

Los desbalances globales: una visión desde los países en desarrollo

Roberto Frenkel¹
Septiembre de 2010.

El problema de los desbalances globales (*global imbalances*) ocupa mucha atención de analistas académicos y no académicos y también de organismos internacionales, desde institutos de las Naciones Unidas hasta el FMI. La preocupación por el tema se manifiesta principalmente en los Estados Unidos, pero no exclusivamente. Por ejemplo, la cuestión mereció una sesión completa en las recientes Jornadas Monetarias y Bancarias 2010 de nuestro Banco Central. Los desbalances son motivo de gran polémica porque el espectro de diagnósticos es muy amplio. Un polo de la discusión urge medidas rápidas para corregir las tendencias recientes porque las predice insostenibles y conducentes a una crisis global. El polo opuesto cuestiona que los desbalances constituyan un problema, diagnostica que las tendencias son sostenibles por largo tiempo y hasta considera los desbalances como un aspecto necesario del orden monetario mundial presente. Entre ambos polos se registran posiciones diversas con distintos matices. En esta nota examinamos el tema procurando esbozar una visión desde los países en desarrollo.

El lado deficitario de los desbalances globales está altamente concentrado en el déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos. En 2006, cuando alcanzó su máximo histórico, ese déficit sumó 803 mil millones de dólares, equivalentes a 6% del PIB de Estados Unidos y 1.5% del producto mundial. Entre 2005 y 2008 el déficit promedió 746 mil millones de dólares, equivalentes a 5.5% del PIB de Estados Unidos y 1.4% del producto mundial. En el mismo período, el área del euro en su conjunto tuvo un resultado de cuenta corriente aproximadamente equilibrado (aunque, dentro del área, Alemania ostentó un importante superávit y el resto de países fue predominantemente deficitario), mientras que el agregado de Japón y el resto de países desarrollados tuvo superávits del orden de los 300 millones de dólares anuales. Entre 2005 y 2008 el déficit de los Estados Unidos

¹ Investigador titular de CEDES y profesor de la UBA



representó 58% de la suma de los resultados de cuenta corriente de todos los países deficitarios del mundo.

Ese panorama cambió con la crisis: el déficit de Estados Unidos se contrajo a poco más de la mitad con la recesión de 2009. Si el cambio de tendencia observado con la crisis es transitorio o permanente es un interrogante crucial en la discusión. Personalmente me inclino a pensar que la economía norteamericana continuará mostrando un déficit importante.

La tendencia y la magnitud extraordinaria que alcanzó el déficit de Estados Unidos fueron una de las novedades que trajeron los años 2000. Esta novedad parece ser una de las motivaciones de la emergencia del tema de los desbalances globales como un “problema” que requiere solución. El déficit mostró una tendencia nitidamente creciente desde 1998, luego de las crisis asiáticas. Sin embargo, no debe dejarse de lado que el país también mostraba resultados deficitarios antes. En realidad, Estados Unidos tuvo importantes déficits desde 1983, que alcanzaron un máximo en 1986, se redujeron en la segunda mitad de la década de los ochenta y emergieron nuevamente a principios de los años noventa.

Las transacciones internacionales de bienes y servicios son un sistema cerrado: si algunos tienen déficit otros deben tener superávit necesariamente. El lado superavitario de los desbalances globales ha ido cambiando en el tiempo. Hubo un cambio entre la década de los años 2000 y el pasado y hubo otro cambio significativo dentro de la última década. Antes de las crisis asiáticas el superávit que era contraparte de los déficits de Estados Unidos y otros países se concentraba en Japón y Europa. Muy pocas economías en desarrollo mostraban superávit (por ejemplo, China y Malasia). La cuenta corriente deficitaria era la modalidad de inserción internacional de la gran mayoría de las economías en desarrollo. El cambio que se produjo después de las crisis asiáticas, desde inicios de los años 2000, fue que un número significativo de economías de mercado emergente comenzó a generar superávit. Por otro lado, en el mismo período, el superávit que ya ostentaba China tomó una tendencia rápidamente creciente. Esto era verdaderamente novedoso. Por primera vez desde el comienzo de la globalización financiera el agregado de economías de mercado emergente (economías en desarrollo con integración financiera internacional) mostraba un



resultado de cuenta corriente superavitario: los capitales fluían de los países en desarrollo hacia los desarrollados. Creo que este fenómeno es otra motivación de la aparición del “problema” de los desbalances globales, junto a las inéditas magnitud y tendencia del déficit de los Estados Unidos. Algo semejante había ocurrido con la emergencia de grandes déficits norteamericanos en los años ochenta, cuando Japón se constituyó en el foco de la preocupación norteamericana. En los años 2000 el foco fue China y otras economías en desarrollo superavitarias, especialmente las del este de Asia.

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que también Alemania comenzó a generar importantes y crecientes superávits de cuenta corriente desde 2002 y que el tradicional superávit de Japón también mostró una tendencia creciente en el mismo período. De hecho, hasta 2004 inclusive, los mayores superávits de cuenta corriente del mundo correspondían a Japón y Alemania, mientras el superávit de China ocupaba el tercer lugar. Solamente a partir de 2005 el superávit de China es el mayor entre los países superavitarios, seguido por los de Japón y Alemania. Los roles de Alemania y Japón no son para nada despreciables. En 2006, el año de máximo déficit de cuenta corriente en los Estados Unidos, los superávits de los tres países mencionados fueron (en miles de millones de dólares): China, 253.3; Alemania, 190.2 y Japón, 170.4. Otros países en desarrollo y exportadores de petróleo tienen individualmente superávits de menor magnitud, pero agregados suman una cifra importante.

La preocupación por una tendencia creciente del déficit en los Estados Unidos (si se repone en el futuro) puede ser justificable y merece sin duda ser discutida. Particularmente porque un episodio crítico causado por un ajuste abrupto de ese déficit tendría efectos negativos globales. Merece discutirse si los desbalances globales constituyen o no un problema, pero los datos expuestos indican que es injustificado el foco casi exclusivo en el superávit de China y otras economías de mercado emergente que algunos ponen en la discusión, atribuyendo ese superávit (y consiguientemente el déficit norteamericano) a distorsiones en los países de mercado emergente provocadas por sus políticas cambiarias y comerciales.

Los datos expuestos muestran lo esencial del “problema”. Entre los que reclaman una solución urgente para revertir tendencias que consideran insostenibles hay muchos, principalmente en los Estados Unidos, que sostienen



que los desbalances globales jugaron un rol principal en la gestación de la crisis reciente. No tenemos lugar aquí para presentar en detalle sus argumentos, pero podemos decir que no resultan muy convincentes en el plano académico. En este plano el consenso ubica como principal factor de la crisis la gran fragilidad financiera alcanzada por el sistema globalizado con centro en los Estados Unidos, en conjunción con el desplome de la burbuja inmobiliaria a partir de 2006. De hecho, la crisis financiera afectó más a países desarrollados con alto superávit pero gran exposición a activos en los Estados Unidos, como Alemania, que a otros países desarrollados con déficit de cuenta corriente pero con menor exposición al riesgo norteamericano. Con respecto a la relación entre la crisis y los desbalances globales, el consenso académico reconoce que ambos pueden tener una raíz común en la bajísima tasa de ahorro que exhibía la economía norteamericana antes de la crisis, pero descarta el alto déficit de cuenta corriente como causa.

Quienes preveían una crisis causada por el déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos razonaban por analogía con las crisis experimentadas por las economías de mercado emergente deficitarias. Frente a la tendencia creciente del déficit preveían una brusca reducción de la confianza en los activos norteamericanos, que incluiría los títulos de la deuda pública, y la consiguiente liquidación rápida de dólares y activos denominados en dólares. Esto provocaría una abruta depreciación del dólar, cuyos efectos inflacionarios inducirían a la Reserva Federal a elevar significativamente las tasas de interés, lo que empujaría a Estados Unidos y el resto del mundo a la recesión.

Ocurrió una crisis, pero no fue la prevista por los que ponían el foco en los desbalances globales. De hecho, ocurrió lo opuesto a lo que se preveía: hubo una “fuga a la calidad” que produjo la apreciación del dólar y los bonos del Tesoro.

Los intereses nacionales juegan indudablemente un papel significativo en la formulación de los distintos diagnósticos. Pero éstos también arrastran preconcepciones. La cuestión crucial es la sostenibilidad de déficits de cuenta corriente importantes en un número de países desarrollados, singularmente en los Estados Unidos. Colocamos la cuestión en la sostenibilidad de los déficits en países desarrollados porque los déficits en los países en desarrollo no ameritan mucha discusión adicional. La experiencia de cuatro décadas de globalización ha



mostrado claramente que déficits de cuenta corriente importantes resultaron insostenibles en los países en desarrollo. Lo que está realmente en discusión es la sostenibilidad de déficits en Estados Unidos y otras economías avanzadas.

Que una tendencia sea sostenible no significa que sea permanente. La permanencia es un concepto de los economistas referido a un período infinito abstracto. En cambio, la sostenibilidad es una conjetura referida a un período más o menos prolongado pero previsible con los datos y conocimientos con que se cuenta actualmente, que no se suponen eternos. Una tendencia es sostenible si, en su previsión con los datos y parámetros conocidos en la actualidad, no se prevén procesos que tiendan espontáneamente a revertirla. Aseverar que un país no puede tener déficit de cuenta corriente *permanentemente* es una verdad de Perogrullo, como veremos enseguida. Distinto es aseverar que Estados Unidos y otras economías desarrolladas pueden sostener déficits de cuenta corriente por un período prolongado sin que eso inhiba o deteriore el funcionamiento normal de esas economías y las del resto del mundo.

El resultado de la cuenta corriente de un país en cierto período es necesariamente igual al aumento (en el caso de superávit) o la disminución (en el caso de déficit) de los activos netos, reales o financieros, poseídos por los residentes de ese país en el resto del mundo. Si en un período el país X tiene superávit en sus transacciones con el país Y (el país Y tiene déficit con el país X), al fin del período los residentes de X poseerán necesariamente más activos en el país Y (papeles de deuda de residentes de Y o capital en el país Y). En principio, no hay razón para que esta situación no se repita período a período, mientras los residentes de X acepten los activos de Y como pago por su superávit.

El resultado de la cuenta corriente no es el desequilibrio en un mercado, esto es, un exceso de demanda que el movimiento de un precio tienda espontáneamente a cerrar. Un resultado nulo de la cuenta corriente suele denominarse "equilibrado" (esto es probablemente un residuo arqueológico del período de escaso movimiento internacional de capitales), pero un resultado no nulo no es un "desequilibrio" en el sentido mencionado arriba: no pone automáticamente en marcha un mecanismo "corrector". El balance en cuenta corriente arroja un resultado que tiene como contrapartida necesaria los



movimientos netos de capital (la generación de deudas o la transferencia de propiedad de activos) que cancelan las transacciones corrientes de bienes y servicios. En un contexto de libre movilidad de capitales como el que rige actualmente en la mayor parte de la economía mundial, particularmente entre los países que son parte de la globalización financiera, no hay razón lógica por la que un país desarrollado, particularmente los Estados Unidos, no pueda sostener un déficit de cuenta corriente por un período prolongado, mientras los países superavitarios acepten sus activos como pago por sus superávits corrientes.

Claro está que si la situación superavitaria del país X con respecto al país Y se prolongara por suficiente tiempo, todo el capital del país Y sería posesión de los residentes del país X. Aún así, los residentes de Y podrían intentar pagar su déficit de cuenta corriente con la emisión de más deuda, pero ésta difícilmente sería aceptada por los residentes de X, ya que los residentes de Y no contarían con capital propio. Esta es la razón por la cual la aseveración de que un país no puede tener *permanentemente* déficit de cuenta corriente es una verdad de Perogrullo. Pero no estamos hablando de déficits permanentes sino de déficits sostenibles.

Una fuente de los preconceptos que afectan la discusión de los desbalances globales es que en algunos diagnósticos superviven atributos de los sistemas monetarios y financieros internacionales experimentados en el pasado que ya no tienen existencia. El sistema monetario y financiero internacional actual tiene atributos históricamente novedosos cuyas diferencias con los que rigieron en el pasado no tiene suficiente reconocimiento en algunos diagnósticos. Algunos de ellos, por ejemplo, no toman suficientemente en cuenta el carácter global que adquirió la propiedad del capital y tienden a percibir los desbalances globales como desequilibrios. Como mencionamos arriba, esta perspectiva proyecta al contexto actual una visión de los balances de pagos propia del período regido por el acuerdo de Bretton Woods, cuando los movimientos internacionales de capital eran poco significativos.

Tampoco sirve de referencia válida la experiencia histórica previa de globalización financiera, la que tuvo lugar entre 1870 y la primera guerra mundial, cuyo sistema monetario estaba basado en el patrón oro. Gran Bretaña jugaba entonces en el sistema un rol central semejante al que desempeña actualmente



Estados Unidos, pero la moneda internacional era el oro y no la libra esterlina. En este sentido, Gran Bretaña no gozaba del “exorbitante privilegio” del que goza Estados Unidos actualmente. Como en otros países, déficits en cuenta corriente importantes en Gran Bretaña por un período prolongado podían afectar sus reservas de oro. Entonces Gran Bretaña, como el resto de los países participantes del sistema, debía elevar su tasa de interés para atraer capitales y defender la paridad cambiaria. El aumento de las tasas de interés tenía efectos recesivos que reducían las importaciones y tendían a ajustar el déficit de cuenta corriente.

La característica más novedosa del sistema monetario y financiero internacional actual es que constituye la primera experiencia histórica de globalización financiera basada exclusivamente en monedas fiduciarias y, además, con tipos de cambio flotantes. El dólar se constituyó en la moneda internacional en el período de vigencia del acuerdo de Bretton Woods y sobrevivió como tal a la caída del acuerdo y la flotación de las monedas de los países desarrollados. Desde ese momento el sistema monetario y financiero internacional opera con una gran predominancia del dólar. Esa predominancia resultó fortificada recientemente por las dificultades que enfrentó este año la zona del euro en el tratamiento de las deudas públicas de los países que la integran.

Hemos sugerido en otro artículo que la supremacía del dólar como moneda internacional puede en parte explicarse porque el dólar es una moneda nacional que cuenta con un prestamista de última instancia de máxima credibilidad. Pero, cualquiera sea la razón que hace del dólar la moneda global por excelencia, esto otorga atributos singulares al balance de pagos de los Estados Unidos. En primer lugar, a través de su déficit de balance de pagos Estados Unidos provee a la economía mundial de la liquidez imprescindible para su expansión. En segundo lugar, el país tiene, en principio, una posibilidad ilimitada de generar activos en moneda internacional cuya transferencia a no residentes sirva de contraparte de sus déficits de cuenta corriente. Consecuentemente, la cuestión de la sostenibilidad de los déficits en los Estados Unidos se centra en la aceptabilidad de la moneda norteamericana y los activos de ese país por parte de los residentes en el resto del mundo durante un período más o menos prolongado.



Sin embargo, también debe tenerse en cuenta un elemento que está fuera del plano estrictamente económico: la aceptabilidad por parte de la elite política de Estados Unidos de la creciente internacionalización de la propiedad del capital en ese país que supondría la persistencia de los déficits de cuenta corriente. En los años setenta y ochenta del siglo pasado los capitales de origen japonés enfrentaron resistencia política, pero esta se diluyó más adelante. Desde los años noventa no se percibieron dificultades con relación a los capitales de Japón, Alemania, Arabia Saudita y otros países petroleros. Actualmente la resistencia es evidente en el caso de China, pero en éste el nacionalismo norteamericano está probablemente más asociado con el capital de propiedad estatal y la naturaleza del régimen político chino que con los negocios. Los capitales de otros países en desarrollo no han enfrentado resistencias políticas y, en principio, no deberían enfrentarlas en el futuro.

La visión de los desbalances globales desde la perspectiva de los países en desarrollo se resume en lo siguiente: un período de déficit de cuenta corriente más o menos prolongado en Estados Unidos y otras economías avanzadas es necesario para que los países en desarrollo sostengan un período equivalente de crecimiento rápido, que de lugar al aumento continuado de los ingresos per capita y a la diversificación de sus economías.

Esta visión es la conclusión sistémica de las lecciones sobre desarrollo más robustas aprendidas en las últimas décadas. Es evidencia robusta, por ejemplo, que entre 1970 y comienzos de los años 2000, las tasas de crecimiento de las economías en desarrollo tuvieron significativa correlación positiva con los resultados de la cuenta corriente: crecieron más los países con mayor superávit o menor déficit. En esas tres décadas (la primera fase del período de globalización financiera) también es robusta la evidencia sobre la insostenibilidad de déficits significativos de cuenta corriente en las economías en desarrollo: la sucesión de crisis externas, acelerada en la segunda mitad de los años noventa, ilustró llamativamente este punto. La experiencia de la última década reforzó las lecciones provistas por la historia previa. En la década de los años 2000, antes de la crisis subprime, la tasa de crecimiento del conjunto de economías en desarrollo se aceleró y, por primera vez desde los años setenta del siglo pasado, se despegó significativamente de la tasa de crecimiento de las economías avanzadas. Esta



aceleración del crecimiento estuvo asociada con la generación de superávits en cuenta corriente en un número importantes de economías de mercado emergente. Más adelante, los impactos recesivos de la crisis también discriminaron positivamente a las economías en desarrollo superavitarias. En el año 2009 la contracción del producto en las economías en desarrollo mostró correlación significativa con los resultados de cuenta corriente exhibidos en el período 2005-07: la contracción fue menor (o se observó una tasa positiva de crecimiento) en las economías que habían experimentado mayor superávit o menor déficit hasta 2007. La mencionada evidencia estadística comparativa internacional se suma a los conocimientos derivados de las historias económicas de muchas economías en desarrollo. El caso argentino es paradigmático en este aspecto.

Los economistas no somos sabios en materia de políticas de desarrollo, pero sabemos con bastante certeza que contextos y políticas favorables al crecimiento, en muchos casos asociadas con la preservación de tipos de cambio competitivos y la acumulación de reservas, son concomitantes con la generación de superávits de cuenta corriente. Sabemos también que no son sostenibles procesos que generan déficits de cuenta corriente persistentes. Consecuente, las recomendaciones nacionales de políticas macroeconómicas favorables al crecimiento apuntan a la generación de cuentas corrientes superavitarias en cada una de las economías en desarrollo. Me gustó como colocó la cuestión Jan Kregel al final de su presentación en las recientes Jornadas del BCRA. Dijo más o menos lo siguiente: “si les recomiendan déficits de cuenta corriente les están diciendo que continúen subdesarrollados”. La generalización de estas políticas al conjunto de economías en desarrollo implica necesariamente que los países avanzados deben ser deficitarios.

Ciertamente, debe reconocerse que los países en desarrollo no han aplicado las políticas que tienden a generar superávit de cuenta corriente simultáneamente y no parece que esto ocurra en el futuro cercano, de modo que las mencionadas recomendaciones de política en cada uno de los países en desarrollo no pueden ser acusadas de inconsistencia global, aunque se perciba a los desbalances globales como un problema. Un país pequeño en términos internacionales no tiene razón para preocuparse por las repercusiones internacionales de sus políticas. Sin embargo, si se valora el debate internacional y las posibilidades de mejorar las



instituciones internacionales para hacerlas más favorables al desarrollo debe atenderse la cuestión de la consistencia global de las políticas de desarrollo y lidiar desde esta perspectiva en el tema de los desbalances globales.

Como enseñó Keynes, las ideas económicas son muy importantes. A veces, como ocurrió con la debacle del acuerdo de Bretton Woods, se adoptan malas decisiones porque la política está orientada por ideas económicas erróneas. La cuestión de los desbalances globales merece discutirse porque cuanto más se extienda la creencia en la sostenibilidad de los déficits de Estados Unidos y otras economías avanzadas, más favorables al desarrollo serán las instituciones internacionales.