

## Los desequilibrios macroeconómicos internacionales

### Introducción

El déficit o superávit en la balanza de pagos de un país se corresponde exactamente con el déficit o superávit de su balanza financiera (incluida la variación de reservas y, más o menos, la partida de errores y omisiones) (véase la nota técnica ECONN-254, «La balanza de pagos y el endeudamiento exterior»). Esos saldos son el resultado de las decisiones de miles de agentes y del marco legal e institucional en que actúan; no tienen por qué ser necesariamente buenos o malos para el bienestar de los ciudadanos del país o de otras economías.

Un país puede tener, por ejemplo, un saldo negativo en su balanza por cuenta corriente durante muchos años sin que esto represente un problema, siempre que la acumulación de deuda exterior no resulte insostenible, perjudique al crecimiento del país o dificulte la adopción de las políticas adecuadas. En todo caso, si el déficit corriente resulta indeseable por su tamaño, origen, crecimiento o financiación, existen mecanismos automáticos que tienden a corregirlo. Por ejemplo, con tipos de cambio flexibles, un déficit por cuenta corriente aumentará la demanda de moneda extranjera y depreciará la moneda del país, corrigiendo el déficit corriente (véase la nota técnica ECONN-255, «Los tipos de cambio»)<sup>1</sup>. Con tipos de cambio fijos, la pérdida de reservas se trasladará al crecimiento de la cantidad de dinero y a los tipos de interés, reduciendo la demanda agregada y corrigiendo también el déficit corriente. En última instancia, si estos mecanismos son lentos, el país dispone de instrumentos para conseguir el objetivo deseado, desde la política monetaria hasta los controles de capitales.

---

<sup>1</sup> Otro mecanismo de ajuste funcionará a través de los tipos de interés (véase la nota técnica de Antonio Argandoña, ECONN-248, «Los tipos de interés», IESE 2012).

---

Nota técnica preparada por el Profesor Antonio Argandoña. Enero de 2012.

Copyright © 2012 IESE. Para pedir copias de este documento diríjase a IESE Publishing a través de [www.iesep.com](http://www.iesep.com), escriba a [iesep@iesep.com](mailto:iesep@iesep.com), envíe un fax al +34 932 534 343 o llame al +34 932 534 200.

No está permitida la reproducción total o parcial de este documento, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros medios.



Del mismo modo que hacen falta dos para bailar un tango, todo desequilibrio en la balanza de pagos de un país es el espejo de un desequilibrio contrario en otros países. Esto complica el análisis, porque ahora las causas pueden encontrarse en un país, en el otro o en los dos, y lo mismo ocurre con las soluciones, automáticas o discrecionales. Así pues, los desequilibrios macroeconómicos pueden ser «buenos», cuando reflejan diferentes patrones de inversión, factores demográficos, niveles de crecimiento u otras condiciones económicas, pero también pueden ser «malos», cuando reflejan distorsiones, externalidades o riesgos más o menos ocultos<sup>2</sup>.

## Los desequilibrios macroeconómicos internacionales

El Anexo 1 muestra los saldos por cuenta corriente de un conjunto de países seleccionados desde 1960, en porcentaje del producto interior bruto (PIB) mundial. Estados Unidos (y otros países no incluidos en el gráfico, como el Reino Unido, Australia, Nueva Zelanda, Grecia, Portugal y España) presenta un déficit muy alto en buena parte del periodo, mientras que China, Japón, Alemania y los productores de petróleo (junto con otros países emergentes de Asia y Latinoamérica no incluidos en el gráfico) presentan un superávit también elevado<sup>3</sup>.

Los países con déficit corriente gastan más de lo que ingresan; su ahorro es inferior a su inversión; reciben financiación del exterior; sus pasivos exteriores crecen más deprisa que sus activos; y su posición de inversión exterior neta se deteriora. Lo contrario ocurre en los países del segundo grupo (véase la nota técnica ECONN-254, «La balanza de pagos y el endeudamiento exterior»).

En la sección siguiente ofrecemos un conjunto de posibles causas de esos desequilibrios, centrándonos en dos países, representativos de todos los demás: Estados Unidos, en el lado del déficit, y China, en el del superávit.

Por último, señalar que no intentamos ofrecer una explicación coherente y unificada de los desequilibrios que aparecen en el Anexo 1, ya que nuestro objetivo es más didáctico que histórico<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Esta nota técnica supone el conocimiento de la teoría sobre la balanza de pagos y el tipo de cambio (véanse las notas técnicas de Antonio Argandoña, ECONN-254, «La balanza de pagos y el endeudamiento exterior», y ECONN-255, «Los tipos de cambio» IESE, 2012).

<sup>3</sup> La eurozona está, en conjunto, en una situación próxima al equilibrio, aunque dentro de ella hay países con superávit y otros con déficit.

<sup>4</sup> La posición relativa de los distintos países a lo largo del tiempo ha ido cambiando: Japón, por ejemplo, era el país con superávit corriente prototipo en los años noventa, pero en los últimos años ha sido China el país que ha ocupado ese lugar. Igualmente, los movimientos de capitales privados hacia Estados Unidos fueron más importantes en los años noventa, pero fueron sustituidos por los flujos financieros oficiales en la primera década del siglo XXI. En todo caso, como es habitual, no hay un acuerdo generalizado sobre ninguna de las posibles causas que se presentan aquí.

## Las causas de los desequilibrios

He aquí algunas de las causas que se han propuesto para explicar los desequilibrios internacionales:

### 1) En Estados Unidos:

- *El bajo nivel (relativo) de su ahorro.* Como puede apreciarse en el Anexo 2, son el ahorro público y de los hogares los que explican el déficit por cuenta corriente norteamericano.

Las causas del reducido *ahorro de las familias* son demográficas, así como cambios estructurales en los mercados financieros (que favorecen el crédito al consumo), los bajos tipos de interés de los instrumentos de ahorro y el crecimiento de la riqueza.

El *bajo nivel del ahorro público* se puede atribuir a la política fiscal expansiva del presidente Reagan en los años ochenta<sup>5</sup> y a los impulsos fiscales de los presidentes Bush y Obama para salir de la recesión de 2002 y de la crisis financiera de 2007 (véase el Anexo 3).

- *La política monetaria.* Los tipos de interés de la Reserva Federal se mantuvieron muy bajos durante largos periodos de tiempo, especialmente tras el pinchazo de la burbuja de las empresas punto com, y en la crisis financiera, desde 2007. Esto pudo alentar la inversión y desanimar el ahorro.
- *Las oportunidades de inversión.* Estas están basadas en la expectativa de un alto crecimiento de la productividad de Estados Unidos, al menos en comparación con otros países, por ejemplo, en la segunda mitad de los años noventa y durante la burbuja de las empresas punto com<sup>6</sup>.
- *El atractivo de Estados Unidos como destino de inversiones.* Esto no solo explicaría el aumento relativo de la inversión respecto del ahorro, sino también la llegada de capitales privados extranjeros (o sea, sería la entrada de capitales, no el déficit corriente, lo que explicaría este desequilibrio macroeconómico)<sup>7</sup>.
- *La demanda de activos financieros de bajo riesgo.* Las instituciones financieras en todo el mundo necesitan tener una parte de sus inversiones en activos de bajo riesgo, y Estados Unidos tiene ventaja comparativa en la generación de esos activos, por su denominación en la moneda de reserva (el dólar), por la solvencia, liquidez y amplitud de sus mercados financieros, por la protección del inversor que proporciona su sistema regulatorio, etc.

---

<sup>5</sup> Que dio lugar a la teoría de los «déficits gemelos» (*twin deficits*), en la que el déficit por cuenta corriente parece ser la réplica del déficit fiscal.

<sup>6</sup> Esta explicación implica que el déficit corriente norteamericano no es un desequilibrio alarmante: sus empresas se endeudan en el exterior para aprovechar las mayores oportunidades de inversión, pero ese flujo se interrumpirá en el futuro, cuando el diferencial de oportunidades desaparezca.

<sup>7</sup> Esta explicación ha perdido fuerza en los últimos años, porque los flujos de capital privado se moderan y se sustituyen por los capitales públicos (véase el Anexo 8).