

# LOS DESEQUILIBRIOS DE LA ECONOMÍA DE ESTADOS UNIDOS Y SU IMPACTO SOBRE EL MODELO DE CRECIMIENTO MUNDIAL

*Joaquín Muns\**

El fuerte descenso de ritmo de la actividad económica global en 2000-2002 ha desmitificado el paradigma de la nueva economía volviendo el interés hacia el modelo de crecimiento mundial y, dentro de éste, hacia el papel central de Estados Unidos. Durante los años noventa, y especialmente en la segunda parte del decenio, la economía estadounidense experimentó una fase de gran crecimiento, si bien en la base de este crecimiento se hallaban dos importantes desequilibrios macroeconómicos, que se han ido acentuando a medida que transcurría el tiempo. El más importante es la brecha entre el ahorro y la inversión brutos que, a su vez, se ha traducido en un fuerte déficit de la balanza por cuenta corriente, que se ha financiado con el ahorro externo. Estados Unidos ha transformado el ahorro recibido del resto del mundo en importante motor de crecimiento global. En el artículo se indica que este modelo de crecimiento global es insatisfactorio y de efectos perjudiciales a medio y largo plazo para la economía mundial y para los propios Estados Unidos. En particular, se examinan las posibles salidas del modelo y la probabilidad de que se produzca de forma brusca y traumática.

**Palabras clave:** *mercados financieros, crecimiento económico, balanza por cuenta corriente, Estados Unidos.*

**Clasificación JEL:** *F02, F32, G15, O51.*

## 1. La brecha ahorro-inversión en Estados Unidos

En los años noventa, especialmente en su segunda mitad, se produce un importante repunte de la inversión en Estados Uni-

dos que no es acompañada por el ahorro nacional (Cuadro 1). El *boom* de la inversión ha estado en gran medida relacionado con el gasto en nuevos equipos informáticos (Cuadro 2). El punto culminante de este proceso se sitúa en el año 2000, momento a partir del cual la inversión, sobre todo en equipos de comunicaciones, maquinaria y camiones, se desploma. Aunque la evolución de la inversión en Estados Unidos en los años noventa ha llevado a la opinión generalizada de que se ha producido un exceso de ésta (*overhang*), hay elementos para opinar que, excepto para unos pocos equipos concretos, se ha tratado

---

\* Catedrático de Organización Económica Internacional. Universidad de Barcelona.

El autor desea agradecer a Juan Ramón Cuadrado, Joaquín Ferrán, Montserrat Millet, José Luis Malo de Molina, Félix Varela, Manuel Varela y José Viñals, sus comentarios y sugerencias al texto original. Obviamente, sólo el autor es responsable del contenido del artículo que se publica.

**CUADRO 1**  
**EVOLUCIÓN DEL AHORRO Y LA INVERSIÓN BRUTOS EN ESTADOS UNIDOS**  
**(En % del PIB)\***

	Promedios			1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
	Años 60	Años 70	Años 80							
Ahorro bruto .....	21,0	19,7	18,5	17,0	17,3	18,1	18,8	18,4	18,4	16,5
Privado .....	17,1	18,4	19,2	17,1	16,5	16,1	15,7	14,6	14,0	13,9
Personal .....	5,7	6,8	6,7	4,1	3,5	3,0	3,4	1,9	2,0	1,7
Empresas .....	11,4	11,6	12,6	13,0	13,0	13,1	12,3	12,7	12,0	12,2
Público.....	4,0	1,3	-0,8	-0,1	0,7	1,9	3,1	3,7	4,4	2,6
Inversión bruta.....	20,7	20,4	20,5	18,7	19,1	19,9	20,6	21,0	21,1	19,0
Privada .....	15,5	16,7	16,9	15,5	15,9	16,7	17,5	17,6	17,9	15,7
Pública.....	5,2	3,7	3,6	3,2	3,2	3,2	3,1	3,3	3,2	3,3
Brecha ahorro-Inversión .....	0,3	-0,7	-2,0	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-2,6	-2,7	-2,5

NOTA:

\* Los totales pueden ser distintos de la suma de los componentes debido al redondeo.

FUENTES: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; FMI; y cálculos propios.

más bien de una puesta al día del capital productivo norteamericano (MacDonagh - Dumler, 2002<sup>1</sup>).

Mientras la inversión repuntaba, el ahorro nacional bruto lo hacía a un ritmo mucho menor, lo que ha llevado la brecha entre ambas magnitudes a un 2,7 por 100 del PIB en el año 2000 (Cuadro 1). El importante aumento del ahorro público, conseguido a partir de una política de eliminación del déficit presupuestario, se ha visto compensado por un descenso espectacular del ahorro privado, especialmente de las familias, hasta llegar a cotas de su ahorro bruto de alrededor del 2 por 100 del PIB. Por su parte, el ahorro neto privado (de las familias y empresas), pasó de un porcentaje positivo del 4,7 por 100 del PIB en 1992 a una tasa negativa del 4 por 100 del PIB en el año 2000; un cambio de tendencia de casi 9 puntos del PIB en ocho años, en el que el descenso de la tasa de ahorro de las familias ha jugado el papel principal.

El bajo nivel de ahorro de las familias americanas es un tema que siempre ha preocupado y ha despertado interés entre los expertos (Summers y Carroll, 1987; Lusardi, Skinner y Venti, 2001). El fuerte descenso de la tasa de ahorro en la segunda mitad de los años noventa ha reactivado el interés por el tema. Los estudios empíricos señalan como factores explicativos de lo ocurrido en ese período: a) el aumento de la riqueza de las familias como resultado de la evolución del precio de las acciones y de la vivienda, que constituyen dos elementos fundamentales y de importancia creciente en el balance de las economías domésticas; b) el aumento del ahorro público; c) el mayor y mejor acceso al crédito por parte de las familias; d) las mayores transferencias del programa Medicare; y e) las expectativas de baja inflación (Cerisola y Masi, 1999; Edison, 2002). El efecto riqueza es particularmente importante, ya que las familias norteamericanas la vieron aumentada en 100 puntos porcentuales de la renta disponible, equivalentes a 14 billones de dólares, en el período 1995-2000 (Cuadro 3).

Esta evolución ha tenido un marcado impacto sobre el aumento del endeudamiento de las familias, que se ha situado en alrededor del 110 por 100 de la renta disponible, y el coste de su

<sup>1</sup> El autor considera que el único exceso importante de inversión ha tenido lugar en materia de equipos informáticos, pero estima que este efecto se eliminará con rapidez teniendo en cuenta el breve período de amortización de estos equipos, que suele ser de tres años.

**CUADRO 2**  
**EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES**  
**DE LA INVERSIÓN PRIVADA EN ESTADOS UNIDOS, 1950-2001**  
**(En % del PIB)**

	1950-1964	1965-1985	1986-1994	1995-2001
Inversión bruta en activos fijos .....	14,7	15,9	14,9	16,3
No residencial .....	9,3	11,4	10,8	12,1
Equipo y <i>software</i> .....	5,7	7,3	7,5	9,1
Ordenadores .....	0,0	0,4	0,7	0,9
<i>Software</i> .....	0,0	0,3	0,9	1,5
Estructuras .....	3,6	4,1	3,3	3,0
Residencial .....	5,3	4,6	4,1	4,2

FUENTES: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; y FMI.

**CUADRO 3**  
**BALANCE DE LOS HOGARES**  
**DE ESTADOS UNIDOS**  
**(En % de la renta disponible)**

	1995	2000
Activos .....	600	700
No financieros .....	198	218
De los que: propiedades inmobiliarias.	155	176
Financieros.....	402	482
De los que: acciones .....	111	165
Pasivos.....	94	108
Neto .....	505	593
Neto (en miles de millones de dólares).....	27.391	41.418

FUENTE: Board of Governors of the Federal Reserve, *Flow of Funds Accounts*.

servicio en el 14 por 100 de ésta. La deuda por hipotecas, que explica alrededor del 65 por 100 de la deuda total de las familias, es la principal responsable del aumento de ésta en los años noventa. El crecimiento de la deuda de las familias ha sido un fenómeno generalizado en todos los países industriales y en algunos, las tasas de endeudamiento respecto a la renta disponible son parecidas a las de Estados Unidos (Alemania, Canadá, Reino Unido) o incluso superiores (Japón y Holanda)<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Para una comparación de la situación patrimonial de los hogares en Estados Unidos, la UEM y España, véase BANCO DE ESPAÑA (2000).

Existe amplio consenso en señalar que el elevado endeudamiento de las familias americanas, derivado de sus bajas tasas de ahorro, no plantea tanto un problema de solvencia como de vulnerabilidad ante una desaceleración de la coyuntura, especialmente para las familias con rentas más bajas, cuyos costes del servicio de la deuda superan el 40 por 100 de la renta disponible (De Masi y Kaufman, 2001). Desde la óptica de su impacto sobre la economía mundial, que es el que nos ocupa en este trabajo, el bajo nivel de ahorro de las familias americanas y su endeudamiento no constituyen sólo un problema doméstico norteamericano, sino también internacional a través de su impacto sobre el sector exterior del país.

## 2. El desequilibrio ahorro-inversión y su impacto en las cuentas exteriores de Estados Unidos

El desequilibrio creciente entre el ahorro y la inversión brutos que hemos analizado en el apartado anterior se ha reflejado inevitablemente<sup>3</sup> en un déficit de la balanza de pagos por cuenta

Una comparación internacional del endeudamiento de las familias puede encontrarse en DEL RIO (2002).

<sup>3</sup> Recordemos que la posición de ahorro neto de un país equivale al superávit/déficit de la balanza por cuenta corriente, excepto discrepancias estadísticas, y desde el punto de vista financiero, a la inversión exterior neta (cuenta financiera), excepto discrepancias estadísticas y donaciones de

corriente que ha ido aumentando a medida que lo hacía aquél (Cuadro 4). El crecimiento del déficit ha tenido lugar a lo largo de los años noventa, período en el que ha pasado de 4.000 millones de dólares de saldo positivo en 1991 a 410.000 millones de dólares de saldo negativo en el año 2000. Como porcentaje del PIB, la evolución indicada supone pasar de una situación de práctico equilibrio a un saldo negativo equivalente al 4,2 por 100 del PIB en el año 2000. La recesión y posterior ralentización de la economía americana a lo largo de 2001 impacta muy ligeramente sobre este déficit, que sólo desciende en 17.000 millones de dólares o un 0,3 por 100 del PIB.

El fuerte deterioro del déficit por cuenta corriente se debe a la balanza de mercancías, que pasa de un déficit de 77.000 millones de dólares en 1991 a 452.000 millones en el año 2000, para descender ligeramente a 427.000 millones en 2001. Por su parte, la balanza de servicios, que hubiera podido contrarrestar en parte el efecto negativo de la balanza de mercancías, tuvo una evolución positiva muy moderada a lo largo del decenio de 1990 y en 2001 cayó hasta el mismo saldo positivo de 1994.

La balanza de rentas de inversión presenta una evolución a la que es importante dedicar unas líneas. Teniendo en cuenta las fuertes entradas de capitales extranjeros que se produce en los Estados Unidos a lo largo de los años noventa, a la que nos referiremos seguidamente, y el deterioro de la posición inversora neta de este país (Cuadro 4), se hubiera podido esperar un empeoramiento significativo de este renglón de la balanza por cuenta corriente que todavía agravase más su saldo deficitario. Sin embargo, el saldo positivo de la balanza de rentas de inversión se ha mantenido estable y positivo en torno a los 20.000 millones de dólares a lo largo de los años noventa.

La causa de esta evolución, poco acorde con las cifras globales de inversión, hay que encontrarla en un menor rendimiento relativo de las inversiones directas extranjeras en Estados Unidos tanto respecto a las propias compañías americanas en el país (Mataloni, 2000), como respecto a las compañías americanas en el extranjero (Goldman Sachs, 2002), que es el dato más significativo a efectos de la balanza de rentas de inversión. Teniendo en cuenta el importante peso de las fusiones y adquisiciones en la inversión directa exterior en Estados Unidos en los últimos años, cabe concluir que muchas de estas inversiones tuvieron sobre todo por objetivo situarse en un mercado fuertemente expansivo más que la búsqueda del beneficio a corto plazo. El hecho de que el rendimiento de la inversión directa extranjera en Estados Unidos tenga tendencia a mejorar con el transcurso del tiempo avalaría esta hipótesis<sup>4</sup>.

La cuenta financiera de Estados Unidos muestra importantes y crecientes entradas de capital, especialmente en la segunda mitad de los años noventa, como claro reflejo del deterioro de la balanza por cuenta corriente que hemos visto. En el quinquenio 1997-2001, las entradas netas de capital privado llegan a 1,257 billones de dólares (Cuadro 4). Hasta el año 2000, las entradas brutas son importantes tanto para la inversión directa como para la inversión de cartera. En el año 2001, en cambio, la primera experimenta un descenso de más de la mitad, mientras que la inversión en cartera sigue aumentando.

Dentro de la inversión directa extranjera, en todos los países de la OCDE las fusiones y adquisiciones adquieren una gran importancia a lo largo de los años noventa. En el período 1998-2001, entraron por este concepto en Estados Unidos 913.000 millones de dólares y salieron 540.000 millones, con un saldo que es por tanto ampliamente favorable a las entradas (OCDE, 2002a).

Esta entrada masiva de capitales en Estados Unidos a lo largo de los años noventa acarrea tres consecuencias muy importan-

---

capital. Las discrepancias estadísticas se deben a diversas causas: distinto origen de los datos, errores y emisiones e inconsistencias en el tratamiento metodológico. Ha venido siendo particularmente importante la llamada «discrepancia global», que indica una diferencia entre las sumas de las balanzas por cuenta corriente de los países con superávit y déficit, que llegó al 2 por 100 del PIB mundial en 2001. Dado el peso de Estados Unidos en el déficit global por cuenta corriente, este efecto le afecta de manera especial. Véase sobre este tema FMI (2002a).

---

<sup>4</sup> En cambio, el rendimiento de las inversiones financieras de los extranjeros en Estados Unidos ha sido superior en alrededor de 0,5 puntos al de ese mismo tipo de inversiones americanas en el exterior en 1990-2000 (GOLDMAN SACHS, 2002). Este margen ha sido compensado por el mayor rendimiento de las inversiones directas americanas en el exterior (GODLEY y IZURIETA, 2002).

CUADRO 4

**BALANZA DE PAGOS Y POSICIÓN INVERSORA NETA DE ESTADOS UNIDOS, 1991-2001**  
(En miles de millones de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Balanza por cuenta corriente.....	4	-49	-83	-118	-106	-118	-128	-204	-293	-410	-393
% del PIB.....	0,1	-0,8	-1,2	-1,7	-1,4	-1,5	-1,5	-2,3	-3,2	-4,2	-3,9
Balanza comercial.....	-77	-97	-132	-166	-174	-191	-198	-247	-346	-452	-427
Exportaciones.....	414	440	457	503	575	612	678	670	684	772	719
Importaciones.....	-491	-537	-589	-669	-749	-803	-876	-917	-1.030	-1.224	-1.146
Balanza de servicios.....	46	60	64	69	78	89	90	80	84	74	69
Balanza de rentas de inversión.....	24	23	24	17	25	24	20	8	18	22	14
Cuenta financiera.....	46	96	81	130	86	137	219	64	265	409	382
Capital privado.....	20	54	11	85	-13	5	201	91	210	373	382
Inversión directa.....	-15	-28	-33	-34	-41	-5	1	36	101	129	3
Salidas.....	-38	-48	-84	-80	-99	-92	-105	-143	-189	-178	-128
Entradas.....	23	20	51	46	58	87	106	179	289	308	131
Valores mobiliarios.....	24	31	-23	54	59	118	198	65	148	252	329
Salidas.....	-46	-49	-146	-60	-123	-150	-119	-136	-128	-128	-95
Entradas.....	69	81	123	115	181	268	317	202	277	379	424
Flujos bancarios netos.....	3	37	56	100	-45	-75	8	4	-22	-32	-18
Capital no bancario.....	8	13	11	-35	14	-33	-5	-15	-17	23	68
Reservas oficiales USA.....	6	4	-1	5	-10	7	-1	-7	9	0	-5
Activos oficiales extranjeros.....	17	40	72	40	110	127	19	-20	44	38	5
Otras partidas.....	3	-2	0	0	-1	-1	0	0	3	-1	0
Discrepancias estadísticas y cuenta de capital.....	-42	-47	2	-12	20	-19	-91	140	28	1	11
Posición inversora neta a fin de año Con inversión directa en valores de mercado <sup>1</sup> .....	-269	-452	-144	-124	-343	-386	-835	-1.094	-1.053	-1.583	-2.309 <sup>P</sup>
% del PIB.....	4,5	7,1	2,2	1,8	4,6	4,9	10,0	12,5	11,3	16,1	22,9

NOTAS:

<sup>P</sup> Provisional. <sup>1</sup> Valores a partir de los índices de los mercados de valores.

FUENTES: U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; y FMI.

tes. La primera se refiere a la evolución de la posición deudora del país respecto al exterior. En el período 1991-2001, la posición inversora neta de Estados Unidos ha pasado de -269 millones de dólares, a valores de mercado<sup>5</sup>, hasta -2,309 billones de dólares en 2001, es decir, en diez años el saldo negativo se ha multiplicado más de ocho veces. La cifra de 2001 representa el

23 por 100 del PIB americano, porcentaje que puede considerarse moderado. El problema se presenta cuando se tienen en cuenta las proyecciones a base de mantener inalterada la actual dinámica de crecimiento del déficit americano por cuenta corriente, es decir el problema de su sostenibilidad, que abordaremos más adelante.

La segunda consecuencia importante es la sobrevaloración del dólar que se ha producido a lo largo de este período. De acuerdo con los cálculos de la OCDE, el tipo de cambio efectivo

<sup>5</sup> En relación con los distintos métodos de valoración de la inversión directa extranjera en Estados Unidos, véase LANDEFELD y LAWSON (1991).

del dólar se apreció en un 27 por 100 en el período 1991-2000 (OCDE, 2002b). Esta apreciación del dólar ha llevado a una tercera consecuencia, que es la pérdida de competitividad de las exportaciones americanas, cuyo nivel respecto al total mundial se ha estancado a lo largo de los años noventa, mientras que el porcentaje de las importaciones respecto al total mundial ha pasado del 15 por 100 en 1995 al 19,8 por 100 en 2000. Esta fuerte presión sobre las importaciones americanas y el rápido empeoramiento de la balanza comercial<sup>6</sup> está en la base de la agudización del neoproteccionismo en Estados Unidos y de los conflictos comerciales de este país con la Unión Europea y otras zonas del mundo.

Las entradas de capitales a que hemos hecho referencia se han traducido en participaciones crecientes extranjeras tanto en los activos financieros como en la economía productiva de Estados Unidos. En 2001, un 12,4 por 100 de las acciones de las empresas americanas, un 23,8 por 100 de la deuda de esas mismas empresas y un 41,9 por 100 de los valores del Tesoro de Estados Unidos estaban en manos extranjeras. De todos los instrumentos del mercado de activos financieros americanos, cerca de una quinta parte era propiedad de extranjeros (Cuadro 5). Es notable constatar el gran incremento de la participación extranjera en los distintos instrumentos de crédito a lo largo de la segunda mitad de los años noventa.

Por países y en base a los datos del final de 2001 (Nguyen, 2002), Japón era el principal inversor extranjero de bonos del Tesoro americano (31,9 por 100 del total en poder de extranjeros), seguido de China (7,9 por 100), Alemania (4,8 por 100) y Hong-Kong (4,8 por 100). Por lo que atañe a los bonos de empresas y de agencias controladas por el gobierno, el mayor inversor extranjero en el mismo período era el Reino Unido (49,6 por 100), seguido de Japón (9,1 por 100). Europa Occidental detentaba en su conjunto el 65,5 por 100 del total en

poder de extranjeros de este tipo de bonos. Por lo que respecta a las acciones de empresas americanas, nuevamente Europa Occidental contaba con la mayoría (el 66,2 por 100) y, dentro de esta zona, el Reino Unido se situaba en el primer lugar (25,2 por 100). Mientras Japón domina en el mercado de bonos del Tesoro, Europa Occidental lo hace en los demás mercados, en los que llega a 2/3 del total en poder de extranjeros.

Los datos referentes a la presencia extranjera en el sector productivo americano son también importantes, aunque no llegan ni de lejos a los porcentajes de propiedad de activos financieros que acabamos de reseñar. El producto bruto de las filiales de empresas extranjeras en Estados Unidos pasó de 458.000 millones de dólares en 1999 a 522.000 millones en 2000, es decir un incremento del 14 por 100 en un solo año. El peso de las filiales de propiedad extranjera en el PIB americano llegó al 7 por 100 en 2000 desde el 5,8 por 100 en 1995. El incremento es igualmente significativo si se considera el personal empleado por estas filiales, que pasó de 4,9 millones en 1995 a 6,4 millones en 2000. Los datos que vuelven a ser comparables con los financieros son los del comercio exterior. El 21,1 por 100 de las exportaciones americanas y el 30,1 por 100 de las importaciones son realizadas por filiales de empresas extranjeras (Zeile, 2002). Aunque la presencia extranjera se extiende a prácticamente todos los sectores, es particularmente importante en la industria manufacturera, que ha venido representando alrededor de la mitad del producto total generado por las filiales en manos extranjeras, con el mayor peso en los sectores químico y de material de transporte<sup>7</sup>.

La cuestión fundamental que cabe plantearse es la de la sostenibilidad de esta situación, es decir, hasta qué punto los elevados y crecientes niveles del déficit por cuenta corriente que son cubiertos por entradas de capitales del resto del mundo no generarán fuerzas económicas, tanto internas como exter-

<sup>6</sup> En el informe de consultas del FMI con Estados Unidos de 2002 (FMI, 2002c), se indica que 2/3 del empeoramiento del déficit comercial americano en 1995-2001 se debe a la fuerte apreciación del dólar. Sólo el resto tendría su explicación en otras causas.

<sup>7</sup> Se consideran «filiales» aquellas empresas en las que la propiedad extranjera es de entre el 10 por 100 y el 50 por 100 del capital. A partir del 50 por 100 se consideran totalmente de propiedad extranjera.

**CUADRO 5**  
**VALOR DE MERCADO DE LOS TÍTULOS AMERICANOS**  
**A LARGO PLAZO DE PROPIEDAD EXTRANJERA\***  
**(En miles de millones de dólares)**

	1974	1984	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<b>Acciones de empresas</b>										
Total pendiente.....	627,8	1.763,2	5.690,7	7.698,0	9.278,7	12.093,0	14.101,1	17.554,6	15.779,4	13.684,3
De propiedad extranjera.....	23,9	107,0	397,7	527,6	656,8	919,5	1.175,1	1.537,8	1.748,3	1.697,7
% propiedad extranjera .....	3,8	6,1	7,0	6,9	7,1	7,6	8,3	8,8	11,1	12,4
<b>Deuda de empresas</b>										
Total pendiente.....	174,5	671,7	2.261,7	2.548,7	2.843,1	3.179,5	3.708,2	4.156,4	4.545,4	5.189,9
De propiedad extranjera.....	4,0	90,5	311,4	369,5	453,2	537,8	660,0	820,8	1.003,9	1.234,6
% propiedad extranjera .....	1,5	13,5	13,8	14,5	15,9	16,9	17,8	19,7	22,1	23,8
<b>Valores del Tesoro negociables</b>										
Total pendiente.....	282,9	1.247,4	3.126,0	3.307,0	3.459,7	3.456,8	3.355,4	3.281,0	2.966,9	2.983,0
De propiedad extranjera.....	60,1	200,3	632,6	841,3	1.093,3	1.252,0	1.318,8	1.238,9	1.222,0	1.248,6
% propiedad extranjera .....	21,2	16,1	20,2	25,4	31,6	36,2	39,3	37,8	41,2	41,9
<b>Valores de agencias y corporaciones participadas por el gobierno</b>										
Total pendiente.....	106,1	529,4	2.199,4	2.405,0	2.634,8	2.847,6	3.320,5	3.912,2	4.344,8	4.970,9
De propiedad extranjera.....	2,8	10,1	125,1	154,8	196,3	256,5	303,4	394,6	550,3	715,5
% propiedad extranjera .....	2,6	1,9	5,7	6,4	7,5	8,7	9,1	10,1	12,7	14,4
<b>Conjunto del mercado</b>										
Total pendiente.....	1.291,3	4.211,7	13.277,8	15.958,7	18.216,3	21.576,9	24.485,2	28.904,2	27.636,5	26.828,1
De propiedad extranjera.....	90,8	407,9	1.466,8	1.893,2	2.399,6	2.955,8	3.457,3	3.992,1	4.524,5	4.896,4
% propiedad extranjera .....	7,0	9,7	11,0	11,9	13,2	13,7	14,1	13,8	16,4	18,3

NOTA:

\* Cantidades pendientes a final de año.

FUENTE: FMI (2002b).

nas, que tiendan a revertir la situación (Mann, 2002). Estos flujos se han dirigido a Estados Unidos sin problemas porque las condiciones económicas de este país en los años noventa han representado un atractivo muy superior al de las zonas de procedencia de estos capitales y al de otros destinos alternativos. Pero estas entradas masivas de capitales del resto del mundo a Estados Unidos no pueden continuar indefinidamente. En primer lugar, la propia situación económica de este país experimentará inevitablemente fases cíclicas, como se ha puesto de relieve desde 2000, que desincentivarán la entrada de capitales extranjeros. En segundo lugar, de persistir las actuales tendencias, incluso las previsiones más moderadas

de continuación del actual déficit norteamericano por cuenta corriente a niveles del 4-4 1/2 por 100 suponen situar la deuda exterior neta (pasivos exteriores netos o *foreign net liabilities*) americana cerca del 40 por 100 del PIB, desde el actual 23 por 100, en el medio plazo (2002-2007) (FMI, 2002c). Otras previsiones sitúan el déficit americano por cuenta corriente por encima del 6 por 100 del PIB en 2006 y una posición internacional deudora neta del 46 por 100 (Goldman Sachs, 2002) e incluso hasta llegar a una posición deudora del 64 por 100 del PIB en 2010 (Mann, 1999).

La mayoría de la deuda de Estados Unidos es en dólares y por lo tanto no existe un problema de solvencia; lo hay en todo

caso de coste creciente y de desvío de cantidades cada vez mayores para pagar estos cuantiosos pasivos. El «talón de Aquiles» es la vulnerabilidad de una situación de este tipo si y cuando los inversores extranjeros deciden reducir su presencia en Estados Unidos. El hecho de que la reciente fase recesiva no haya tenido una mayor incidencia en esta dirección cabe atribuirlo al hecho de que los inversores extranjeros siguen sin tener alternativas serias de rentabilidad en otros mercados y continúan estimando que la economía norteamericana está más preparada que las demás para afrontar una próxima reactivación.

Tarde o temprano, la economía americana debe pasar por una fase de ajuste de su déficit exterior. Si sobre esto existen pocas dudas, resulta más complicado vaticinar el cuándo y el cómo. Por lo dicho hasta aquí, el cuándo no puede estar lejos y la reciente depreciación —todavía modesta— del dólar indicaría que seguramente ese ajuste ya ha comenzado. El cómo ha de combinar una mayor depreciación del dólar, un aumento del ahorro doméstico en Estados Unidos y una potente reactivación de la demanda en el resto del mundo. Este proceso puede ser gradual o brusco. Algunos arguyen que la experiencia histórica, especialmente de los años ochenta, cuando Estados Unidos superó otro déficit importante por cuenta corriente (del 3 1/2 por 100 del PIB) sin repercusiones negativas para el resto del mundo ni para los propios Estados Unidos, permite esperar ahora otra fase de ajuste suave<sup>8</sup>. El problema es que desde los años ochenta, la fuerza de los mercados ha aumentado mucho, así como la interdependencia de las naciones. Por un lado, ello permite que el ajuste se demore más tiempo y, por otro, que cuando se produzca pueda ser traumático para Estados Unidos (hundimiento del dólar, subida de tipos de interés para seguir atrayendo capitales y/o contrarrestar la inflación y período largo de baja actividad) y para el resto del

mundo (deterioro del sector exterior, aumento de los tipos de interés para contrarrestarlo y descensos importantes de renta y de actividad).

La vertiente política de esta vulnerabilidad económica es la otra cara de una misma moneda. Si su instinto liberal lleva a Estados Unidos a aceptar el libre movimiento de los capitales, sus planteamientos políticos les conducen a la exigencia de un nivel de libertad de acción que puede verse puesta en tela de juicio por la importante y creciente vulnerabilidad derivada de su situación económica exterior. Aunque de momento las autoridades americanas no parecen preocupadas por el tema<sup>9</sup>, es evidente que si continúan las actuales tendencias, esta situación también pasará a ser contestada desde el punto de vista político<sup>10</sup>.

### 3. El déficit exterior americano y el crecimiento global

Como hemos visto en el apartado anterior, el déficit exterior de la balanza americana por cuenta corriente se debe al déficit de la balanza comercial. En la medida en que las importaciones superan a las exportaciones, la economía de Estados Unidos ejerce un efecto de motor sobre la economía mundial que constituye la parte más beneficiosa de ese déficit, aunque a un coste que analizaremos en el apartado siguiente y en las conclusiones.

El tamaño de la economía americana representaba el año 2000 algo más de un 20 por 100 del total mundial en términos de producto medido por las paridades de poder adquisitivo (PPP) y casi un tercio si la comparación se realizaba con tipos de cambio nominales (Cuadro 6). Estos datos reflejan una importancia glo-

<sup>8</sup> Nos referimos a ese ajuste en las conclusiones, donde se pone en tela de juicio que no tuviera un impacto negativo sobre el resto del mundo. Para un detallado estudio del déficit exterior americano en los años ochenta, véase HOOPER y MANN (1989).

<sup>9</sup> Tal como se deduce de los documentos de consultas del FMI con Estados Unidos de 2001 (FMI, 2001b) y de 2002 (FMI, 2002c), las autoridades americanas achacan el déficit exterior por cuenta corriente al problema del insuficiente crecimiento del resto del mundo. Ya hemos visto (nota 6) que esto es sólo en parte verdad y en cualquier caso no creemos que justifique el no preocuparse por el problema.

<sup>10</sup> Los intentos recientes de introducir legislación fiscal en detrimento de las empresas extranjeras en Estados Unidos es una buena muestra de que el problema ha llegado al Congreso.

GRÁFICO 1

**EVOLUCIÓN DEL PIB REAL  
EN ESTADOS UNIDOS, LA ZONA EURO  
Y EL RESTO DEL MUNDO, 1980-2000  
(En %)**



FUENTE: FMI (2001b).

bal que se ha correspondido con un alto coeficiente de correlación entre el crecimiento de Estados Unidos y el del resto del mundo, que ha llegado a situarse en el período 1980-1998 por encima de 0,8 (Gráfico 1). Este impacto se ha traducido en una aportación de Estados Unidos del 25 por 100 a la expansión mundial en 1992-2000 (FMI, 2001b) y hasta un 40 por 100 en 1995-2000 (Morgan Stanley, 2002).

El canal tradicional de transmisión de este impulso ha sido el comercial. El comercio con Estados Unidos alcanza el 15 por 100 del comercio mundial y el 5 por 100 del PIB global. En general, Estados Unidos se encuentra entre los cuatro socios comerciales más importantes para los demás países y es el mayor socio comercial en el caso de 49 países. En un interesan-

te estudio sobre el impacto del crecimiento americano sobre el resto del mundo a través únicamente del comercio, Arora y Vamvakidis llegan a dos importantes resultados. Primero, que el crecimiento de Estados Unidos y el del resto del mundo tiene un coeficiente de correlación entre 0,8 y 1,0. En el caso de los países en vías de desarrollo, el coeficiente se acerca significativamente a 1,0. Segundo, que el impacto del crecimiento que procede de fuera de Estados Unidos es, en cambio, mucho menor (0,4) y estadísticamente no significativo (Arora y Vamvakidis, 2001).

Al factor comercial se ha unido, desde mediados de los años setenta, la creciente interdependencia financiera internacional como un motor de impulso y también de transmisión de perturbaciones. Este tipo de interrelación ha sido particularmente importante entre los países industrializados. La importante inversión extranjera en Estados Unidos ha convertido a este país en factor clave en muchos aspectos de la evolución financiera de los países inversores. Esta interdependencia no sólo se ha manifestado al nivel de empresas y bancos, sino también a través de la creciente diversificación de los activos de las familias, en los que se registran importantes incrementos de la participación de los valores extranjeros (FMI, 2001a).

La interdependencia financiera también se manifiesta fuertemente en los mercados de valores. En el bienio 1999-2000, la correlación de los precios de las acciones de tecnologías de la información entre Estados Unidos y Europa era 0,85 y 0,75 para los demás valores. A los impulsos comerciales y financieros hay que sumar influencias en el campo de la política monetaria, en el que Estados Unidos juega el papel de árbitro internacional, y la cada vez más rápida transmisión de los estados de ánimo y de las expectativas tanto de los consumidores como de los inversores. Estados Unidos, con su potente y rápido sistema de indicadores de confianza, también juega un papel de generador de efectos globales en este terreno.

El análisis de los impulsos no comerciales entre la economía americana y la de los demás países adquiere una relevancia

especial en el caso de la zona euro. Tradicionalmente, y a causa del relativamente poco peso del comercio entre Estados Unidos y Europa, se venía considerando que ésta podía quedar bastante al margen de las desaceleraciones de la economía americana.

La realidad de los hechos ha demostrado un profundo y rápido impacto de la recesión/desaceleración americana de 2000-2002 sobre la economía de la zona euro. Jaeger y MacFarlan han estudiado el tema aplicando el modelo MULTIMOD del FMI y han llegado a conclusiones muy interesantes. Así, a través exclusivamente del comercio, el impacto de un descenso del PIB americano del 1 por 100 sobre el crecimiento del PIB de la zona euro sería solamente de -0,1 puntos. Si el descenso del PIB americano del 1 por 100 se debiera a la combinación de la demanda interna y un descenso importante de los mercados bursátiles, el impacto sobre la zona euro sería de -0,4 puntos. Si a ello añadiéramos un descenso del valor del dólar del 15 por 100, el descenso del PIB americano del 1 por 100 se traduciría en una bajada del producto de la zona euro de -0,7 puntos (Jaeger y MacFarlan, 2001).

Algunos datos ponen de relieve la creciente vinculación financiera entre Estados Unidos y la zona euro. Los rendimientos de la inversión directa en Estados Unidos equivalían, en 1999, al 2,3 por 100 del PIB de Holanda y entre el 0,2 por 100 y 0,3 por 100 del PIB de Francia y Alemania. Además, ya hemos indicado en el apartado anterior, el peso importante de Europa en las tenencias de acciones y obligaciones de empresas americanas, con un porcentaje que se acerca a los dos tercios del total que está en manos de extranjeros.

Estas importantes vinculaciones comerciales y financieras explican la mayor sensibilidad cíclica respecto a los movimientos de la economía dominante, la de Estados Unidos. Ello también explica la tendencia hacia la sincronización del ciclo económico a nivel global. No existe consenso sobre si la sincronización de ciclos que se ha producido en 2000-2002 es el resultado de que los elementos perturbadores han sido los mismos para las principales economías (aumento del precio del petróleo, desplome de las bolsas, ruptura de la burbuja

especulativa tecnológica) o bien se relaciona con la tendencia hacia una mayor sincronización debida a la creciente interdependencia a escala global (OCDE, 2002c y Morsink, Helbling y Tokarick, 2002). Hay indicios, sin embargo, para pensar que la sincronización de los ciclos, especialmente entre las mayores economías, tenderá a incrementarse a medida que lo hagan los factores de interdependencia subyacentes.

A lo largo de los años noventa, Estados Unidos ha sido el motor del crecimiento mundial a través de vínculos económicos cada vez mayores con el resto del mundo y de una sincronización cíclica reforzada. La recesión/desaceleración de la economía americana en 2000-2002 se ha transmitido rápidamente a nivel global sin que Europa ni Japón hayan tomado el relevo como locomotoras alternativas capaces de promover el desarrollo a escala global.

Es evidente que la Unión Europea y Japón, las dos únicas zonas capaces de tener un efecto de arrastre sobre la economía mundial comparable, por lo menos en teoría, al de Estados Unidos, han optado por dejar todo el protagonismo a la economía americana e invertir en ella. De esta manera, la dinamización y el crecimiento de estas economías ha quedado supeditado a la evolución de la economía americana y no al empuje derivado de su demanda interna. La no asunción de las responsabilidades propias en Europa y Japón ha dejado a Estados Unidos como motor único de la economía global al comenzar el siglo XXI. Como explicitaremos en las conclusiones, éste es un modelo insostenible y perjudicial.

#### **4. El déficit exterior americano, el ahorro y la asignación de recursos a nivel mundial**

Acabamos de ver cómo el déficit exterior americano actúa de motor para el crecimiento de la economía mundial, pero esta función resultaría imposible sin la afluencia de capitales exteriores hacia Estados Unidos a que nos hemos referido en el apartado segundo. En éste, los hemos considerado desde la óptica del equilibrio de la balanza de pagos de Estados Unidos. Resulta ahora importante abordar estos flujos desde el

CUADRO 6

**DÉFICIT EXTERIOR DE ESTADOS UNIDOS Y AHORRO BRUTO MUNDIAL, 1995-2000\***  
(En miles de millones de dólares corrientes)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
A. PIB mundial.....	29.120	29.861	29.728	29.527	30.593	31.374	30.995
B. PIB USA .....	7.400,5	7.813,2	8.318,4	8.781,5	9.274,3	9.824,6	10.082,2
C. B/A (%) .....	25,4	26,2	28,0	29,7	30,3	31,3	32,5
D. Ahorro bruto mundial .....	6.872	7.017	6.897	6.850	7.097	7.561	7.160
E. Ahorro bruto USA.....	1.275	1.349	1.502	1.674	1.704	1.808	1.662
F. D - E .....	5.597	5.666	5.395	5.176	5.393	5.759	5.498
G. Balanza por cuenta corriente USA.....	-106	-118	-128	-204	-293	-410	-393
H. G/F (%) .....	1,9	2,1	2,4	3,9	5,4	7,1	7,1

NOTA:

\* Tipos de cambio de mercado.

FUENTES: A y D: FMI, *World Economic Outlook*; B y E: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis; G: Cuadro 4.

punto de vista de su impacto sobre el ahorro y, más generalmente, la asignación de recursos a nivel mundial. En concreto, la pregunta a la que vamos a intentar contestar es la de cómo afecta el déficit exterior americano a la distribución del ahorro mundial.

Estados Unidos juega un papel central en la recepción y distribución de flujos financieros internacionales. Ello significa una labor de intermediación que en el período 1991-2001 se tradujo en la entrada de capitales a Estados Unidos por valor de 5,936 billones de dólares y la salida de 3,586 billones. La suma de las entradas netas de capitales a Estados Unidos registradas en la cuenta de capital de la balanza de pagos durante el mismo período alcanzó 1,915 billones de dólares (Cuadro 4)<sup>11</sup>. Por lo tanto, dentro de su labor de intermediación financiera a escala global, Estados Unidos obtiene los capitales que necesita para cubrir su déficit exterior.

Desde el punto de vista del ahorro bruto mundial, Estados Unidos absorbió, para cubrir su déficit exterior, el 7,1 por 100 del total del ahorro del resto del mundo en el bienio 2000-01

<sup>11</sup> Los diversos problemas de metodología y cobertura explican que las entradas netas de capital registradas en la balanza de pagos de Estados Unidos no coincidan con el saldo entre entradas y salidas brutas de capitales compiladas para determinar la posición inversora exterior neta del país. Véase al respecto WARNOCK y CLEAVER (2002) y la nota 3.

(Cuadro 6)<sup>12</sup>. Como puede observarse en la fila H, este porcentaje aumentó ininterrumpidamente desde el 1,9 por 100 de 1995 como consecuencia del cada vez mayor déficit exterior por cuenta corriente (fila G)<sup>13</sup>.

Si atendemos al volumen de ahorro neto mundial, entendiendo por tal el que se canaliza a través de los superávit y déficit de la balanza por cuenta corriente, la canalización de aquél hacia Estados Unidos adquiere un relieve especial. En efecto, en 2001 el déficit por cuenta corriente de este país representó el 71 por 100 del ahorro neto mundial (Gráfico 2). Este porcentaje es más del doble del correspondiente a la participación del PIB americano en la economía mundial (Cuadro 6).

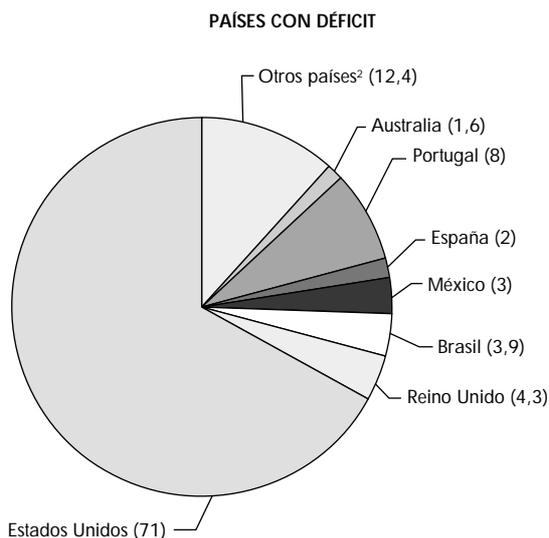
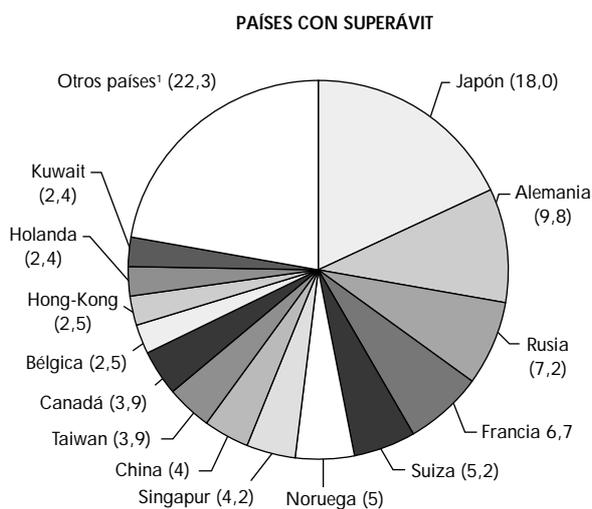
¿Cuál es el significado de esta importante absorción del ahorro mundial, especialmente el neto, por parte de Estados Unidos? Para los que opinan que los superávit y déficit de la balanza

<sup>12</sup> En FMI (2002b), página 21, el FMI estima este porcentaje en el 6 por 100 y en FMI (2001b), página 9, el porcentaje estimado se sitúa en el 7 3/4 por 100. A falta de las bases para estas estimaciones en las publicaciones en que aparecen, es imposible determinar el origen de la diferencia con nuestra estimación. En cualquier caso, estas discrepancias no son significativas dada la magnitud de las cifras de que proceden las estimaciones y la dificultad de realizar cálculos muy precisos con ellas.

<sup>13</sup> El aumento del peso del PIB americano en el total mundial que se observa en el cuadro se debe enteramente al efecto de la apreciación del dólar durante el período cubierto. En volumen, de 1994 a 2001, el PIB mundial creció el 28 por 100 y el de Estados Unidos, el 25,5 por 100.

GRÁFICO 2

**PARTICIPACIÓN DE LOS PAÍSES EN LOS DÉFICIT Y SUPERÁVIT TOTALES POR CUENTA CORRIENTE, 2001 (En %)**



NOTAS:

<sup>1</sup> Países con porcentajes inferiores al 2,4 por 100.

<sup>2</sup> Países con porcentajes inferiores al 1,6 por 100.

FUENTE: FMI (2001b).

por cuenta corriente no indican más que gestiones distintas de la economía a las que los mercados de capitales responden eficazmente, la absorción de ahorro mundial no es otra cosa que la traducción de una preferencia de los inversores por el país al que se dirige este ahorro. Desde este punto de vista, se considera que los mercados saben lo que hacen, sus actuaciones son racionales y el problema se halla en los países que crecen poco y no ofrecen estímulos suficientes al capital exterior<sup>14</sup>.

Esta opinión traduce fielmente lo que está ocurriendo de hecho en la economía mundial y, desde este punto de vista, es difícil rebatirla. Pero si ampliamos nuestra visión a los problemas globales, podemos preguntarnos si el destino actual del ahorro mundial es el más conveniente desde el punto de vista del desarrollo global. Y la respuesta no puede ser otra que negativa. De acuerdo con los esquemas históricos y teniendo en cuenta que el mayor rendimiento de los capitales ha ido en el pasado unido a las inversiones realizadas en jóvenes países en desarrollo con abundante dotación de recursos humanos y naturales, el actual esquema de movimientos de capitales se convierte en una anomalía.

Esta sólo puede explicarse desde el punto de vista del creciente predominio de la economía financiera sobre la real. El fuerte auge de los flujos de capitales y del consiguiente endeudamiento a partir de los años setenta se debe más a los desequilibrios de las balanzas de pagos que al crecimiento de los países en vías de desarrollo (Fishlow, 1985). Contrariamente a lo ocurrido en el auge de los movimientos de capitales de los últimos 30 años, antes de 1914 la inversión internacional se dirigió, en partes casi iguales, tanto a los países en desarrollo como a los desarrollados. En ese período cabía hablar de un «sistema financiero para el desarrollo». Hoy, es más adecuado referirse a un «sistema financiero para la diversificación» (Obstfeld y Taylor, 2002).

<sup>14</sup> El Secretario del Tesoro americano, Paul O'Neill, es un claro representante de este punto de vista. En su testimonio ante el Comité del Senado sobre Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos declaró, por ejemplo, lo siguiente: «Todos hemos oído el punto de vista de que esto (el déficit exterior americano) es una amenaza para el futuro económico de América y para la estabilidad financiera global. Creo que esta visión ignora las fuerzas del mercado». Y sigue su testimonio mostrando que es el mercado el que, en definitiva, tiene razón.

Esta relación entre movimientos de capitales y desarrollo del período anterior a 1914, que es el antecedente comparable a la actual fase de integración financiera mundial, suponía igualmente una fuerte vinculación entre inversión exterior y desarrollo comercial (FMI, 1997) y entre entradas de capitales y expansión de las infraestructuras (Bloomfield, 1968). Los actuales movimientos de capitales se dirigen preferentemente a los centros financieros y sólo marginalmente a los países emergentes y en vías de desarrollo. Así, por ejemplo, en el año 2001, el total de los flujos financieros brutos a los países emergentes apenas llegó a la mitad de los flujos netos que recibieron los Estados Unidos (FMI, 2002b).

La importante absorción de ahorro internacional que comporta el déficit exterior americano es posible por la actual naturaleza del sistema financiero internacional, que ha dado la espalda a la inversión para el desarrollo y se orienta en gran parte al rendimiento estrictamente financiero a corto plazo, basado en los diferenciales de tipo de interés y en las expectativas de los tipos de cambio. El sistema permite la financiación de una situación de déficit como la americana, y ésta, a su vez, refuerza el sistema al ofrecer cada vez mayores posibilidades de inversión con una combinación rendimiento/riesgo muy favorable. Por lo tanto, la existencia de un déficit exterior importante y continuado como el americano refuerza, a nuestro juicio, los defectos y carencias de un sistema financiero internacional excesivamente orientado al rendimiento financiero rápido y alejado de cualquier vocación desarrollista.

La persistencia de los desequilibrios de las balanzas por cuenta corriente no sólo incide en el mantenimiento de flujos de capitales con las características que hemos visto, sino que también tiene efectos sobre la estructura económica de los países afectados. Las naciones deficitarias, particularmente Estados Unidos, sufren una presión al alza de su moneda que incide negativamente sobre los sectores exportadores y alienta, en cambio, la demanda interior y las importaciones. El problema es el inverso en los países superavitarios, que son sobre todo los europeos, Japón, y los del Sudeste asiático. En ellos, son los sectores exportadores los que resultan más fortalecidos en detrimento de la demanda interior.

Desde este punto de vista, el modelo de crecimiento mundial actual está fortaleciendo una división de los efectos impulso sobre la asignación de recursos de carácter complementario, pero que sólo es dinámico en una dirección. Cuando la demanda interna americana impulsa el crecimiento, éste tira de las importaciones, es decir, de las exportaciones de los países superavitarios. Pero cuando la demanda americana se debilita, la de los países con superávit no reacciona porque la estructura de su crecimiento económico ha pasado a ser muy dependiente del impulso exterior a través de las exportaciones. Esta es una de las causas fundamentales, a nuestro entender, para explicar las dificultades, sobre todo de Europa, para tomar el relevo de Estados Unidos cuando su economía ha dejado de arrastrar a la del resto del mundo<sup>15</sup>.

Los desequilibrios persistentes y de magnitud importante de las balanzas de pagos por cuenta corriente a nivel global tienden, pues, a conducir a una asignación de recursos que obstaculiza el crecimiento global equilibrado y el que éste sea más continuado al poderse apoyar en varios centros de impulso del mismo que sean capaces de turnarse en la labor de arrastre del crecimiento global. De persistir el fuerte desequilibrio exterior de Estados Unidos, cabe solamente prever que estas rígidas asignaciones de recursos por grupos de países, según sigan siendo deficitarios o superavitarios, persistirán y tendrán tendencia a esclerotizarse.

## 5. Conclusiones: un modelo de crecimiento mundial insostenible y perjudicial

Los años noventa, especialmente en su segunda mitad, han sido un período muy interesante en la práctica y desde el punto de vista del análisis económico. Impulsada por la fase culminante de una verdadera revolución tecnológica, la economía norteamericana ha crecido a unos ritmos inesperados para una economía madura y con unas tasas de aumento de la pro-

<sup>15</sup> Lo mismo puede decirse de Japón, con su fuerte dependencia de las exportaciones y una demanda interna sin vigor. Pero en el caso nipón inciden otros factores de importancia que lo convierten en más complejo.

ductividad que han sido muy superiores a la tendencia histórica<sup>16</sup>. En la base de esta evolución, ha existido un importante y creciente desequilibrio entre la inversión bruta, impulsada sobre todo por los equipos de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones, y el ahorro bruto, fuertemente lastrado por un descenso ininterrumpido del ahorro de las familias americanas.

Como el desequilibrio entre inversión y ahorro se reproduce miméticamente en las cuentas exteriores, ello ha significado un creciente saldo negativo de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos hasta llegar a porcentajes del 4,2 por 100 del PIB en 2000 y del 3,9 por 100 en 2001. Para compensar este creciente déficit, Estados Unidos ha tenido que convertirse en el mayor importador de capitales del mundo con entradas netas en torno a los 400.000 millones de dólares al año en el bienio 2000-2001.

El desequilibrio exterior americano ha tenido un doble efecto sobre la economía internacional. Por una parte, ha actuado de motor del crecimiento global a través de los cada vez más potentes encadenamientos comerciales y financieros. Por otra y para financiar el desequilibrio exterior, la economía americana ha tenido que absorber porcentajes crecientes del ahorro, tanto bruto como neto, global. En otras palabras, el mundo se ha conformado o acostumbrado, según se mire, a enviar su ahorro a Estados Unidos para obtener un doble rendimiento: financiero y generador de crecimiento.

En la simplicidad de esta explicación, el modelo parece ventajoso para todos. Unos (Estados Unidos) crecen mucho y vigorizan su economía y otros (el resto del mundo, pero sobre todo los grandes países superavitarios) ganan dinero y se ven impulsados a crecer. Pero es obvio que el modelo presenta, más allá de estos beneficios para todos a corto plazo, graves problemas a medio y largo plazo.

El primero de ellos es el de su sostenibilidad. La clave para lograrla sería obviamente la posibilidad de que Estados Unidos siguiera recibiendo el financiamiento exterior necesario para mantener un déficit exterior por cuenta corriente elevado y creciente<sup>17</sup>. La hipótesis de que el país continúe viviendo indefinidamente por encima de sus medios es inviable. Lo es por razones políticas porque la primera potencia del mundo no puede aceptar tener parcelas importantes y crecientes de su economía hipotecadas por los cambios de sentimiento de los inversores extranjeros. Lo es por razones técnicas porque todos los estudios disponibles demuestran que, a medio plazo, los desajustes importantes de las balanzas de pagos por cuenta corriente tienden a reequilibrarse (Milesi-Ferretti y Razin, 1998; Freund, 2000; Bayoumi y Terrones, 2002; y Mann, 2002).

La inviabilidad del modelo por la imposibilidad de mantener indefinidamente un desequilibrio tan importante de la balanza por cuenta corriente lo convierte en inestable, y el problema se traslada a saber cómo se producirá la inevitable vuelta a una situación de equilibrio o de desequilibrio asumible, es decir con un déficit por cuenta corriente compatible con el mantenimiento, sin aumentarlo, del actual nivel de endeudamiento exterior americano<sup>18</sup>. Si se produce de manera gradual y suave, sus efectos adversos pueden ser relativamente menores, pero si ocurre bruscamente, el efecto puede ser traumático sobre el crecimiento mundial, que puede ser muy bajo en dos o tres años (FMI, 2002a).

La situación económica internacional que se vive desde 2000 hace temer que el desenlace pueda acercarse más a la segunda alternativa. Desde el punto de vista global, ni Europa ni Japón han exhibido la más mínima posibilidad de tomar el relevo de Estados Unidos como locomotora propulsora del crecimiento mundial. Además, la desaparición del superávit presupuestario

<sup>16</sup> Se ha empezado a revisar a la baja algunas cifras de la economía americana de 1995-2000, especialmente las del aumento de la productividad. Los excesos y fraudes de ese período van conociéndose gradualmente y sólo con una perspectiva temporal mayor que la actual será posible juzgar correctamente lo que realmente supuso el *boom* de ese quinquenio.

<sup>17</sup> Incluso en el supuesto de una balanza comercial estabilizada a los actuales niveles, el déficit por cuenta corriente se vería impulsado al alza por el impacto inevitable de los aumentos de pagos de la cuenta de rendimientos de la inversión, que hasta ahora se ha mantenido, como hemos visto en el apartado segundo, muy estable (GOLDMAN SACHS, 2002).

<sup>18</sup> Martin Feldstein estima que el déficit por cuenta corriente compatible con el nivel de endeudamiento del 20 por 100 del PIB algo inferior al actual es del 1,5 por 100 del PIB (FELDSTEIN, 2000).

americano amenaza con incrementar la brecha entre la inversión y el ahorro americanos que, como hemos indicado, se halla en la base de su desequilibrio exterior. En estas circunstancias, el desenlace más probable es a través de un cambio de actitud de los inversores extranjeros y un desplome del dólar (Mann, 2002). Si las zonas superavitarias expansionaran su economía y aceptaran el efecto de la depreciación del dólar, el proceso podría ser más gradual y menos traumático. Pero en la situación actual en Europa y Japón y la falta de coordinación económica entre los principales países, una salida «pactada» del actual modelo es muy improbable. Y la insistencia de los mercados en apostar por la expansión de la economía americana a cualquier precio tampoco ayuda a pensar en una solución gradual.

El actual modelo de crecimiento global es perjudicial no solamente por la capacidad perturbadora que tiene al revertir a una situación de mayor equilibrio, absolutamente inevitable, sino también por sus efectos sobre los flujos de ahorro internacional y la composición de la demanda de los países deficitarios por una parte y de los superavitarios por otra. La importante absorción de ahorro mundial que comporta un déficit por cuenta corriente como el americano agudiza la tendencia, perversa a nuestro juicio, que tienen los mercados internacionales de capitales de moverse más por estímulos de las balanzas de pagos que por objetivos desarrollistas. Por otra parte, en la medida en que los déficit persisten, los países superavitarios tienden a desatender relativamente los sectores no exportadores y Estados Unidos a confiar excesivamente en la demanda interna. Las desalaciones cambiarias, como consecuencia inevitable del modelo, refuerzan esta asignación inconveniente de recursos. A través de ella, Europa y Japón reciben constantes impulsos para mantener su filosofía mercantilista.

Si los problemas del modelo son tan importantes y obvios, ¿por qué no existe una reacción generalizada para transformarlo en un proyecto más acorde con un crecimiento global más equilibrado y sostenible? Es más, tanto el mundo de las finanzas como los gobiernos suspiran por volver a una fase de crecimiento que parezca desear sea lo más parecida posible a la de los años noventa. Salvo algunos analistas y el mundo académico, y aun con excep-

ciones, nadie parece preguntarse si ello es posible a partir de desequilibrios de la economía norteamericana que siguen siendo tan importantes y sin, aparentemente, temer la vulnerabilidad de un modelo de estas características. Y es que el *boom* de la segunda mitad de los años noventa fue excelente para todos; los consumidores gastaron como nunca; los inversores no cesaron de ampliar su base productiva; los gobiernos recaudaron ávidamente; y los comerciantes y los intermediarios financieros ganaron más dinero que nunca. ¿Quién no quiere volver a una época dorada como esa?

Sería un grave error retornar a una expansión económica como la de los años noventa sin haber superado, al menos en gran parte, los desequilibrios y disfunciones en la asignación de recursos en que se basó el crecimiento de esos años. Y lo sería porque retrasar el ajuste —necesario e inevitable como hemos subrayado repetidamente— todavía conllevaría consecuencias negativas más profundas y duraderas sobre la economía mundial, ya que los nuevos desequilibrios a superar serían mucho mayores.

Por otra parte, no cabe duda que el creciente desequilibrio exterior de la economía americana está agudizando las tendencias proteccionistas del país (agricultura, acero, etcétera), y multiplicando los conflictos comerciales con Europa, Japón y otras zonas. Este es uno de los mayores peligros a corto plazo de la actual situación y pone de relieve la incompatibilidad del crecimiento con fuerte déficit exterior de la economía americana con el crecimiento equilibrado mundial y la libertad de comercio a escala global. Esta amenaza al libre comercio mundial es una de las facetas más preocupantes del modelo que estamos analizando.

El actual equipo económico de la Administración americana no comparte en absoluto esta preocupación. Su visión de la función de los mercados financieros internacionales no conlleva ninguna valoración más allá del corto plazo. En un mundo cada vez más globalizado, opinan, los déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente no importan. Y algunos técnicos independiente —pocos, a decir verdad— les apoyan recreando el famoso «punto de vista de la minoría» de Despres, Kindleberger y Salant de los años sesenta y, como ellos, aduciendo que el déficit exterior de Estados Unidos tiene su justificación en el papel de este país como proveedor internacional de liquidez. El coro-

lario de unos y otros es que sería contraproducente para la economía mundial cortar ese déficit (Despres, Kindleberger y Salant, 1966; McKinnon, 2001; y Davidson, 2002).

La experiencia histórica descalifica rotundamente este *benign neglect* («despreocupación benigna») acerca del desequilibrio de la balanza de pagos americana y de la apreciación del dólar. El episodio de los años sesenta acabó con dos devaluaciones del dólar y el desplome del Sistema de Bretton Woods en 1971-73. El episodio de corrección del déficit norteamericano de los años ochenta «condujo a recesiones en la zona euro y Japón en 1992-93, así como a problemas que se arrastran hasta nuestros días, incluyendo el sistema bancario japonés y la industria de la construcción alemana» (Bayoumi y Terrones, 2002, página 72).

Pero sería parcial atribuir el anquilosamiento mental respecto al modelo de crecimiento de los años noventa exclusivamente a esa actitud americana. Las otras dos grandes potencias económicas, Japón y Europa, ambas superavitarias, también comparten esta responsabilidad. Ambas han abandonado cualquier voluntad política de reformar las economías a fondo, flexibilizarlas y modernizarlas para convertirlas, como es perfectamente factible por su grado de desarrollo y dotación de recursos, en motores potentes y autónomos de crecimiento y de arrastre de la economía mundial.

Estas dos áreas superavitarias —y otras como el Sudeste asiático en general— han optado por mandar sus ahorros a Estados Unidos para que allí los hagan rendir en las finanzas y en la producción real. De esta manera se obtienen rendimientos financieros y un fuerte tirón de las exportaciones que arrastra al resto de la economía. Si esto es rentable ¿por qué cambiarlo y entrar en guerras políticas para modificar las cosas?

La actitud inmovilista que hay detrás de esta pregunta es gravemente miope por dos razones. La primera porque es incapaz de percibir la caducidad de este modelo de dependencia, igual que le ocurre, como hemos visto, a la Administración americana y a los que la apoyan. La segunda, porque al enviar el ahorro a Estados Unidos, se están exportando puestos de trabajo<sup>19</sup> y,

tanto o más grave que esto, desaprovechando estos recursos para fortalecer y ampliar la propia capacidad productiva. Ni Europa ni Japón pueden permitirse este lujo. Por esto, el modelo no sólo es inviable, sino que es, sobre todo, perjudicial y potencialmente muy perturbador.

Se infiere de todo lo anterior que la asunción de responsabilidades por parte de unos y otros marca el camino para empezar a ver las cosas desde otro prisma, mucho más realista. Estados Unidos debe redimensionar la demanda para adoptarla a niveles sostenibles. Europa y Japón deben potenciar sus propias economías llevando a cabo todas las reformas precisas para ello. Sólo asumiendo estas responsabilidades, con los corolarios de políticas económicas que conllevan, será posible empezar a dismantlar el actual sistema de crecimiento mundial, quizá más fácilmente ahora que se halla paralizado desde 2000. Claro está que estas alternativas racionales están amenazadas por un desplome traumático del sistema si persiste la añoranza, enfermiza, de aquellos «felices noventa».

### Referencias bibliográficas

- [1] ARORA, V. y VAMVAKIDIS, A. (2001): «The Impact of U.S. Economic Growth on the Rest of the World: How Much Does It Matter?», *IMF Working Paper* 01/119.
- [2] BANCO DE ESPAÑA (2000): «La situación patrimonial de los hogares en Estados Unidos, la UEM y España», *Informe Anual 2000*, Madrid.
- [3] BAYOUMI, T. y TERRONES, M. (2002): «Essays on Trade and Finance», *World Economic Outlook*, septiembre.
- [4] BLOOMFIELD, A. I. (1968): «Patterns of Fluctuation in International Investment Before 1914», *Princeton Studies in International Finance*, número 21.
- [5] BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE, (2002): *Flow of Funds Accounts*, 1.º trimestre.
- [6] CERISOLA, M. y DE MASI, P. (1999): «Determinants of the U.S. Personal Savings Rate», *United States: Selected Issues*, IMF Staff Country Report número 99/101.
- [7] DAVIDSON, P. (2002): *Financial Markets, Money and the Real World*, Edward Elgar.

<sup>19</sup> El peso limitado del sector exterior comercial en las tres grandes economías y el peso relativamente menor del factor trabajo en las

exportaciones lleva a la conclusión de que la expansión del sector doméstico de la economía, especialmente a partir de los servicios, sería más creador de empleo que la actual dependencia de las exportaciones.

- [8] DE MASI, P. y KAUFMAN, M. (2001): «The Condition Of Household, Corporate, and Banking Balance Sheets», *United States: Selected Issues*, IMF Country Report número 01/149.
- [9] DEL RÍO, A. (2002): «El endeudamiento de los hogares españoles: una comparación internacional», *Boletín Económico. Banco de España*, septiembre.
- [10] DESPRES, E.; KINDLEBERGER, C. P. y SALANT, W. S. (1966): «The Dollar and World Liquidity. A Minority View», *The Economist*, 5 febrero.
- [11] EDISON, H. (2002): «Is Wealth Increasingly Driving Inflation», *World Economic Outlook*, FMI, mayo.
- [12] FELDSTEIN, M. (2000): «Aspects of Global Economic Integration: Outlook for the Future», *NBER Working Paper* número 7899, septiembre.
- [13] FISHLOW, A. (1985): «Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period», *International Organization*, verano.
- [14] FMI (1997): «Capital Flows to Emerging Markets - A Historical Perspective», *International Capital Markets, Developments, Prospects and Key Policy Issues*, noviembre.
- [15] FMI (2001a): «International Linkages: Three Perspectives», *World Economic Outlook*, octubre.
- [16] FMI (2001b): «United States: 2001 Article IV Consultation», *IMF Country Report* número 01/145, agosto.
- [17] FMI (2002a): «Essays on Trade and Development» *World Economic Outlook*, septiembre.
- [18] FMI (2002b): *Global Financial Stability Report*, septiembre.
- [19] FMI (2002c): «United States: 2002 Article IV Consultation», *IMF Country Report* número 02/166, agosto.
- [20] FMI (2002d): «United States: Selected Issues», *IMF Country Report* número 02/165, agosto.
- [21] FREUND, C. L. (2000): «Current Account Adjustment in Industrialized Countries», *International Finance Discussion Paper* número 692, Board of Governors of the Federal Reserve.
- [22] GODLEY, W. y IZURIETA, A. (2002): *Strategic Prospects and Policies for the U.S. Economy*, The Levy Economics Institute of Bard College, abril.
- [23] GOLDMAN SACHS (2002): «U.S. Balance of Payments Still Unsustainable», *Global Economics Paper* número 70, 11 de marzo.
- [24] HOOPER, P. y MANN, C. K. (1989): «The Emergence and Persistence of the U.S. External Imbalance, 1980-87», *Princeton Studies in International Finance*, número 65, octubre.
- [25] JAEGER, A. y MACFARLAN, M. (2001): «Impact of a Slowdown in U.S. Growth on the Euro-Area Economy», *United States: Selected Issues*, IMF Country Report número 01/149, agosto.
- [26] LANDEFELD, J.; STEVEN y LAWSON, A. M. (1991): «Valuation of the U.S. Net International Investment Position», *Survey of Current Business*, U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, mayo.
- [27] LUSARDI, A.; SKINNER, J. y VENTI, S. (2001): «Saving Puzzles and Saving Policies in the United States», *NBER Working Paper* número 8237.
- [28] MACDONAGH-DUMLER, C. (2002): «Evaluating the Evidence of a Capital Overhang in the U.S. Economy», *United States: Selected Issues*, IMF Country Report número 02/165.
- [29] MANN, C. (1999): *Is the U.S. Trade Deficit Sustainable?*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- [30] MANN, C. (2002): «Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability», *Journal of Economic Perspectives*, verano.
- [31] MATALONI, R. J. Jr. (2000): «An Examination of the Low Rates of Return of Foreign-Owned U.S. Companies», *Survey of Current Business*, U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, marzo.
- [32] MCKINNON, R. I. (2001): «The International Dollar Standard and the Sustainability of the U.S. Current Account Deficit», *Brookings Papers on Economic Activity*.
- [33] MILESI-FERRETTI, G. M. y RAZIN, A. (1998): «Current-Account Reversals and Currency Crises: Empirical Regularities», *NBER Working Paper* número 6620.
- [34] MORGAN STANLEY (2002): *Global Economic Forum*, 1 de abril.
- [35] MORSINK, J.; HELBLING, T. y TOKARICK, S. (2002): «Recessions and Recoveries», *World Economic Outlook*, abril.
- [36] NGUYEN, E. L. (2002): «The International Investment Position of the United States at Yearend 2001», *Survey of Current Business*, U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, julio.
- [37] OBSTFELD, M. y TAYLOR, A. M. (2002): «Globalization and Capital Markets», *NBER Working Paper* número 8846, marzo.
- [38] OCDE (2002a): «Trends and Recent Developments in Foreign Direct Investment», *OECD International Investment Perspectives*, septiembre.
- [39] OCDE (2002b): Cuadro 38, *OECD Economic Outlook*, junio.
- [40] OCDE (2002c): «Ongoing Changes in the Business Cycle», *OECD Economic Outlook*, junio.
- [41] SUMMERS, L. y CARROLL, C. (1987): «Why in U.S. National Saving So Low?», *Brookings Papers on Economic Activity*, volumen 2.
- [42] WARNOCK, F. E. y CLEAVER, C. (2002): «Financial Centers and the Geography of Capital Flows», *International Finance Discussion Paper* número 722, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- [43] ZEILE, W. J. (2002): «U.S. Affiliates of Forcing Companies. Operations in 2000», *Survey of Current Business*, U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis, agosto.

# EL SECTOR EXTERIOR



**A LA VENTA**

COMERCIO MUNDIAL Y TENDENCIAS DE POLITICA COMERCIAL

EL SECTOR EXTERIOR EN ESPAÑA

ESTRUCTURA SECTORIAL DEL COMERCIO EXTERIOR

ESTRUCTURA GEOGRAFICA DEL SECTOR EXTERIOR

COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTONOMAS

LA POLITICA COMERCIAL ESPAÑOLA

APÉNDICE ESTADISTICO

Evolución histórica. Comercio exterior por sectores. Comercio exterior por áreas geográficas y países. Comercio exterior por comunidades autónomas. Turismo. Balanza de Pagos. Comercio internacional. Competitividad

**Información y pedidos:**

Ministerio de Economía. Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo

28071 Madrid - Teléf. 91 349 36 47

E-mail: [venta.publicaciones@mineco.es](mailto:venta.publicaciones@mineco.es)

[www.revistasICE.com](http://www.revistasICE.com)