

¿Es relevante el déficit por cuenta corriente estadounidense?

SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS
DEL SECTOR EXTERIOR

La economía estadounidense viene registrando continuos déficit por cuenta corriente en los últimos veinte años, que han llegado a valores del 4,5 por 100 del PIB en 2000, previéndose incluso, según la OCDE, un déficit del 4,9 por 100 para el año 2003. Esta trayectoria nos invita a reflexionar sobre el alcance y las implicaciones del déficit por cuenta corriente estadounidense, máxime si tenemos en cuenta que se trata de una economía que representa por sí sola el 25 por 100 del PIB mundial.

¿Es preocupante un desequilibrio por cuenta corriente?

Siguiendo la metodología del V Manual del FMI, el saldo conjunto de las cuentas corriente y de capital indica la capacidad o necesidad de financiación de una economía frente al resto del mundo. Por sencillez expositiva, cuando analicemos la evolución de la cuenta corriente de Estados Unidos, nos estaremos fijando, en sentido estricto, en el saldo conjunto de las cuentas corriente y de capital, y por lo tanto se tratará de estudiar la evolución de la economía estadounidense como oferente o demandante de ahorro externo.

Actualmente, existe consenso entre los economistas en calificar un déficit por cuenta corriente como preocupante siempre y cuando reúna alguna o varias de las siguientes características:

1. Que su cuantía, como porcentaje del PIB por ejemplo, ponga en entredicho la sostenibilidad del régimen cambiario elegido por las autoridades económicas.
2. Que sea indicativo de graves problemas de competitividad frente al resto del mundo.

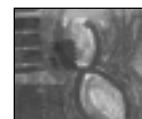
3. Que las entradas de capital sean muy volátiles y no aseguren la financiación del desequilibrio de las cuentas exteriores a corto y medio plazo.

En el caso de los países industrializados, estas variables resultan poco significativas y alejan, por lo tanto, la temida posibilidad de una crisis de balanza de pagos. Estados Unidos, Japón y la Unión Europea, las tres áreas económicas mundiales más relevantes, tienen entre sí tipos de cambio flexibles y se benefician de una elevada estabilidad de precios y de la credibilidad en sus respectivas políticas económicas, lo cual favorece las entradas estables de capitales foráneos en presencia de hipotéticos déficit exteriores.

Ahora bien, como veremos seguidamente, el déficit por cuenta corriente estadounidense ha ido aumentando progresivamente en los últimos veinte años (Gráfico 1), trasladando al resto de economías industrializadas una creciente preocupación ante la posibilidad de una brusca alteración en los flujos de capitales internacionales que modifique inesperadamente el tipo de cambio del dólar frente a las principales monedas internacionales (euro y yen), generando perturbaciones en la dinámica del crecimiento mundial.

Evolución del desequilibrio externo de la economía estadounidense

En los últimos veinte años, las cuentas exteriores de la economía estadounidense han arrojado déficit por cuenta corriente sistemáticos, salvo en 1991, año en el que EEUU registró un equilibrio por cuenta corriente. Este desequilibrio empezó a agudizarse a finales de la década de los noventa,



EN PORTADA

iniciándose el año 2000 con un déficit por cuenta corriente del 4,5 por 100 del PIB, que llegará hasta el 4,9 por 100 en 2003, según las previsiones recientes de la OCDE.

Habría que remontarse a principios del siglo veinte para encontrar unos desequilibrios por cuenta corriente de la magnitud de los actuales. Aquel período se caracterizó por unos esfuerzos de inversión en infraestructuras muy elevados, que podrían estar, al menos parcialmente, en el origen de aquéllos déficit por cuenta corriente.

Ahora bien, en la medida en que EEUU es considerado un país abundante en factor capital, y según la teoría clásica del comercio internacional, debería exportar bienes intensivos en factor capital, ¿por qué importa cada vez más ahorro externo? Dicho de otro modo, ¿por qué las necesidades de financiación de la economía estadounidense son paulatinamente crecientes, en vez de estabilizarse o incluso disminuir?

La respuesta a esta pregunta nos lleva a buscar las fuentes del desequilibrio exterior estadounidense de las últimas décadas, analizar la naturaleza de los capitales que financian tal desequilibrio y las posibilidades de que dicho desequilibrio sea sostenible a medio plazo.



EN PORTADA

Orígenes del desequilibrio por cuenta corriente estadounidense

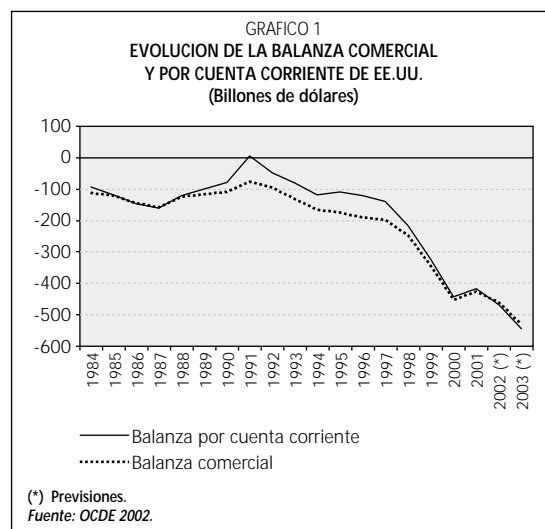
Las razones que podrían explicar el déficit por cuenta corriente estadounidense se centran, fundamentalmente, en dos argumentos:

1. El papel «estelar» del dólar en el Sistema Financiero Internacional, que hace que esta moneda sea utilizada como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor a nivel internacional.

2. El dinamismo de la economía estadounidense, sobre todo en el ciclo económico expansivo más largo conocido en los ocho años comprendidos entre 1992 y 2000, que incrementó su déficit comercial.

Veamos más detenidamente estos argumentos.

El papel del dólar en el Sistema Financiero Internacional es incuestionable. A título ilustrativo, en el año 2001 las operaciones denominadas en dólares estadounidenses representaron el 90,4



por 100 de las operaciones totales realizadas en el mercado de divisas, frente a un 37,6 por 100 para las denominadas en euros, un 22,7 por 100 para las efectuadas en yenes y un 13,2 por 100 las realizadas en libras esterlinas. Recordemos que los porcentajes especificados suman más del 100 por 100, ya que en toda operación realizada en el mercado de divisas se contabilizan las operaciones de compra y venta por separado, sumando en su totalidad un 200 por 100.

Ahora bien, ya a finales de los años cincuenta del siglo pasado, bajo el sistema de Bretton Woods, el conocido dilema de Triffin, indicaba la imposibilidad que tendría el dólar, como moneda de reserva internacional, para cumplir simultáneamente las funciones de medio de pago y activo de reserva, respetando simultáneamente la regla de convertibilidad del dólar en oro. El dilema de Triffin acabó resolviéndose priorizando las necesidades de liquidez internacionales, y consecuentemente no cumpliendo la regla de convertibilidad del dólar en oro. Ello dio lugar a crecientes déficit por cuenta corriente en la economía estadounidense, que tuvieron como contrapartida el fortalecimiento de los ingresos en concepto de señoriaje. Este binomio entre desequilibrio por cuenta corriente estadounidense y liquidez internacional, si bien con nuevas reglas de juego a partir de 1973 cuando se generaliza el sistema de tipos de cambios flexibles, parece que ha vuelto a repetirse en los últimos veinte años.

El crecimiento económico de EEUU, sobre todo durante los años comprendidos entre 1992 y



2000, fomentó la demanda de activos financieros denominados en dólares que a su vez incentivó las entradas de capital en aquel país, favoreciendo la apreciación del dólar y el consiguiente deterioro de la balanza comercial (Gráfico 1), agudizando en último término el desequilibrio por cuenta corriente.

Hasta el año 2001, las entradas de capitales foráneos, materializadas fundamentalmente en inversión directa e inversión en cartera, estuvieron estrechamente vinculadas al auge de los sectores de alta tecnología. Así, el ciclo económico expansivo que estaba viviendo EEUU y no presentaba signos aparentes de debilidad, junto con el carácter innegable del dólar como moneda de refugio, impulsaron una demanda continuada de activos financieros denominados en dólares.

A partir de 2001, esta tendencia parece haberse modificado, ya que las entradas de capitales foráneos se han realizado, mayoritariamente, por el endeudamiento del sector privado (familias y empresas no financieras, Gráfico 2), mientras que los flujos de inversión directa y sobre todo de inversión en cartera han retrocedido significativamente, si bien se trata de una tendencia generalizada a nivel internacional en dicho año. Este hecho podría explicar por qué desde 1998, las entradas netas de inversiones en Estados Unidos registran valores negativos, indicando que este país ha pasado de ser un receptor neto de flujos de capital a efectuar, en poco tiempo, unos pagos por servicio de la deuda cada vez más elevados (Gráfico 3).

Esta modificación en la naturaleza de los flujos de capital recibidos por la economía estadounidense para financiar su desequilibrio por cuenta corriente nos permite concluir que existen unas «variables clave» para evaluar la gravedad del desequilibrio de las cuentas exteriores. Se trata de indicadores que van más allá de un registro contable como puede ser el desequilibrio por cuenta corriente medido en porcentaje del PIB o en valores absolutos. En efecto, es necesario situar la economía analizada en el contexto internacional, observar el papel que desempeña su moneda en el Sistema Monetario Internacional, y la naturaleza de los flujos de capitales que está recibiendo en presencia de déficit por cuenta corriente persistentes. Recordemos, a este respecto, que no es lo mismo financiar un desequilibrio externo con inversiones directas, que tienen un carácter más permanente y menos volátil que las inversiones en cartera.

Por otro lado, en la medida en que el déficit por cuenta corriente venga motivado por un esfuerzo inversor intenso en sectores de contenido tecnológico alto que garanticen en años venideros sustanciales ganancias de productividad, el déficit por cuenta corriente no tiene la misma lectura que aquél ocasionado por una producción nacional poco competitiva en los mercados internacionales, que restrinja la capacidad futura de crecimiento económico.

Recordemos, por último, que el enfoque intertemporal de balanza de pagos, muy extendido en los últimos tiempos en la literatura espe-



EN PORTADA

cializada sobre economía abierta, insiste en que los superávits o déficits transitorios en los saldos de las cuentas corriente y de capital reflejan el proceso de optimización intertemporal de las decisiones de consumo y ahorro de los agentes tanto públicos como privados. En definitiva, el análisis intertemporal subraya la idoneidad de un diagnóstico basado en un conjunto amplio de variables que vayan más allá de una simple fotografía, en un momento determinado, para valorar la gravedad de los desequilibrios por cuenta corriente.

Los comentarios anteriores nos llevan, por lo tanto, a plantearnos la siguiente pregunta: ¿cuáles son las variables a considerar para realizar un análisis certero sobre la gravedad o no de los desequilibrios por cuenta corriente de la economía estadounidense, y por extensión, de cualquier economía desarrollada? Básicamente, podemos enumerar los siguientes:

1. Estudiar la evolución de un conjunto de ratios significativos como el déficit por cuenta corriente/PIB; el ahorro/PIB o la inversión/PIB y ver si han mostrado fuertes oscilaciones o se han mantenido estables a lo largo del tiempo.

2. Capacidad y coste económico para obtener recursos financieros en los mercados internacionales. En la medida en que los países desarrollados tienen un acceso fácil y poco costoso al ahorro externo, no les afecta en la misma medida que a las economías emergentes las variaciones en las condiciones de financiación internacional. Pueden contar, de esta forma, con un flujo de capitales externos estable para financiar posibles desequilibrios por cuenta corriente.

3. Situación patrimonial de los sectores residentes del país que registra déficit por cuenta corriente. Un endeudamiento elevado del sector privado que no pueda ser compensado por unas cuentas públicas saneadas, permite pronosticar una reconducción lenta hacia el equilibrio por cuenta corriente. No obstante, conviene enfatizar que en este caso, la gravedad del desequilibrio de las cuentas exteriores dependerá del uso interno

que haga el sector privado del ahorro externo. La canalización del ahorro externo hacia la financiación de bienes de consumo supondrá un lastre para la corrección del desequilibrio por cuenta corriente. Por el contrario, la utilización de ese ahorro externo para fomentar el consumo de bienes de capital, fomentará una economía más competitiva, que pueda ir atenuando paulatinamente, el desequilibrio comercial.

4. La evolución del precio de los activos financieros denominados en moneda nacional puede generar apreciaciones indeseadas del tipo de cambio que dificulten la corrección de los desequilibrios de las cuentas exteriores. De ahí la necesidad de valorar si los déficits comerciales y por cuenta corriente obedecen a razones más cíclicas que estructurales o viceversa.

Conclusiones: ¿es sostenible el déficit por cuenta corriente estadounidense?

Algunos trabajos sugieren que en el año 2005, el déficit por cuenta corriente estadounidense ascenderá a más del 5 por 100 del PIB. Para evitar problemas de sostenibilidad, sería prioritario que la política económica estadounidense fomentase, vía reformas estructurales, la tasa de ahorro de los hogares y el crecimiento económico a largo plazo con mejoras de productividad. Estas reformas incidirían positivamente en el crecimiento económico estadounidense y mundial, restableciendo así una trayectoria sostenible para el déficit comercial y por cuenta corriente de EEUU. Adicionalmente, la reactivación del crecimiento mundial tendría efectos de arrastre incuestionables, puesto que favorecería una mayor diversificación de las carteras de los inversores internacionales que relajaría las presiones apreciatorias sobre el dólar. El abaratamiento consecuente del precio relativo del dólar frente a otras monedas como el euro o el yen impulsaría las exportaciones de EEUU, podría desalentar sus importaciones y contribuiría a reducir el déficit por cuenta corriente.



EN PORTADA