

## Resumen

Este trabajo analiza cómo, en un contexto de globalización caracterizado por crecimiento económico global, inflación contenida y fuerte crecimiento en las economías emergentes (especialmente las asiáticas), se ha generado un fuerte déficit por cuenta corriente en Estados Unidos (6,4 por 100 de su PIB en 2006). Lo paradójico de este fenómeno, denominado *desequilibrios globales*, consiste en que los países emergentes (fundamentalmente, China y los exportadores de petróleo) financian dicho déficit. Se identifican los factores que han llevado a esta situación, y el análisis permite proponer qué actuaciones, coordinadas a escala mundial, deberían implementarse para corregir unos desequilibrios aparentemente insostenibles. Pero la eficacia de estas políticas dependerá de la profundidad de la crisis financiera que se vislumbra en el horizonte.

*Palabras clave:* globalización financiera, desequilibrios globales, déficit por cuenta corriente.

## Abstract

This study analyzes how an outsized current account deficit has been generated in the United States (6.4% of GDP in 2006), in a context of globalization characterised by global economic growth, low inflation along with intense growth in emerging economies (especially countries of Asia). The paradoxical aspect of this phenomenon, named as global imbalances, is that emerging economies (basically, China and oil producer countries) are financing this deficit. The factors that have led to this situation have been identified, and this analysis enables us to shed light on the kind of global policies that should be carried out to correct these apparently unsustainable imbalances. The effectiveness of these policies will depend on the depth of the financial crisis looming on the horizon.

*Key words:* financial globalisation, global imbalances, current account deficit.

*JEL classification:* F01, F32, F42, G15.

# LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES: SOSTENIBILIDAD Y AJUSTE

Juan-Ángel JIMÉNEZ-MARTÍN

*Universidad Complutense de Madrid*

María José MORAL RINCÓN

*Universidad Nacional de Educación a Distancia y FUNCAS*

## I. INTRODUCCIÓN (\*)

EN los últimos treinta años, se ha asistido a importantes cambios en los mercados financieros internacionales que han propiciado un nivel de desarrollo financiero nunca visto anteriormente. Este proceso, denominado globalización financiera, ha significado la integración de los mercados de capitales y también la integración de los mercados de bienes y servicios, siendo el promotor de un ingente crecimiento económico mundial. Sin embargo, la globalización financiera ha permitido que se hayan desarrollado significativos desequilibrios globales, entendidos éstos como la persistencia de considerables déficit (superávit) en la balanza por cuenta corriente de los países.

Lo relevante de esta situación es el rápido crecimiento experimentado en el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, lo que ha planteado la duda sobre si será sostenible a largo plazo. Significativa es, también, la nueva naturaleza del papel desempeñado por los países involucrados. Paradójicamente, son las economías emergentes las que, con un superávit global por cuenta corriente, financian el déficit global de las economías desarrolladas más ricas. La notoriedad de este asunto es tal que en junio de 2006 se constituye una comisión de seguimiento en el Fondo Monetario Internacional con represen-

tantes de China, la zona euro, Japón, Arabia Saudita y Estados Unidos (FMI, 2008).

En este escenario, el interés se centra en conocer cómo se producirán los ajustes de los desequilibrios globales y cómo afectarán dichos ajustes tanto a las economías emergentes como a las desarrolladas. La opinión generalizada, y a la que se asigna una mayor probabilidad, es la que mantiene que se producirá una corrección suave a largo plazo favorecida por la situación de globalización financiera, junto con una política fiscal y monetaria apropiada, que amortiguarán el proceso de ajuste (Bernanke, 2005). Por el contrario, otros autores alertan sobre ajustes más bruscos basados en el supuesto de una fuerte depreciación del dólar. Los efectos serían muy perversos para la economía mundial, derivados de una caída generalizada del consumo y una devaluación de los activos denominados en dólares con repercusiones sobre la producción (véase, por ejemplo, Obstfeld y Rogoff, 2005, y Krugman, 2007). La probabilidad asignada a este escenario es muy baja, pero el impacto potencial es tan fuerte que es preciso tenerlo en cuenta.

Nuestro objetivo en este trabajo consiste en presentar y evaluar el estado de la cuestión. Así, después de definir lo que se entiende por globalización financie-

ra, revisamos los últimos datos sobre el déficit por cuenta corriente de los Estados Unidos, así como la situación de las balanzas por cuenta corriente en el resto del mundo. Aunque no existe un claro consenso sobre los principales factores que han contribuido a los desequilibrios globales, presentamos aquellos más relevantes y que permiten entender cuáles son las políticas monetarias, fiscales y cambiarias que se deberían poner en marcha para conseguir el ajuste *tranquilo* de dichos desequilibrios. Por último, reflexionamos acerca de las repercusiones que las recientes turbulencias financieras, que pueden desembocar en problemas serios de restricciones de liquidez, pueden provocar sobre los procesos de ajuste anteriormente mencionados.

El artículo se organiza de la siguiente manera: en el apartado II, se comenta brevemente el proceso de globalización financiera, sus beneficios y sus riesgos; en el III, se analiza la naturaleza de los desequilibrios globales y su evolución; en el IV, se examinan los factores explicativos de los desequilibrios; en el V, se discuten la sostenibilidad y las expectativas de futuro, para terminar, en el apartado VI, con las principales conclusiones.

## II. LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1)

### 1. La globalización financiera

La integración mundial de los mercados financieros ha evolucionado vertiginosamente, propiciando un grado de globalización financiera sin precedentes. Esta situación se caracteriza por la alta rotación de los flujos de capitales en los mercados financieros (2), la multiplicidad de agentes que participan, el número y la compleji-

dad de los activos que se negocian y la rapidez con la que los agentes pueden reaccionar a la nueva información.

Varios son los factores que han contribuido al proceso de globalización, pero, sin duda, los *avances tecnológicos* y la *liberalización del sector financiero* han jugado un papel fundamental. Como afirma Crockett (2000), los avances en tecnología promueven el desarrollo del sector financiero mediante el uso intensivo de las instituciones financieras, la consolidación y la reestructuración del sector a escala mundial, y la aparición de bancos globales que ofrecen servicios y productos financieros en un rango amplio de mercados y países. La liberalización del sector financiero también ha potenciado estos efectos, así como una reducción de costes y un incremento en el nivel de competencia en el sector. Al relajar la regulación, los bancos pueden acceder a negocios que habían estado fuera de su alcance (acciones, seguros o gestión de activos). Por otra parte, las instituciones no bancarias han comenzado a ofrecer servicios financieros que tradicionalmente proporcionaban los bancos, aunque, debido a la creciente competencia, han tenido que adoptar métodos de evaluación del riesgo más precisos para obtener la confianza de los inversores.

Adicionalmente, en este proceso de integración financiera han jugado un papel muy importante los agentes que participan en el mercado, es decir, los gobiernos (eliminando restricciones tanto en el sector financiero nacional como internacional), las instituciones financieras (facilitando la internacionalización de los servicios financieros) y también las familias y las empresas (prestando y pidiendo prestado en instituciones nacionales e internacionales).

Es preciso señalar que la creciente internacionalización de los servicios financieros (uso por parte de prestamistas e inversores locales de intermediarios financieros internacionales), así como el movimiento de capitales extranjeros que caracteriza a la globalización financiera, se ha producido tanto en las economías desarrolladas como en las economías emergentes. De hecho, estas últimas presentan unos mercados financieros mucho más saneados que hace una década (Alonso, 2007). Prueba de la globalización financiera son, por una parte, la tendencia creciente en la proporción de activos que los bancos extranjeros poseen en países del Este de Asia, del Este de Europa y de Latinoamérica; y por otra, el aumento de la participación de compañías procedentes de países en vías de desarrollo en el mercado de acciones de EE.UU. mediante *American Depositary Receipt* —ADR (3).

Todo esto ha conducido a un escenario que proporciona un soporte vital para mejorar la eficiencia de los mercados financieros, pero, al mismo tiempo, genera una sensación de vértigo, ya que el sistema es más vulnerable a ciertas situaciones que lo era antes, puesto que todavía el sistema financiero internacional está lejos de considerarse perfectamente integrado. En consecuencia, nos hallamos inmersos en un mundo globalizado en términos financieros que presenta beneficios, pero también riesgos.

## 2. Luces y sombras en la globalización financiera

### 2.1. Beneficios

Sin duda, uno de los mayores beneficios de la globalización financiera consiste en impulsar la eficiencia del sistema financiero a

través de dos vías: 1) incrementando la disponibilidad de fondos para familias, empresas y gobiernos, y 2) contribuyendo a perfeccionar la infraestructura financiera, lo que reduce los problemas de asimetría en la información.

La globalización financiera ha permitido que aumente significativamente la *disponibilidad de fondos*. La desaparición de gran parte de las barreras comerciales y financieras ha facilitado los mecanismos de pago y crédito internacional. Prestamistas e inversores cuentan con más incentivos a canalizar fondos hacia países donde la productividad marginal de las inversiones es superior. La mayor disponibilidad de fondos, junto con la aparición de más instrumentos y servicios financieros que permiten una mejor diversificación del riesgo, contribuye a acrecentar la profundidad, liquidez y sofisticación del mercado. Todo ello favorece el recurso a la financiación por parte de los agentes locales, disminuyendo la dependencia de la inversión respecto del ahorro nacional. El hecho de vivir en un mercado financiero global y la mayor libertad de movimiento de capitales extranjeros incrementa la disciplina del mercado, tanto desde el punto de vista macroeconómico como financiero, ya que los inversores locales y extranjeros demandan mayores garantías a los prestatarios públicos y privados.

Por otro lado, la globalización financiera contribuye a perfeccionar *la infraestructura financiera*, lo que supone que los prestamistas y prestatarios operan en un mercado más transparente, competitivo y eficiente. En este contexto, los problemas de información asimétrica se minimizan y las restricciones de crédito derivadas de ellos también disminuyen. La globalización financiera enriquece la infraestructura de los mer-

cados financieros a través de diversos canales. En primer lugar, la mayor competencia en la provisión de fondos genera una mayor eficiencia. En segundo lugar, la adopción de sistemas contables estándar entre países intensifica la transparencia, mejorando el acceso a la información y la comparación entre diferentes mercados e instrumentos financieros. En tercer lugar, la entrada de bancos extranjeros desarrolla la infraestructura financiera en las economías emergentes, ya que, por una parte, se amplía el acceso a financiación procedente del exterior (mayor diversificación y menos riesgo, y por tanto menor dependencia de los *shocks* internos) y, por otra, la entrada de los bancos extranjeros incentiva la modernización en las prácticas y técnicas de gestión de riesgo, consiguiendo un sector bancario más eficiente en el que, además, el gobierno será más reacio a intervenir, obligando también a una mayor disciplina a los bancos locales y reduciendo así el azar moral.

## 2.2. Riesgos

La globalización financiera también lleva asociados riesgos, algunos de ellos no menores. Las últimas crisis financieras y los «contagios» vividos en países con un sistema financiero liberalizado y formando parte de un mercado financiero integrado sugieren que la globalización lleva asociada una mayor volatilidad, que puede acarrear efectos perjudiciales en la economía. En la historia reciente, encontramos numerosos ejemplos, como las crisis acaecidas en Asia (1997) y Argentina (2001), el caso Enron en EE.UU. (2001) o, más recientemente, la crisis de las *subprime*. Evidentemente, las condiciones locales son, en general, relevantes como factores determinantes de una crisis financiera,

pero la globalización financiera también puede ayudar a explicar una crisis mediante dos vías que comentamos a continuación.

En primer lugar, existen imperfecciones en los mercados financieros internacionales (ausencia de una supervisión rigurosa sobre los bancos en muchos países, falta de experiencia en el control y seguimiento de los prestatarios, sistemas legales ineficientes, etc.) que contribuyen a generar un problema de información asimétrica. Estas imperfecciones pueden involucrar, entre otros problemas, la presencia de burbujas financieras, comportamientos irracionales, ataques especulativos o movimientos bruscos en los mercados que podrían conducir a profundas crisis, incluso, aunque los países presenten una economía razonablemente saneada. En este sentido, las últimas crisis financieras originadas en Estados Unidos han puesto de manifiesto que la globalización financiera ha generado tal complejidad en el funcionamiento de los mercados con la utilización intensiva de la ingeniería financiera que, en muchos casos, complica la supervisión financiera de acuerdo con la normativa vigente. La creación de nuevos activos que permiten diversificar el riesgo facilitando la gestión del mismo, pero que también dificulta su correcta evaluación, en especial por parte de quienes finalmente adquieren dichos activos.

En segundo lugar, con la globalización financiera se advierte que las economías pueden sufrir crisis que se originan en otros países y que se «contagian» mediante *shocks* de fácil propagación a través del entramado financiero internacional. En la literatura se han identificado tres tipos de canales de contagio: 1) los *vínculos reales* que se asocian con el comercio internacional; 2) los *víncu-*

los financieros que surgen con la interacción entre los mercados financieros de varios países, propiciando una rápida e intensa transmisión de las externalidades, y 3) el denominado *comportamiento de «manada»*, o pánico generalizado (*Herding*), cuyo origen es la información asimétrica. Cuando algunos agentes no tienen acceso a la información, al ser ésta costosa, van a tratar de inferirla a partir de la actuación de otros agentes o mercados, lo que puede ocasionar comportamientos irracionales de pánico en situaciones de elevada incertidumbre.

En consecuencia, se puede afirmar que la globalización financiera ha planteado un nuevo escenario con importantes beneficios para el crecimiento de la economía. Si bien con algunos riesgos que son difíciles de evaluar ante una situación en la que las expectativas de crecimiento de la economía mundial empiezan a debilitarse, y con algunas perspectivas de crisis financiera, cuya profundidad está todavía por descubrir. Lo que sí parece claro es que este proceso de globalización financiera ha jugado un papel muy importante en la evolución y el mantenimiento de los denominados desequilibrios globales. Estos desequilibrios se relacionan fundamentalmente con un importante déficit por cuenta corriente en los EE.UU., que ha llegado en algún momento a equivaler a dos tercios del superávit mundial. Esta tendencia creciente de los desequilibrios globales registrada en los últimos años ha puesto en entredicho esa estabilidad del sistema, habida cuenta de los riesgos intrínsecos de la globalización. En el siguiente apartado se analizará la naturaleza de los desequilibrios globales y su evolución. Con ello, se estará en condiciones de entender mejor cuáles son los riesgos a los que se enfrenta el orden financiero internacional.

### III. LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES

Como ya se ha comentado, uno de los peligros a los que actualmente se enfrenta la economía mundial es la presencia de enormes desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente de los países. El intenso crecimiento del déficit por cuenta corriente en la economía de Estados Unidos se ha compensado con un crecimiento en el superávit de regiones como China y los países exportadores de petróleo, que, en principio, no se corresponden con las economías más desarrolladas. En consecuencia, el dilema que se plantea reside en la magnitud que han alcanzado los desequilibrios, pero también en que sean, en su mayoría, economías de rentas medias las que financian con su superávit el déficit exterior de EE.UU. Estos aspectos son los que explican que, en los últimos años, los desequilibrios globales se hayan convertido en uno de los temas claves (y preocupantes) de la economía mundial. Por tanto, es necesario conocer cómo se ha llegado a esta situación en Estados Unidos y en el resto del mundo, tarea que se aborda en este apartado (Xafa, 2007).

#### 1. El desequilibrio en Estados Unidos

El problema del déficit por cuenta corriente en EE.UU. no es nuevo. El gráfico 1 muestra su evolución y la del tipo de cambio real efectivo desde 1974, cuando ya funcionaba el sistema de tipos de cambios flexibles. En la primera mitad de los ochenta se produjo un empeoramiento considerable del saldo exterior norteamericano como resultado de la fuerte apreciación iniciada a comienzos de esa década. Así, el cambio de tendencia que se produce en 1985,

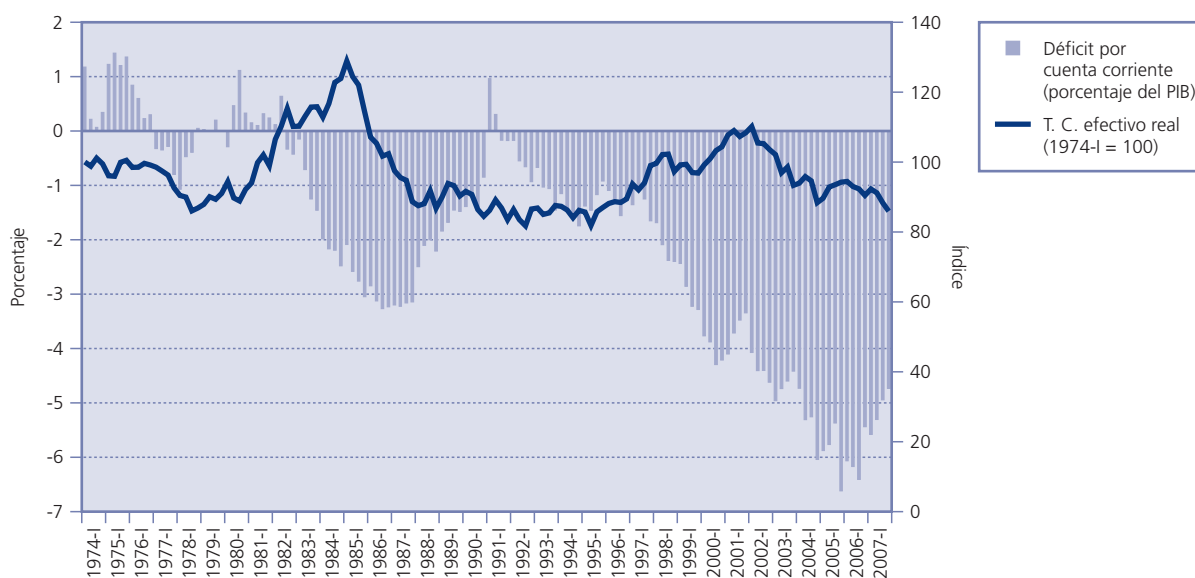
pasando a una rápida depreciación de la divisa americana, permite llegar incluso a un superávit en 1991. A partir de ese momento, se entra en una dinámica de empeoramiento del déficit por cuenta corriente (DCC) que, aunque en un primer momento es lento y se sitúa en un 1,4 por 100 del PIB de media entre 1992 y 1997, más tarde acelera el ritmo de crecimiento hasta llegar en 2006 a superar el 6 por 100 del PIB, con 811,5 miles de millones de dólares. En 2007, por el contrario, parece hacerse troncado esta tendencia alcista.

Dados estos datos, es interesante profundizar en la evolución del déficit por cuenta corriente estadounidense, particularizando en cada una de sus subbalanzas para obtener una idea clara acerca de la contribución de cada una de ellas al desequilibrio exterior. El gráfico 2 muestra la trayectoria de cada uno de estos saldos.

En primer lugar, queda patente que la balanza comercial es la componente que más contribuye y condiciona al déficit por cuenta corriente. El fuerte empeoramiento de la balanza comercial se debe a un intenso crecimiento de las importaciones (un 9 por 100 de tasa media anual, desde 1991) frente a un crecimiento más discreto de las exportaciones (un 6,5 por 100). Los motivos que explican este deterioro de la balanza comercial son varios, pero cabe mencionar el efecto negativo que han tenido la importación de petróleo (4) y el fuerte crecimiento del déficit comercial con China (5).

No obstante, los últimos datos muestran una ralentización del crecimiento del déficit comercial en 2006, cuando se mantuvo igual que en el año anterior (6,4 por 100 del PIB), consiguiendo incluso en 2007 reducir dicho déficit y

GRÁFICO 1  
DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE EN EE.UU. Y TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL DEL DÓLAR (a, b)



**Notas:**

(a) Se comienza en 1974 por estar ya aceptado el régimen de tipos de cambio flexibles. Los datos correspondientes del último trimestre de 2007 son previsiones a 27-3-2008.

(b) El déficit por cuenta corriente en porcentaje del PIB de EE.UU. se representa respecto al eje de la izquierda. El tipo de cambio real efectivo (tipo de cambio descontando el efecto de la inflación y el patrón del comercio) se representa en el eje de la derecha, es un índice que toma el valor 100 en 1974.

Fuente: BEA (Bureau of Economic Analysis) y BIS (Bank of International Settlements).

situarse en el 6,0 por 100 del PIB (unos 826,5 miles de millones de dólares). A primera vista, se podría pensar que esta reciente contención del déficit comercial es consecuencia de la depreciación del dólar. Sin embargo, un análisis detallado pone de manifiesto que la divisa americana está inmersa en un proceso de depreciación desde 2002. Es más, durante el período 2002-2004, el tipo de cambio real efectivo (TCRE) se depreció un 9,8 por 100 de media anual y, a pesar de ello, se produjo un aumento del déficit comercial del 17,7 por 100, mientras que en 2007 la depreciación del TCRE ha rondado el 5 por 100. Por tanto, es necesario profundizar en la búsqueda de las causas que expliquen la evolución del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos.

En segundo lugar, la balanza por servicios presenta sistemáticamente superávit, aunque su peso en el conjunto de la balanza por cuenta corriente se ha reducido. En 1998 se inició una disminución del superávit en servicios que se debió fundamentalmente a la caída en el superávit por turismo, efecto que se agravó a partir de 2001 con el descenso en las entradas de turistas tras los atentados del 11-S. Recientemente, sin embargo, se ha observado una recuperación en el turismo, pero no está teniendo mucho efecto en el conjunto de la balanza de servicios debido al aumento del déficit en el capítulo de defensa exterior.

En cuanto a la balanza de rentas, se comprueba que muestra un superávit sistemático. Este superávit se sustenta fundamental-

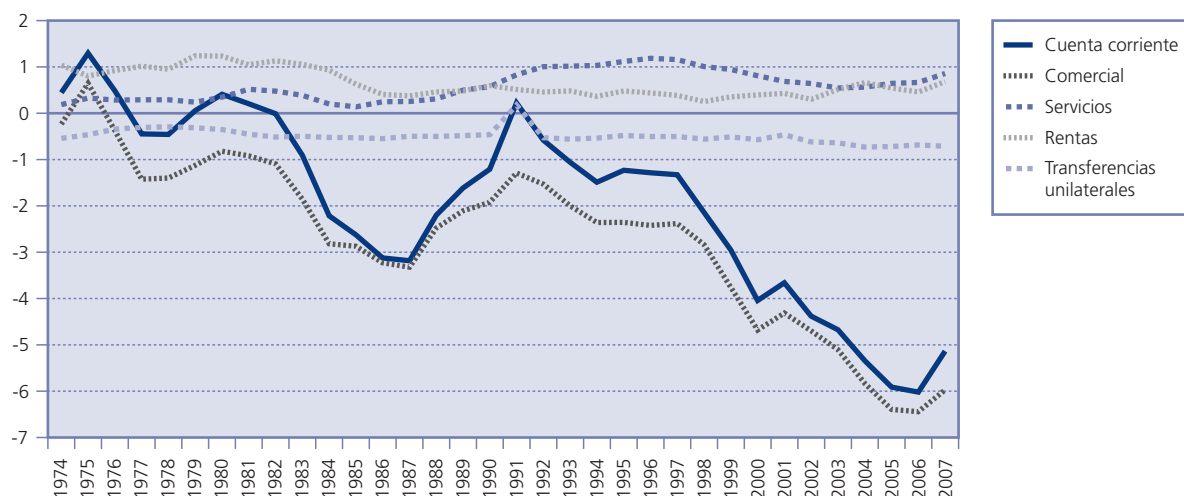
mente en el saldo de las rentas por capital, es decir, siguen pesando más los flujos de rentas de las inversiones directas de EE.UU. en el exterior. Por último, respecto al saldo de las transferencias unilaterales, se observa un déficit continuo con excepción de 1991, cuando se produjeron importantes entradas de transferencias procedentes de los países aliados para financiar la Guerra del Golfo. En cualquier caso, el déficit en transferencias representa un porcentaje muy pequeño del desequilibrio por cuenta corriente.

## 2. Los desequilibrios globales en el mundo

Además de la controversia sobre el elevado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, la



**GRÁFICO 2**  
**SALDOS DE LAS BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE, COMERCIAL, SERVICIOS, RENTAS Y TRANSFERENCIAS UNILATERALES DE EE.UU., 1974-2007 (\*)**  
 (Superávit (+), Déficit (-), en porcentaje del PIB)



(\*) Los datos correspondientes a 2007 son previsiones a 27-3-2008.  
 Fuente: BEA (Bureau of Economic Analysis).

otra cuestión relevante en relación con los desequilibrios globales, y quizá por lo que están teniendo mayor trascendencia, reside en qué países compensan ese desequilibrio (FMI, 2007). Tradicionalmente, el superávit por cuenta corriente de Alemania junto con el de Japón compensaba, si no en su totalidad, sí en su mayor parte el déficit estadounidense. Sin embargo, esta situación ha cambiado sensiblemente en los últimos años. Por una parte, la reunificación de Alemania ocasionó un cambio de tendencia en esta economía, que durante la década de los noventa registró un déficit por cuenta corriente. Por otra parte, el superávit de Japón creció a una tasa anual media del 3 por 100 entre 1992 y 2006, muy inferior al 22 por 100 de crecimiento medio anual del déficit estadounidense.

En consecuencia, los países que actualmente compensan el déficit

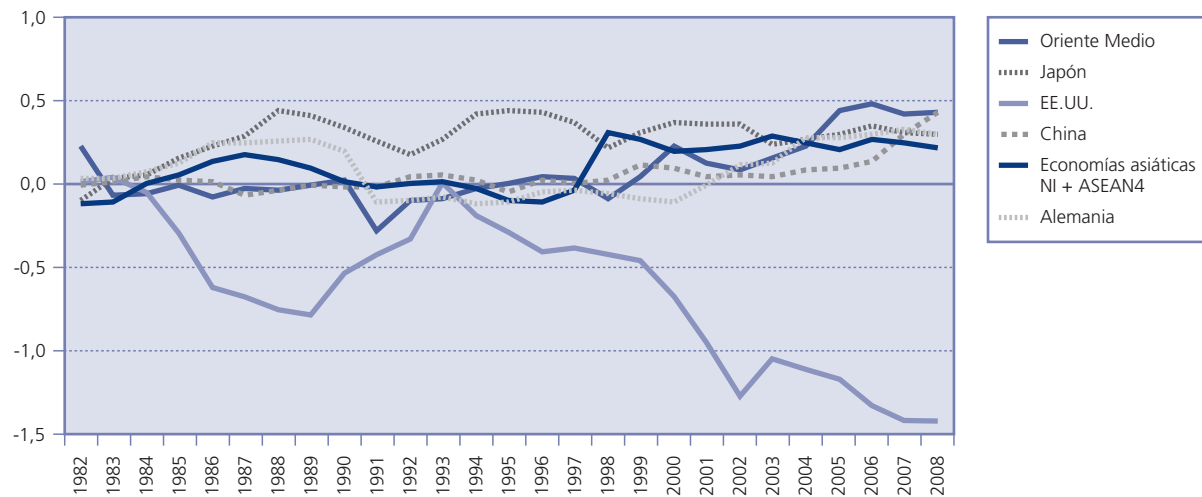
por cuenta corriente de Estados Unidos son Japón, China, los países exportadores de petróleo (la región de Oriente Medio), los países de nueva industrialización de Asia (Singapur, Taiwan, Hong Kong SAR y Corea), e incluso los países pertenecientes a ASEAN-4 (Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia), tal y como pone de manifiesto el gráfico 3. Generalmente, la zona euro no aparece en este listado, ya que su saldo agregado es próximo a cero. A pesar de que Alemania ya ha conseguido en los últimos años registrar un notorio superávit, el elevado déficit en otros estados miembros, como España, Francia e Italia, impide que la zona euro en su conjunto presente un superávit significativo. En este sentido, cabe señalar que el déficit por cuenta corriente español previsto para 2008 es de 154.849 millones de dólares, frente al superávit alemán de 174.137 millones de dólares; por ello, al sumar el déficit de Francia, Italia y

Portugal, el saldo neto por cuenta corriente previsto en la zona euro en 2007 y 2008 resulta negativo.

El cuadro n.º 1 pone de manifiesto la paradoja que plantean los desequilibrios globales en la última década. En términos agregados, las economías desarrolladas han aumentado intensamente el déficit por cuenta corriente. Por el contrario, las economías emergentes han pasado en este período de déficit a superávit, llegando incluso a superar al déficit de las economías desarrolladas (6).

Evidentemente, el saldo por cuenta corriente no ha mostrado la misma evolución en todos los países emergentes y en desarrollo debido a la amplia diversidad de las 143 economías que componen esta categoría (según el FMI). Así, el superávit por cuenta corriente de China ha crecido de forma exponencial en los últimos años: en 2005 fue tan sólo de

**GRÁFICO 3**  
**SALDOS POR CUENTA CORRIENTE**  
(En porcentaje sobre el PIB mundial)



Fuente: FMI.

CUADRO N.º 1

**EVOLUCIÓN DE LOS SALDOS DE LAS BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE (a)**  
(En miles de millones de dólares americanos)

	1982-1989 (b)	1990-1994 (b)	1995-1999 (b)	2000-2004 (b)	2005	2006	2007	2008
<b>Economías desarrolladas (c)</b> .....	<b>-36,5</b>	<b>-17,9</b>	<b>9,8</b>	<b>-222,2</b>	<b>-431,6</b>	<b>-508,8</b>	<b>-499,8</b>	<b>-550,2</b>
Zona euro .....			58,3	34,1	27,9	0,9	-21,2	-48,8
Alemania.....	27,9	-10,2	-19,4	34,5	128,4	147,1	175,4	174,1
EE.UU. ....	-69,6	-69,4	-117,0	-355,0	-522,1	-640,2	-754,9	-811,5
Japón.....	34,8	73,4	107,2	110,7	136,2	172,1	165,7	170,4
Economías asiáticas de Nueva industrialización (d)...	16,5	14,7	25,5	61,3	79,8	87,6	90,9	87,0
<b>Economías emergentes (e)</b> .....	<b>-37,5</b>	<b>-82,6</b>	<b>-77,1</b>	<b>112,7</b>	<b>438,2</b>	<b>596,0</b>	<b>593,3</b>	<b>623,6</b>
ASEAN-4 (f) .....	-5,8	-15,4	-4,1	21,7	14,4	43,9	44,0	38,0
China.....	-0,5	4,7	8,3	24,1	45,9	68,7	160,8	249,9
Europa Central y del Este (g) .....	-3,3	-2,3	-18,5	-33,8	-61,9	-88,1	-119,2	-134,3
Oriente Medio (h) .....	-1,1	-22,0	3,4	59,5	196,7	233,8	227,0	247,1
Latinoamérica (i) .....	-12,2	-30,1	-57,9	-17,8	34,9	44,9	19,5	-0,4
Arg. + Mex. + Brasil + Chile.....	-14,2	-10,7	-38,9	-46,2	2,6	10,2	14,1	21,4
África.....	-9,6	-8,0	-11,5	0,3	16,4	28,9	-0,5	7,8

Notas:

(a) La suma de los saldos de todos los países debería ser cero, pero la dificultad para obtener información estadística en algunos de ellos explica que la magnitud de los errores y omisiones estadísticas no sea trivial.

(b) Se ofrece la media aritmética en el período.

(c) Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hong Kong SAR, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Corea, Luxemburgo, Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, Singapur, Eslovenia, España, Suecia, Suiza, Taiwan (Provincia de China), Reino Unido y Estados Unidos.

(d) Hong Kong SAR, Corea, Singapur, Taiwan (Provincia de China).

(e) Las economías emergentes están formadas por 143 países.

(f) Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia.

(g) Albania, Bulgaria, Croacia, República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Macedonia (Antigua República de Yugoslavia), Malta, Polonia, Rumania, República Eslovaca y Turquía.

(h) Bahrain, Egipto, República Islámica de Irán, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Omán, Qatar, Arabia Saudí, República Árabe de Siria, Emiratos Árabes Unidos y Yemen.

(i) Antigua y Barbuda, Argentina, Las Bahamas, Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Dominica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Granada, Guatemala, Guayana, Haití, Honduras, Jamaica, Méjico, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, San Vicente y las Granadas, Suriname, Trinidad y Tobago, Uruguay y Venezuela.

Fuente: FMI.

45.900 millones de dólares, pero en 2008 se prevé que alcance casi los 250.000 millones de dólares, sobrepasando incluso el superávit de Oriente Medio. Por otra parte, América Latina, que tradicionalmente presentaba déficit por cuenta corriente, ha pasado a registrar un superávit (si bien la previsión para 2008 es de un ligero déficit). Esta variabilidad en el signo del saldo latinoamericano se debe a la gran heterogeneidad entre los países integrantes. Mientras que Venezuela es un exportador de petróleo que presenta sistemáticamente superávit por cuenta corriente, el resto de las economías grandes (Argentina, México, Brasil y Chile) se caracterizaban por su déficit, aunque desde 2004 también han registrado un incipiente superávit por cuenta corriente.

En resumen, gracias a los desequilibrios globales, Estados Unidos ha podido gastar por encima de su producción. En contrapartida, otros países han podido orientar sus economías hacia las exportaciones, logrando elevadas tasas de crecimiento real y de creación de empleo, especialmente en el caso de China. Por tanto, se puede afirmar que la economía americana no ha sido la única beneficiada de la situación de desequilibrios globales. Veamos entonces qué factores explican cómo se han alcanzado y mantenido unos desequilibrios tan intensos.

#### **IV. FACTORES QUE EXPLICAN LOS DESEQUILIBRIOS GLOBALES**

En la definición de los desequilibrios globales existe un amplio consenso, pero no ocurre lo mismo con la determinación de los factores que los han originado y potenciado. En la literatura se encuentran distintas propuestas explicativas que, como veremos,

no son excluyentes, e incluso, en ocasiones, se complementan entre sí. Algunos autores han centrado su atención en la responsabilidad de la economía de Estados Unidos como causante de los desequilibrios (Teunissen y Akkerman, 2006), mientras que otros han aportado un abanico amplio de factores explicativos que involucran a otras economías, especialmente a las emergentes (Bernanke, 2005). En nuestra opinión, los desequilibrios globales, tal y como se conocen en la actualidad, son el resultado de una compleja combinación de actuaciones de diferentes países (evidentemente, EE.UU. tiene un papel importante, pero también otros) junto con los cambios acaecidos en los mercados internacionales financieros, cambiarios y comerciales. A continuación, se comentan los distintos factores que han sido y son relevantes, en alguna medida, en la formación y expansión de los desequilibrios globales.

##### **1. La caída de la tasa de ahorro en Estados Unidos**

Es habitual que el desfase entre la inversión y el ahorro nacional, dentro de un contexto de globalización financiera, se cubra con fondos procedentes del resto del mundo. En esta situación, se registra un superávit en la balanza financiera que puede compensar un déficit por cuenta corriente (7). Por tanto, lo que ocurra con el diferencial entre la inversión y el ahorro nacional será relevante en tanto en cuanto motive el flujo de capitales necesarios para compensar el déficit por cuenta corriente. Precisamente, en EE.UU. se observa una caída en la tasa de ahorro nacional bruto con respecto a la tasa de inversión que ha propiciado una importante entrada de capitales (gráfico 4). Pero, ¿por qué ha caído la tasa

de ahorro nacional norteamericana? Para entender este proceso, estudiaremos por separado la evolución seguida por el ahorro privado y el público.

Desde 1984, cuando alcanzó un máximo, la tasa de ahorro privado norteamericano ha caído 8,1 puntos porcentuales (8). Este descenso se ha debido fundamentalmente a un efecto riqueza positivo como consecuencia de las burbujas financieras e inmobiliarias, unido a unos tipos de interés bajos que incentivaban el consumo. La tasa de ahorro público, por su parte, ha seguido una evolución más desigual. Entre 1995 y 2001 registró un superávit público que llegó a alcanzar el 4 por 100 del PIB, y que se convirtió en el eje fundamental del crecimiento en la tasa de ahorro nacional en este período (véase el gráfico 4). Desde entonces, el empeoramiento en las cuentas públicas llevó a un déficit público que tuvo su reflejo en la tasa de ahorro nacional (9).

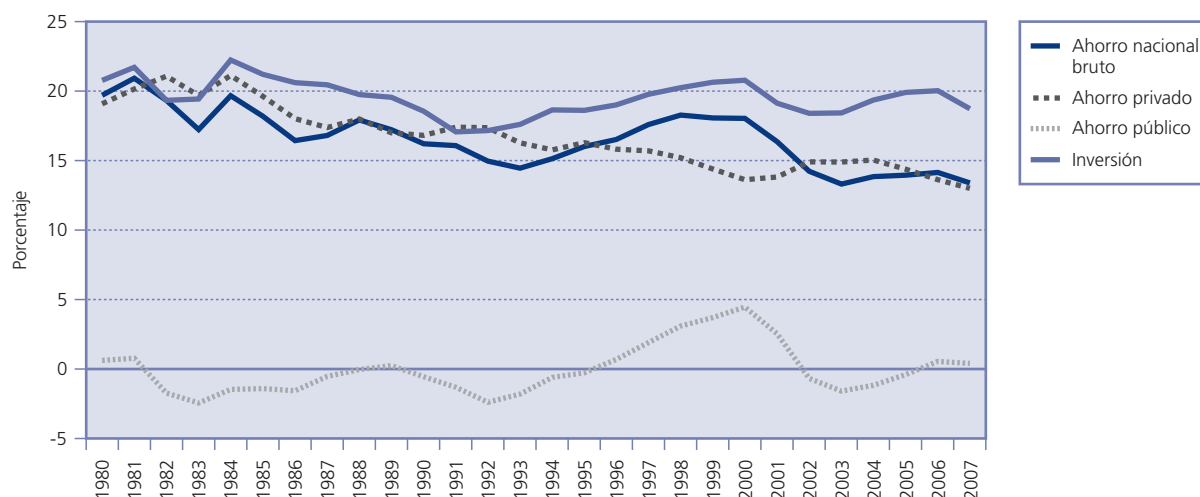
En resumen, el desfase cada vez mayor entre el ahorro nacional y la inversión en EE.UU. justifica la necesidad de financiación exterior. Pero esto es sólo una parte de la historia, ya que, si no hubiese entrado capital extranjero, este desfase se habría corregido con un aumento en el tipo de interés. Así pues, es preciso indagar sobre las causas que han incentivado al capital extranjero a cubrir la divergencia entre el ahorro y la inversión estadounidenses.

##### **2. El exceso de ahorro de los países asiáticos y de los exportadores de petróleo**

La globalización financiera permite que los capitales se muevan fácilmente de un país a otro, pero es necesario que en alguna parte



GRÁFICO 4  
**INVERSIÓN Y AHORRO NACIONAL BRUTO EN ESTADOS UNIDOS**  
 (En porcentaje sobre el PIB) (\*)



(\*) Los datos correspondientes a 2007 son previsiones a 27-3-2008.  
 Fuente: BEA (Bureau of Economic Analysis).

del mundo exista un excedente de ahorro respecto a la inversión. En este sentido, durante la última década se ha asistido a un aumento muy intenso del ahorro excedente en el resto del mundo dispuesto a cubrir el desfase de Estados Unidos; es lo que el gobernador de la Reserva Federal americana, Bernanke, denominó *saving glut*. Pero, ¿cómo han alcanzado estas economías mundiales este excedente de ahorro? El gráfico 5 aporta información para contestar a esta pregunta mostrando la relación entre ahorro nacional e inversión para las principales regiones y países involucrados.

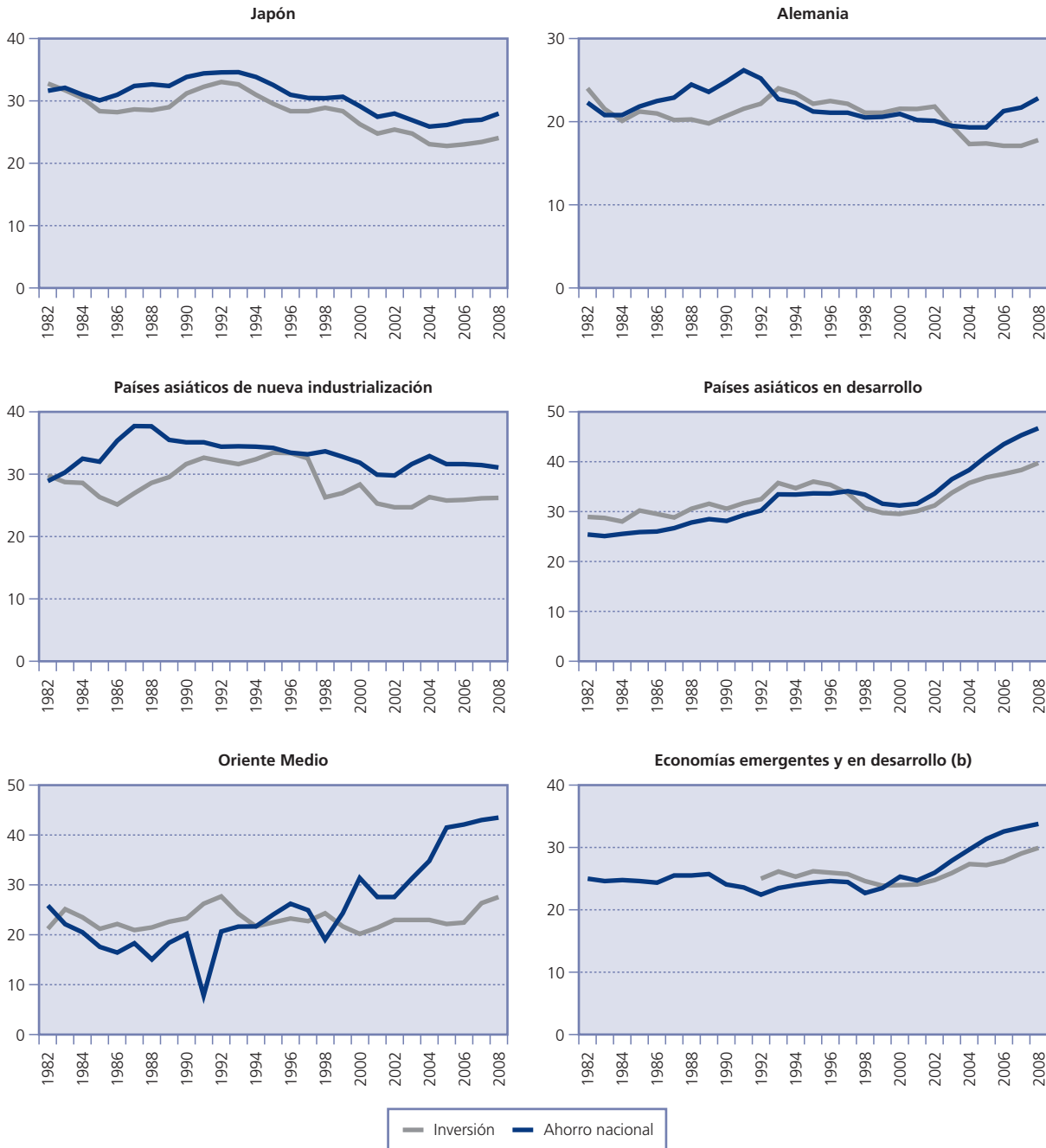
Comenzando por las economías que tradicionalmente financiaban el déficit americano (Japón y Alemania), se observa un comportamiento distinto. El crecimiento lento en el que está inmersa la economía japonesa desde la década de los noventa se ha reflejado en una disminución tanto de su tasa de inversión como de su

tasa de ahorro nacional. El ritmo de disminución de ambas tasas ha sido similar en los noventa (se mantiene el diferencial), aunque el mejor comportamiento del ahorro en los últimos años ha posibilitado un ligero incremento en el diferencial, y con ello una mayor disponibilidad de fondos. En cuanto a la economía alemana, se comprueba, claramente los efectos de su reunificación, que provocaron un recorte considerable en la tasa de ahorro durante la década de los noventa. Recientemente, sin embargo, se está asistiendo a un retroceso de la tasa de inversión que, unido a un aumento en la tasa de ahorro, ha vuelto a posicionar a Alemania como un país emisor de capital.

Respecto a los países asiáticos, se constata un comportamiento dispar. Por una parte, los países de nueva industrialización (Corea, Singapur, Hong Kong y Taiwan) han reducido drásticamente la tasa de inversión desde la crisis de

1998; por tanto, incluso aunque su tasa de ahorro no ha aumentado, se han encontrado con un importante volumen de fondos disponibles para invertir en el exterior. Por otra parte, el resto de países asiáticos en desarrollo muestran un fuerte crecimiento de la tasa de ahorro y un aumento algo menor de la tasa de inversión, lo que les ha situado con un volumen de capital disponible mayor. Esta situación se debe fundamentalmente a China, con una tasa de ahorro superior al 50 por 100 como consecuencia, entre otros motivos, de un débil sistema bancario, que no reúne las condiciones para financiar un mayor volumen de consumo (Brender y Pisani, 2007), y de un exiguo sistema de seguridad social, que explica que la población sea muy cauta en el consumo. A pesar de todo, el diferencial entre su tasa de ahorro y de inversión gira en torno al 10 por 100 debido a que su tasa de inversión también es muy elevada.

**GRÁFICO 5**  
**INVERSIÓN Y AHORRO NACIONAL BRUTO EN DIVERSAS REGIONES DEL MUNDO**  
 (En porcentaje sobre su propio PIB) (a)



*Notas:*  
 (a) Los países asiáticos de nueva industrialización son Hong Kong SAR, Corea, Singapur y Taiwan. Los países asiáticos en desarrollo incluyen 23 países, entre los cuales está China, India y los integrantes de ASEAN4 (Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia). La región de Oriente Medio la conforman 13 países (véase la nota del cuadro n.º 1), y la región de «Economías emergentes y en desarrollo» está formada por 143 países.  
 (b) El FMI no ofrece datos de inversión para esta región con anterioridad a 1992.  
 Fuente: FMI.

Finalmente, en el caso de los países exportadores de petróleo de la región de Oriente Medio, se observa un aumento de la tasa de ahorro como consecuencia de la evolución de los precios del petróleo. En cuanto a su tasa de inversión, se comprueba que se ha mantenido estancada. En consecuencia, se ha generado un diferencial creciente significativo que, en 2008, puede alcanzar los 16 puntos porcentuales.

### 3. Una caída del sesgo país y un aumento por la preferencia de activos en dólares

En el punto anterior se ha comprobado que los países asiáticos (especialmente China) y los países exportadores de petróleo poseen un exceso de ahorro ocioso. Pero este factor no explica por qué este ahorro se dirige hacia Estados Unidos. En este apartado se explica este fenómeno.

La globalización de los mercados financieros ha motivado que, desde comienzos de los años noventa, se experimente una caída en el sesgo país. El sesgo país o de preferencia por lo local (*home bias*, en inglés) implica que los agentes, ante dos activos financieros (uno de su país y otro extranjero) con características similares, o incluso mejores para el extranjero, prefieren el activo de su país (10). Efectivamente, la integración de los mercados financieros respalda que los agentes tengan la percepción de que las distancias y las diferencias son menores, de manera que les parece menos arriesgado invertir en el extranjero (Greenspan, 2005). En consecuencia, es claro que la reducción en el sesgo país ha sido crucial para el crecimiento de los flujos de capitales hacia inversiones de cartera en otros países.

Aunque la caída del sesgo de preferencia por lo local ha sido generalizada en el mundo, se ha observado que en Estados Unidos ha disminuido menos que en otras regiones del mundo, en especial en las economías de la zona euro. Esto favorece a la economía norteamericana. En las economías emergentes asiáticas, por su parte, este sesgo país se ha reducido sensiblemente desde la crisis financiera que sufrieron en 1998, y todavía hoy su sesgo país es mayor que en los países desarrollados de Occidente, por lo que hay margen a seguir bajando.

Al mismo tiempo que se producía la caída del sesgo país, se consolidaba una fuerte y generalizada preferencia por los activos reales y financieros denominados en dólares, lo que explica la llegada de capitales a Estados Unidos. Varias son las razones que justifican este hecho. En primer lugar, la economía estadounidense se ha caracterizado en los últimos años por unas crecientes productividad e innovación tecnológica, que han posibilitado un crecimiento muy superior al de otras economías desarrolladas, y con ello unas rentabilidades reales y financieras mayores. En segundo lugar, el propio desarrollo del sistema financiero de Estados Unidos ofrece más y mejores garantías de funcionamiento. En tercer lugar, los numerosos instrumentos financieros proporcionan una amplia gama de posibilidades tanto para invertir como para asegurar el riesgo. Todo ello, sin duda, ha incentivado al inversor extranjero.

### 4. La intervención del tipo de cambio en países asiáticos

Ya se ha visto que existe una relación difícil de explicar entre la depreciación del dólar y la evolución del déficit. Sin embargo, pue-

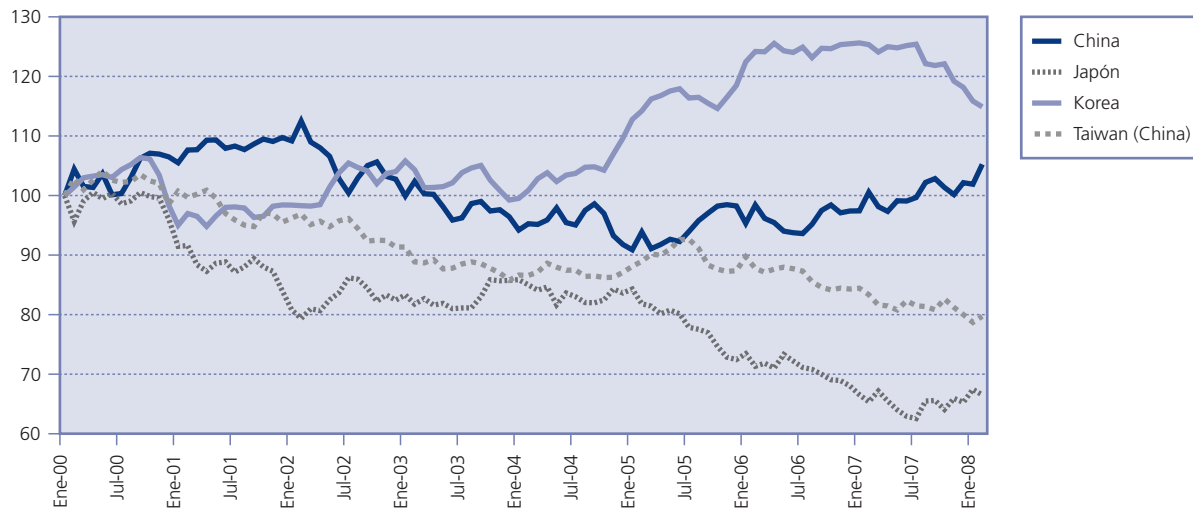
de ayudar a entender este puzzle el hecho de que la depreciación nominal ha sido muy intensa respecto a algunas monedas (en especial, el euro), pero no con otras divisas de países con los que Estados Unidos mantiene un déficit comercial importante, como China y otras economías emergentes asiáticas.

En efecto, las autoridades de estas economías asiáticas han adoptado una política cambiaria tendente a limitar la apreciación de sus monedas frente al dólar. Una de las vías que utilizan estos países para evitar que sus monedas se aprecien consiste en que los respectivos bancos centrales compran masivamente activos en dólares que pagan con las reservas que obtienen por el superávit en sus cuentas corrientes. Con ello tratan de potenciar su estrategia de crecimiento basada en la exportación, siendo China el ejemplo más relevante. En 2005, ese país inició una cierta flexibilización en el control del tipo de cambio del *renminbi* que ha significado una leve apreciación de esta moneda (gráfico 6), apreciación que, sin embargo, parece insuficiente. Por su parte, el resto de las economías de los países asiáticos de nueva industrialización y los países integrantes de ASEAN4, cuyas monedas, a excepción del dólar de Singapur, no cotizan en los mercados internacionales de divisas, siguen el tipo de cambio del *renminbi* y el yen, ya que sus relaciones comerciales con China y Japón son considerables.

### V. SOSTENIBILIDAD Y AJUSTE DE LOS DESEQUILIBRIOS

En el apartado anterior se han analizado los distintos factores que han contribuido a generar la situación que actualmente vivimos en relación con los desequilibrios globales. Este proceso se ha lle-

GRÁFICO 6  
TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO EN LAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS



Fuente: BIS (Bank of International Settlements).

vado a cabo en un contexto de un sistema financiero integrado que ha permitido el trasvase de recursos financieros de los países con exceso de ahorro hacia los países con necesidades de financiación. La globalización financiera también ha contribuido a la reducción en la preferencia por los activos del propio país, de forma que el ahorro disponible ha buscado aquellas inversiones más rentables alrededor del mundo, independientemente de su nacionalidad.

En esta situación, se ha producido un importante flujo hacia EE.UU. de capitales atraídos por la rentabilidad de sus activos reales y financieros. EE.UU. ha disfrutado de un período caracterizado por el dinamismo de su economía, favorecido por una fuerte innovación tecnológica y financiera que ha permitido a este país alcanzar un importante crecimiento en productividad, reflejado en una mayor rentabilidad en las inversiones físicas y financieras. Todo esto ha ocurrido en un contexto de una

caída generaliza del nivel de riesgo que los agentes estaban asumiendo derivado de la «gran moderación» en la volatilidad de las variables fundamentales.

En consecuencia, se puede afirmar que la globalización financiera ha permitido disfrutar de un crecimiento económico mundial sostenido, sin fuertes tensiones inflacionistas, a pesar de los desequilibrios globales que se estaban generando (Lane y Milesi-Ferretti, 2006). Que la magnitud de dichos equilibrios no es sostenible en el largo plazo es algo ampliamente aceptado; sin embargo, el debate gira en torno a cómo se producirá el ajuste a una situación más estable con desequilibrios más moderados (11). Unos autores comparten la idea de que la corrección puede ser paulatina y suave, evitando la aparición de tensiones en los mercados internacionales, pero exige la actuación coordinada de los países involucrados (Bernanke, 2005, 2007; González-Páramo, 2006, entre

otros). Mientras, otros autores advierten que el ajuste puede ser drástico. Su análisis se basa en una depreciación brusca del dólar para corregir el déficit por cuenta corriente en Estados Unidos. Esto implicaría de una disminución de la demanda americana de bienes producidos en el extranjero, unida a una devaluación de los activos valorados en dólares. El resultado sería una fuerte contracción en la economía mundial (Obstfeld y Rogoff, 2005, y Krugman, 2007, entre otros). Una opción intermedia es la que proponen Calvo y Talvi (2006), quienes defienden la posibilidad de un ajuste suave en la economía de EE.UU., pero un ajuste drástico, o parada súbita, en las economías emergentes del Este de Asia provocado por un alto grado de vulnerabilidad financiera, debido a que su deuda está valorada en dólares. Esta situación surgiría por la incapacidad de los países asiáticos para mantener por más tiempo su moneda artificialmente depreciada.

Cualquiera que sea el escenario, no se debería olvidar que la globalización supone una mayor integración e interconexión entre países, y por lo tanto aumenta la exposición a las perturbaciones económicas. Por ello, una prioridad fundamental es tratar de posicionar a los mercados en las mejores condiciones posibles para absorber las tensiones generadas en el proceso de ajuste. Sin duda, esto implica que las actuaciones de política económica orientadas a corregir estos desequilibrios se realicen de forma coordinada entre todos los países. Las actuaciones a seguir deben ser decididas y de amplio calado, pero además deben orientarse a mantener el marco de estabilidad y disciplina económica alcanzado en los últimos años.

En este contexto, consideramos que las políticas más relevantes para llevar a cabo son las siguientes:

1) La economía americana debería incrementar su tasa de ahorro nacional. Para ello, debería seguir disminuyendo el déficit público (tal y como lo ha hecho en 2007) y debería aumentar el ahorro privado (una política fiscal expansiva sería un buen estímulo).

2) Las economías emergentes del Este asiático deberían aumentar su tasa de inversión en el interior de sus fronteras, aunque para ello es indispensable mejorar las garantías financieras de las inversiones en estos países, así como las estructuras de los sectores relacionados (banca, etc.), con el fin de incrementar la rentabilidad de la inversión interior y hacerla más atractiva en comparación con la inversión en el exterior. Igual requerimiento se precisa en los países exportadores de petróleo, ya que, además, la reinversión de los fondos disponibles en la

mejora de su estructura productiva ayudaría a reducir las tensiones inflacionistas sobre el precio del petróleo (CED, 2007).

3) China debería dejar fluctuar libremente el tipo de cambio del *renminbi*. Esto incentivaría al resto de las economías asiáticas a apreciar sus respectivas monedas y, al mismo tiempo, mitigaría el riesgo de que Estados Unidos intensifique las medidas proteccionistas frente a los productos procedentes de estos países, lo que sería perjudicial para la economía mundial (12).

4) Las economías desarrolladas, en especial Estados Unidos, deberían mejorar sus niveles de eficiencia energética para reducir su dependencia respecto del petróleo.

Cada una de estas medidas por sí solas no conseguiría reducir significativamente el déficit de Estados Unidos, pero sí lo conseguirían mediante una aplicación conjunta, complementaria y coordinada. Estas acciones requieren, por parte de los países involucrados, actuar a través de la política monetaria y cambiaria, pero también mediante la política fiscal y sectorial. En este sentido, es preciso señalar que algunas actuaciones ya se están poniendo en marcha. Por ejemplo, China, en sus compromisos adquiridos con la Organización Mundial del Comercio, liberalizará el sector bancario lo que mejorará las alternativas de financiación a las que pueden acceder las familias y las empresas, con lo cual aumentará el consumo y la inversión.

*Y ahora, la crisis financiera...*

El factor que puede agudizar la situación de inestabilidad mundial descrita hasta el momento es la crisis de liquidez, que parece

planear en estos días en los mercados financieros (13), derivada de la crisis de las hipotecas *subprime* que surgió en agosto de 2007 (14). La titulización de estas hipotecas generó nuevos productos derivados que, en muchos casos, están fuera del control de los bancos y de todo tipo de regulación, dando lugar a un nuevo sistema que se ha denominado el «sistema bancario en la sombra». Estos productos derivados son una parte muy importante de las carteras de algunos de los principales bancos de inversión y bancos comerciales de EE.UU., pero lo que resulta más preocupante es que también se han exportado al resto del mundo.

Estas circunstancias suponen una mayor dificultad para evaluar los efectos sobre la economía real del problema de liquidez provocado por la desconfianza a prestar dinero a una institución de la que se desconoce en qué medida está afectada por unos activos cuyo valor es difícil de calcular y en una clara situación de pérdida de valor. A esto hay que añadir el riesgo de contagio en el contexto de globalización financiera, que puede convertir un problema que se inició en Estados Unidos en un problema global.

El problema de liquidez es preocupante, puesto que la escasez de fondos en el mercado monetario restringe la financiación de las inversiones a corto plazo por parte de las instituciones financieras (15). Las consecuencias de esta situación sobre la actividad real de la economía pueden ser serias. La inyección de dinero por parte de los bancos centrales podría frenarla y evitar, o al menos suavizar, sus efectos negativos (16), aunque una política monetaria muy agresiva de fuerte crecimiento en la masa monetaria y bajada brusca de los tipos de in-



terés también presenta riesgos. En efecto, puede producirse una burbuja financiera, como ya ocurrió después de la crisis en el fondo de inversión *Long Term Capital Management* a finales de los años noventa, o bien puede generar problemas de inflación. No obstante, el escenario más grave se produciría en el caso, no tan remoto, de que, ante la desconfianza generalizada derivada de la imposibilidad de evaluar en qué medida el sector bancario está afectado por esta situación, se produjera una valoración a la baja de todos los activos con riesgo. Esto supondría una disminución instantánea en el grado de apalancamiento del sistema financiero, es decir, para un determinado nivel de riesgo, la financiación resultaría más costosa. Los efectos perjudiciales sobre la economía real de este encarecimiento de la financiación del proceso productivo, con efectos negativos sobre el crecimiento económico, serían inmediatos y perversos. De hecho, ya se han revisado a la baja las previsiones de crecimiento del PIB mundial en casi un punto porcentual, situando la previsión para el año 2008 en el 4 por 100 (17). En este caso, una caída severa en el crecimiento de la economía norteamericana, reduciendo su demanda externa, aunque reduciría su déficit por cuenta corriente, podría tener efectos devastadores en la economía mundial, sobre todo en el caso de las economías que han basado su crecimiento en una estrategia totalmente orientada a las exportaciones.

En definitiva, los diferentes escenarios que se aventuran para conocer cómo la crisis financiera afecta a la economía real dependerán claramente del tiempo en el que los agentes que participan en el mercado sean capaces de identificar qué agentes, y en qué medida, se encuentran afectados por

las pérdidas derivadas de esta crisis. En este contexto, la Reserva Federal de Estados Unidos va a jugar un papel muy relevante. Algunos autores han señalado que uno de los riesgos de la globalización financiera es que la Reserva Federal ya no tiene tanta influencia como antaño sobre el sistema, aunque sí sobre las expectativas que se generan en los mercados financieros. En este sentido, en esta crisis la Reserva Federal está acaparando un mayor poder y autonomía para intervenir en el sistema bancario, ya que si una cosa se aprendió de la Gran Depresión es que no se puede permitir que el sistema bancario quiebre.

## VI. CONCLUSIONES

Este trabajo analiza el resultado de un proceso de integración mundial de mercados que ha contribuido a mantener, e incluso a acelerar, los desequilibrios globales en una situación de crecimiento económico global robusto con inflación contenida y acompañado por un fuerte crecimiento en las economías emergentes. La consecuencia es un fuerte déficit por cuenta corriente en Estados Unidos, aparentemente insostenible en el largo plazo, en un contexto con un sistema financiero más flexible y eficiente, aunque con algunas deficiencias derivadas de un proceso de desregulación vertiginoso. Se ha realizado un esfuerzo por delimitar los factores económicos que han desembocado en esta situación, y basándose en ello se han propuesto las actuaciones que deben abordar los agentes públicos y privados de forma coordinada, para que el necesario ajuste hacia una situación más estable no se produzca de forma traumática.

A continuación, repasamos brevemente las principales conclusiones del estudio:

**1.** La globalización financiera implica beneficios (mayor disponibilidad de fondos e infraestructura financiera), pero también riesgos (mayor volatilidad y contagio).

**2.** El déficit por cuenta corriente de EE.UU. ha crecido de forma desmesurada desde 1990, situándose en 2006 en un 6,4 por 100 de su PIB.

**3.** En 2007, el crecimiento en la magnitud de los desequilibrios parece haberse parado, incluso muestra síntomas de retroceso.

**4.** Se da la paradoja de que las economías emergentes están financiando el déficit por cuenta corriente de las economías desarrolladas.

**5.** En EE.UU. se observa una tendencia decreciente en la tasa de ahorro nacional bruto, lo que aumenta el diferencial con respecto a la inversión.

**6.** En la última década, ha existido un aumento muy intenso del ahorro excedente en el resto del mundo dispuesto a cubrir el desfase de Estados Unidos (*saving glut*).

**7.** La globalización financiera ha motivado que se produzca una caída en el sesgo país.

**8.** La buena marcha de la economía de EE.UU. (productividad alta, baja volatilidad, etc.) ha consolidado una preferencia generalizada por los activos en dólares.

**9.** Los países del Este asiático han adoptado una política cambiaria tendente a limitar la apreciación de sus monedas frente al dólar, en especial, China.

**10.** La opinión más generalizada manifiesta que los desequilibrios no son sostenibles indefini-

damente con la magnitud que muestran en la actualidad.

**11.** El ajuste será suave o drástico dependiendo de que existan *shocks* que colapsen los mercados financieros o no.

En principio, el problema de liquidez que se vislumbra en los mercados financieros podría ser el desencadenante de una corrección, si no drástica, si considerable. Por tanto, habrá que esperar a ver si realmente esta falta de liquidez es lo suficientemente seria. En 2006, Calvo y Talvi escribían: «Una situación más seria surgiría si la burbuja inmobiliaria estallase, provocando una crisis financiera importante y una repentina pérdida de confianza en las instituciones financieras. En este caso, aunque el ahorro mundial pudiera incrementarse, la liquidez global del sistema podría contraerse, provocando una pronunciada subida de los tipos de interés mundiales. Esta posibilidad no se puede obviar, aunque es menos probable en los EE.UU., que dispone de mercados financieros sofisticados, lo que permite a los bancos difuminar los riesgos». Parece que las cosas ahora son un poco distintas, pero ¿cuánto?

#### NOTAS

(\*) Los autores agradecen a F. Arias y E. Gordo sus comentarios y sugerencias, y a V. M. Jiménez-López su ayuda en la obtención de datos. Este trabajo se ha beneficiado del apoyo económico de los proyectos SEJ2005-07913, SEJ2007-66520/ECON y SEJ2006-14354/ECON, financiados por el M<sup>o</sup> de Ciencia y Tecnología y FEDER.

(1) El capítulo 1 del libro de PEDROSA (2003) ofrece una discusión muy interesante sobre este tema.

(2) El flujo total de capitales en Estados Unidos ha pasado de representar el 2,58 por 100 en 1998 al 6,04 por 100 en 2006 de la producción mundial, es decir, un crecimiento del 133 por 100. Para el caso de la UE, el crecimiento ha sido del 97 por 100, en China el 110 por 100, en Filipinas 43 por 100 y en Chile 18 por 100.

(3) Los *ADR* son instrumentos financieros utilizados por empresas no americanas para poder cotizar en las bolsas de EE.UU. Su objetivo es captar fondos y prestigio. El propietario (inversor) de un *ADR* posee una participación en una empresa no americana que cotiza en los mercados de acciones de EE.UU. Este sistema permite a los inversores comprar acciones de empresas no americanas utilizando dólares, sin tener que asumir el riesgo del tipo de cambio, puesto que los *ADR* están valorados en dólares y sus dividendos también se pagan en dólares. Los *ADR* son emitidos por un banco (el primero que emitió *ADR* fue J. P. Morgan en 1927) que ejerce de depositario (*depository bank*). La cotización de los *ADR* es similar a la cotización de la(s) acción(es) que representa en el mercado del país en el que está domiciliada la empresa.

(4) Entre 1991 y 2007, las importaciones de petróleo y productos derivados de Estados Unidos han crecido a una tasa media anual del 12,3 por 100.

(5) En 1999 el déficit comercial con China representaba el 19,7 por 100 del total del déficit comercial de Estados Unidos, mientras que en 2007 esta cifra se sitúa en el 31 por 100. El déficit respecto a Japón no ha crecido en la misma proporción, es más, el peso del déficit con Japón se ha reducido respecto al total (en 1999 el déficit con este país suponía el 21,5 por 100 y en 2007 tan sólo representa el 10,3 por 100 del total de déficit comercial americano).

(6) Evidentemente, la suma de los saldos de las 143 economías emergentes y en desarrollo y las 30 economías desarrolladas debería ser cero. Pero la dificultad para homogeneizar y conseguir los datos en algunos países hace que las omisiones y errores estadísticos no sean despreciables.

(7) Dado que la balanza de pagos es un registro contable, será finalmente la variación de reservas la que compense el desajuste que persista después de sumar los saldos de las tres balanzas: por cuenta corriente, de capital y financiera.

(8) En otro orden de cosas, pero relevante para el tema que nos ocupa: recientemente se está discutiendo sobre la medición de la tasa de ahorro privada advirtiendo sobre la infravaloración de su valor, puesto que las estadísticas no consideran gastos de las familias en bienes duraderos y en educación, ni tampoco el gasto de las empresas en I+D. Por tanto, si se incluyeran estas partidas, la tasa de ahorro privado presentaría una caída mucho menos acusada.

(9) Aunque algunos autores consideran que este fenómeno contribuye en gran medida al déficit por cuenta corriente, en términos generales se puede cuestionar la relación directa entre el déficit público y el déficit por cuenta corriente porque su contribución a la tasa de ahorro nacional es pequeña en relación con el ahorro privado, y porque numerosos países que registran un superávit público no

han reducido el déficit por cuenta corriente (España es un claro ejemplo).

(10) Se mide como la cuota de los activos extranjeros en las carteras de los inversores de un cierto país. En WALTER y PUNZI (2007) se trata de cuantificar el impacto de la caída del *home bias* sobre los desequilibrios globales.

(11) CABALLERO *et al.* (2008), por el contrario, consideran que el escenario de fuerte crecimiento del DCC de Estados Unidos, la caída de tipos de interés a largo plazo y la mayor presencia de activos de este país en las carteras globales es el resultado de una nueva estructura económica mundial; por tanto, es estable.

(12) CALVO (2007) señala que no se debería poner tanta atención en el tipo de cambio del *renminbi*, ya que si se apreciara sensiblemente y se comprueba que los precios y los salarios son inflexibles a la baja, se podría originar una contracción de la economía mundial.

(13) A este respecto, es interesante la discusión que se realiza en los siguientes artículos: KRUGMAN (2008a, 2008b, 2008c) y SCHWARTZ y CRESWELL (2008).

(14) El problema de los impagos de estas hipotecas aparece en una situación con la economía americana desacelerándose, subidas en los tipos de interés y caída de precios en el sector inmobiliario. Pero el origen está en lo que ha ocurrido entre 2002 y 2006, cuando se genera una falsa apreciación de que el precio en el sector inmobiliario crecería indefinidamente, y que el riesgo de las inversiones había desaparecido gracias a la innovación financiera, lo que conduce a una política de préstamos desastrosa. Esto coincide con un sentimiento entre la clase política —Alan Greenspan y varios asesores económicos de la administración Bush— de que el mercado siempre funciona correctamente y de que cualquier tipo de regulación es siempre negativa. La situación de desregulación condujo a los bancos y a otros intermediarios financieros a crear una amplia variedad de nuevos productos financieros —productos derivados complejos, tales como CDO (*collateralized debt obligations*)— que los expertos ahora reconocen que son muy difíciles de entender y, peor aún, muy complicados de valorar.

(15) También existe un efecto directo sobre los agentes relacionados con los créditos hipotecarios en todos sus niveles (los bancos que realizaron los préstamos, los bancos de inversión que titulizaron esos activos y los compradores de estos últimos), pero, en principio, no parece demasiado preocupante porque el mercado monetario lo podría asumir.

(16) Desde que estalló la crisis de las *subprime* en agosto de 2007, los principales bancos centrales (Reserva Federal, el BCE, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional Suizo) han inyectado liquidez en agosto y diciembre de 2007, y recientemente en marzo. La última vez que el BCE inyectó liquidez fue el 12-09-2001 (*El Economista*, 11-3-2008).

<p>(17) Estados Unidos es una de las economías que más acusa la desaceleración (crecerá menos del 1,5 por 100 en 2008, frente al 2,2 por 100 en 2007), junto con el resto de las economías desarrolladas (excepto Japón). Las economías emergentes, por el momento, no han reducido sensiblemente sus previsiones de crecimiento (FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, 2008).</p> <p><b>BIBLIOGRAFÍA</b></p> <p>ALONSO, J. A. (2007), «Mercados financieros internacionales y desequilibrios globales», <i>Cuadernos de Información Económica</i>, 197: 81-88.</p> <p>BERNANKE, B. S. (2005), «The global saving glut and the U.S. current account deficit», Conferencia impartida en <i>Virginia Association of Economics</i>, el 10 de marzo de 2005, Richmond, Virginia.</p> <p>— (2007), «Global imbalances: Recent developments and prospects», conferencia impartida en el Bundesbank el 11 de septiembre de 2007, Berlín.</p> <p>BRENDER, A., y PISANI, F. (2007), <i>Global Imbalance: Is the World Economy Really at Risk?</i>, Dexia, Bélgica.</p> <p>CABALLERO, R.; FARHI, E., y GOURINCHAS, P. O. (2008), «An equilibrium model of "global imbalances" and low interest rates», <i>American Economic Review</i>, 98 (1): 358-393.</p> <p>CALVO, G. (2007), «Enseñanzas de la globalización financiera. Lo nuevo y lo falaz», <i>Cuadernos de Información Económica</i>, 200: 93-105.</p> <p>CALVO, G., y TALVI, E. (2006), «The resolution of global imbalances: Soft landing in the North, sudden stop in emerging markets?», <i>Journal of Policy Modelling</i>, 28: 605-613.</p>	<p>CED (Committee for Economic Development) (2007), <i>Reducing Risks From Global Imbalances</i>, disponible en: <a href="http://www.ced.org">www.ced.org</a>.</p> <p>CROCKETT, A. (2000), «Commentary: How should financial market regulator respond to the new challenges of global economic integration?», en <i>Global Economic Integration: Opportunities and challenges</i>: 121-128; proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyo, 24-26 de agosto.</p> <p><i>El Economista</i> (2008), «Inyección conjunta liquidez bancos centrales empuja a bolsas y arrastra euro», edición digital, 11 de marzo, <a href="http://www.economista.es">www.economista.es</a>.</p> <p>FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, M. (2008), «La economía internacional: evolución reciente y perspectivas», conferencia impartida el 31 de marzo de 2008 en la Real Sociedad Económica de Amigos del País, Las Palmas.</p> <p>FONDO MONETARIO INTERNACIONAL —FMI— (2007), «The multilateral consultation on global imbalances», <i>Issues Brief</i>, 07/03.</p> <p>— (2008), «IFM sees global imbalances narrowing, but more to be done», <i>Multilateral Consultations</i>, 19 de febrero de 2008.</p> <p>GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. (2006), «Central banks and global imbalances: Introduction to the round table», conferencia impartida el 9 de junio de 2006 en <i>Central Banks in the 21st Century</i>, organizada por el Banco de España, Madrid.</p> <p>GREENSPAN, A. (2005), «International imbalances», conferencia impartida el 2 de diciembre de 2005 en <i>Advancing Enterprise Conference</i>, Londres.</p> <p>KRUGMAN, P. (2007), «Will there be a dollar crisis?», <i>Economic Policy</i>, 22 (51): 436-467.</p>	<p>— (2008a), «Partying like it's 1929», <i>The New York Times</i>, edición digital, 21 de marzo, <a href="http://www.nytimes.com/2008/03/21/opinion/21krugman.html">http://www.nytimes.com/2008/03/21/opinion/21krugman.html</a>.</p> <p>— (2008b), «Loans and leadership», <i>The New York Times</i>, edición digital, 28 de marzo, <a href="http://www.nytimes.com/2008/03/28/opinion/28krugman.html">http://www.nytimes.com/2008/03/28/opinion/28krugman.html</a>.</p> <p>— (2008c), «Taming the beast», <i>The New York Times</i>, edición digital, 24 de marzo, <a href="http://www.nytimes.com/2008/03/24/opinion/24krugman.html">http://www.nytimes.com/2008/03/24/opinion/24krugman.html</a>.</p> <p>LANE, R., y MILES-FERRETTI, M. (2006), «Examining global imbalances», <i>Financial and Development</i>, 43 (1), FMI.</p> <p>OBSTFELD, M., y ROGOFF, K. (2005), «The unsustainable US current account revisited», <i>NBER WP</i>, 10864.</p> <p>PEDROSA, M. (2003), <i>Los mercados financieros internacionales y su globalización</i>, Ed. Thomson, Madrid.</p> <p>SCHUMKLER, S. L., y ZOIDO-LOBATÓN, P. (2001), «Financial globalization: Benefits, risks, and challenges for emerging economies, background paper for the World Bank Policy Research Report», <i>Globalization, growth and poverty</i>.</p> <p>SCHWARTZ, N. D., y CRESWELL, J. (2008), «What created this monster?», <i>The New York Times</i>, edición digital, <a href="http://www.nytimes.com/2008/03/23/business/23how.html">http://www.nytimes.com/2008/03/23/business/23how.html</a>.</p> <p>TEUNISSEN, J. J., y AKKERMAN, A. (eds.) (2006), <i>Global Imbalances and the US Debt Problem: Should Developing Countries Support the US dollar?</i>, Forum on Debt and Development (FONDAD).</p> <p>WALKER, W., y PUNZI, M. T. (2007), «Financing of global imbalances», <i>WP/07/177</i>, FMI.</p> <p>XAFA, M. (2007), «Global imbalances and financial stability», <i>WP/07/111</i>, FMI.</p>
---	---	---