

El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos en el actual marco de turbulencias en los mercados financieros internacionales

Jesús Paúl Gutiérrez*

El elevado y persistente déficit por cuenta corriente de Estados Unidos ha sido considerado durante años un factor de riesgo que podía poner en peligro el crecimiento económico global y la estabilidad de los mercados financieros internacionales. Sin embargo, el freno brusco e intenso a la actividad económica en Estados Unidos se ha producido, pero no como consecuencia de los desequilibrios exteriores, sino derivado de la crisis hipotecaria subprime. No obstante, los riesgos derivados de los desequilibrios globales siguen estando presentes, pero ahora en un contexto distinto de incertidumbres y problemas de confianza en los mercados financieros internacionales.

Palabras clave: balanza por cuenta corriente, sostenibilidad, déficit, FMI, mercados financieros.

Códigos JEL: E61, F32, F41.

1. Introducción

El pasado mes de julio de 2007 el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisaba al alza las previsiones de crecimiento mundial para 2007 y 2008, situándolas en el 5,2 por 100. Todo parecía apuntar que la economía mundial seguiría atravesando una de las fases más brillantes registradas en las cuatro últimas décadas, con un crecimiento de la producción en niveles históricos, unas moderadas tensiones inflacionistas, unos bajos tipos de in-

terés a pesar de su tendencia alcista, importantes aumentos en los beneficios empresariales y abundantes procesos de fusiones y adquisiciones empresariales que llevaban a las bolsas internacionales a niveles históricos.

Aunque los indicadores disponibles ya mostraban una desaceleración de la actividad económica de Estados Unidos mayor a la inicialmente considerada, las previsiones apuntaban un suave ajuste en 2007 y una recuperación en 2008, con un crecimiento anual del Producto Interior Bruto (PIB) para el presente año del 2,8 por 100.

En un escenario económico internacional tan favorable seguían existiendo ries-

* Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad San Pablo-CEU.



COLABORACIONES

gos al crecimiento económico global, entre los que destacaba el elevado y persistente desequilibrio por cuenta corriente de Estados Unidos y su contrapartida, los elevados superávits asiáticos y de los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), es decir, lo que habitualmente se ha denominado los desequilibrios globales.

No obstante, la consideración del déficit de Estados Unidos como un riesgo al crecimiento no era una novedad, sino más bien todo lo contrario. Desde que se iniciara el nuevo milenio el déficit externo norteamericano había estado en el centro del debate de los economistas académicos y de las autoridades económicas. Para muchos de ellos un desequilibrio en cuenta corriente de la cuantía y persistencia del registrado por Estados Unidos, y las consiguientes necesidades de ahorro externo que generaba, era insostenible, por lo que antes o después pondría en peligro la larga fase de expansión que registraba la economía estadounidense y el conjunto de la economía mundial, a la vez que produciría importantes efectos desestabilizadores en los mercados financieros internacionales.

En el anterior marco el FMI auspiciaba la adopción de políticas económicas dirigidas a un doble objetivo: conseguir la consolidación de la larga fase de elevado crecimiento económico y a la vez la reducción de los desequilibrios globales. Sin embargo, los escasos logros alcanzados en la reducción de los déficit externos no eran penalizados por los mercados financieros internacionales, que seguían disponiendo de abundante liquidez a reducidos tipos de interés, a la vez que desarrollaban nuevos instrumentos financieros de elevado riesgo.

Esta situación tan brillante del contexto económico internacional se ha tornado mucho más oscura en muy pocos meses, habiendo tenido como detonante el au-

mento de la tasa de morosidad del crédito hipotecario *subprime* en Estados Unidos y las posteriores consecuencias que esto ha tenido en el conjunto de los mercados financieros. De manera que en un plazo muy breve de tiempo hemos pasado de las citadas revisiones al alza en las previsiones de crecimiento, a importantes revisiones a la baja, reflejo de claros síntomas de desaceleración en la actividad económica, en especial, en Estados Unidos (1).

Por tanto, el freno brusco e intenso al crecimiento económico mundial parece haber llegado, pero no como consecuencia de problemas directamente derivados del desequilibrio exterior de Estados Unidos, sino derivado de la crisis *subprime*. Ahora bien, el riesgo derivado de los elevados desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente sigue estando presente, pero ahora en un contexto distinto de incertidumbres y problemas de confianza en los mercados financieros internacionales.

En el presente artículo, en primer lugar, se analiza la dimensión del déficit por cuenta corriente; posteriormente se estudian las causas del déficit y los riesgos que de él se derivan, para finalizar con el análisis de su evolución reciente y sus previsiones en el actual contexto de turbulencias en los mercados financieros.

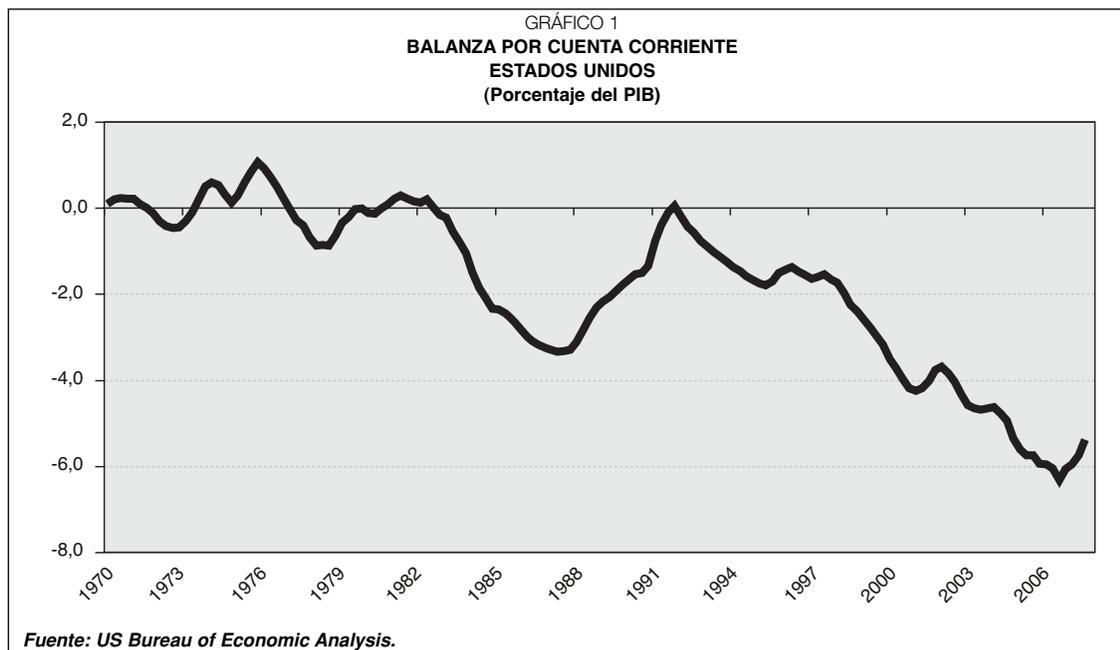
2. La dimensión del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos

El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos ha aumentado de forma prácticamente continuada desde 1991, úl-

(1) Así el FMI en julio de 2007 preveía un crecimiento de Estados Unidos para 2008 del 2,8 por 100 y seis meses más tarde esta previsión se ha rebajado hasta el 1,5 por 100, finalizando el año en tan solo el 0,8 por 100.



COLABORACIONES



timo año en el que la economía norteamericana tuvo un equilibrio en sus cuentas externas. Pero fue a partir de 1997 cuando se produjo un rápido aumento en las necesidades de financiación, hasta el punto de que durante los cuatro últimos años la cuantía de éstas se ha situado en torno al 6 por 100 del PIB.

La existencia de un déficit por cuenta corriente no es algo nuevo en la economía norteamericana, sino que por el contrario ha sido su tónica habitual desde inicios de la década de los ochenta (2). Sin embargo, en la década de los ochenta tan sólo en 1987 el déficit por cuenta corriente superó ligeramente el 3 por 100 del PIB y en el conjunto de la década el déficit medio fue del 1,7 por 100 del PIB.

Pero el actual nivel y persistencia del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos no sólo no se ha registrado en el pasado en la economía norteamericana, sino que tampoco es habitual en el marco

de los países desarrollados (3). De hecho, tal y como se puede comprobar en el Cuadro 1, tan sólo Australia, Nueva Zelanda, Grecia, Portugal y España han registrado períodos prolongados de elevados déficit por cuenta corriente.

Pero si ya por sí sólo el nivel del déficit por cuenta corriente en términos de PIB nominal nos muestra la existencia de un grave desequilibrio exterior en la economía norteamericana, la importancia de este desequilibrio se acrecienta cuando tomamos en consideración el escaso grado de apertura de la economía norteamericana, por otro lado, propio de un país de gran tamaño como Estados Unidos. Así, un déficit del 6 por 100 del PIB para un país como Dinamarca, cuyas exportaciones se elevan al 40 por 100 del PIB, representa un desequilibrio exterior claramente inferior al que un déficit de la misma cuantía supone para Estados Unidos, en el que sus exportaciones re-

(2) De hecho, en el período 1980-2007 tan sólo en los años 1980, 1981 y 1991 la balanza por cuenta corriente registró un ligero superávit.

(3) Otra cosa distinta es en los países en desarrollo donde elevadas entradas de inversión extranjera directa permiten en ocasiones el mantenimiento de elevados y prolongados déficit por cuenta corriente.



COLABORACIONES

CUADRO 1
ELEVADOS DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE
(> 5 por 100 del PIB)

Australia	(1985-1986) (1989-1990) (1995) (1999) (2003-2007)
Austria	
Bélgica	
Canadá	
Dinamarca	(1986)
Finlandia	(1989-1991)
Francia	
Alemania	
Grecia	(1981) (1984-1985) (1999-2007)
Irlanda	(1980-1984)
Italia	
Japón	
Holanda	
Nueva Zelanda	(1982)(1984-1987)(1996-1997) (1999-2000) (2004-2007)
Noruega	
Portugal	(1981-1983) (1997-2007)
España	(2004-2007)
Suecia	
Suiza	
Reino Unido	(1989)
Estados Unidos	(2004-2007)

Fuente: Elaboración propia a partir de OCDE y AMECO.



COLABORACIONES

presentan en torno al 12 por 100 del PIB, ya que la misma cuantía del déficit en términos de PIB nominal supone que los norteamericanos tienen unos pagos por cuenta corriente un 50 por 100 superiores a sus ingresos, mientras que en el caso hipotético de que un desequilibrio externo de esta cuantía se diera en la economía danesa tan sólo representaría el 15 por 100.

Si tenemos en cuenta que a nivel mundial la suma de los saldos por cuenta corriente de los países deficitarios necesariamente tendrá que coincidir con la suma de los saldos de los países superavitarios (4), el aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos combinado con el tamaño de la economía norteamericana (en torno al 20 por 100 del PIB mundial) ha tenido su reflejo en la ampliación de las necesidades mundiales de financia-

(4) En realidad cuando se agregan las balanzas por cuenta corriente de los distintos países el saldo resultante no es exactamente cero como consecuencia de un erróneo registro de determinados flujos de bienes, servicios y de capital.

ción (5), que a mediados de los noventa representaban aproximadamente el 1 por 100 del PIB mundial mientras que en el momento presente se aproximan al 2 por 100 del PIB mundial.

Así, la contrapartida al aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos y al consiguiente aumento en las necesidades mundiales de financiación ha sido la expansión de los superávits en otros países (6). En este sentido, si analizamos el Cuadro 2 comprobamos como la ampliación del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos registrada desde 1997 ha venido acompañada de una espectacular ampliación del superávit por cuenta corriente en China, cuya cuantía supera el 50 por 100 del déficit de Estados Unidos.

(5) Entendidas éstas como la suma de los déficit por cuenta corriente de los distintos países.

(6) Con esto no estamos señalando que la relación de causalidad se establezca necesariamente desde la ampliación del déficit de Estados Unidos hacia la ampliación de los superávits en otros países. De hecho, algunos autores, como Bernanke (2005), han sostenido precisamente que la relación de causalidad es la contraria.

CUADRO 2
BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE
(Miles de millones de dólares)

País o Región	1997	2006	2007
Países Industrializados	-4,1	-508,8	-499,8
Estados Unidos	-140,4	-811	-784,3
Japón	96,6	170,4	195,9
Área euro	95,2	0,9	-21,2
Alemania	-10	147,1	175,4
Francia	37,8	-28	-39
Italia	33,8	-45	-48
España	-0,5	-106	-139
Otros	-55,5	130,9	109,8
Australia	-12	-42	-51
Canadá	-8,2	21	26
Reino Unido	-1,4	-77	-97
Suiza	25,5	59	66
EARI (1)	5,9	87,6	90,9
Países en Desarrollo	-78,4	596	593,3
Asia	10,4	376,5	466,5
China	37	250	379
América Latina	-66,2	44,9	19,5
Oriente Medio	1,3	233,8	227
África	-5,3	28,9	-0,5
Europa del Este	-18,6	-88,1	-119,2
Rusia	0	95	73
Discrepancia estadística	82,5	-87,2	-93,5

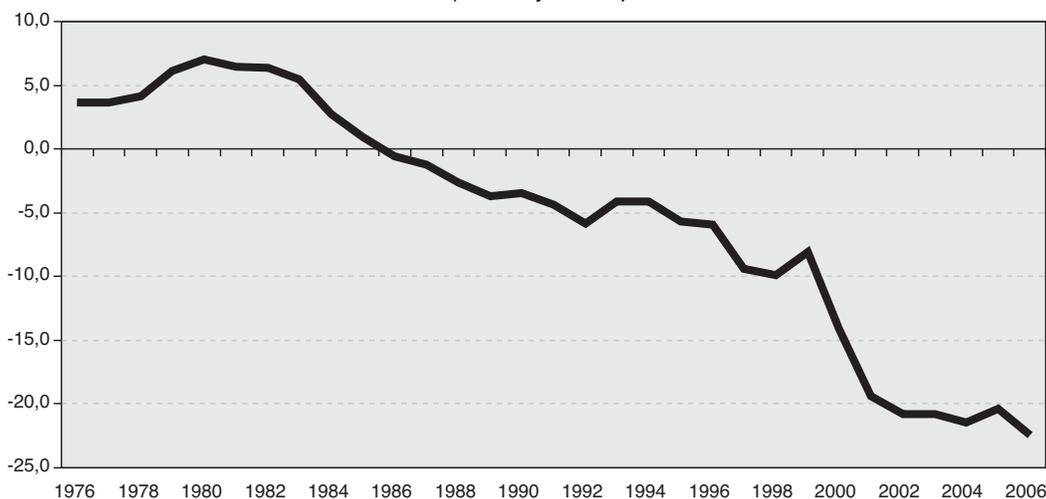
(1) Economías Asiáticas Recientemente Industrializadas: Hong Kong, Corea, Taiwán y Singapur.

Fuente: IMF, World Economic Outlook Database.



COLABORACIONES

GRÁFICO 2
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL
(Porcentaje del PIB)

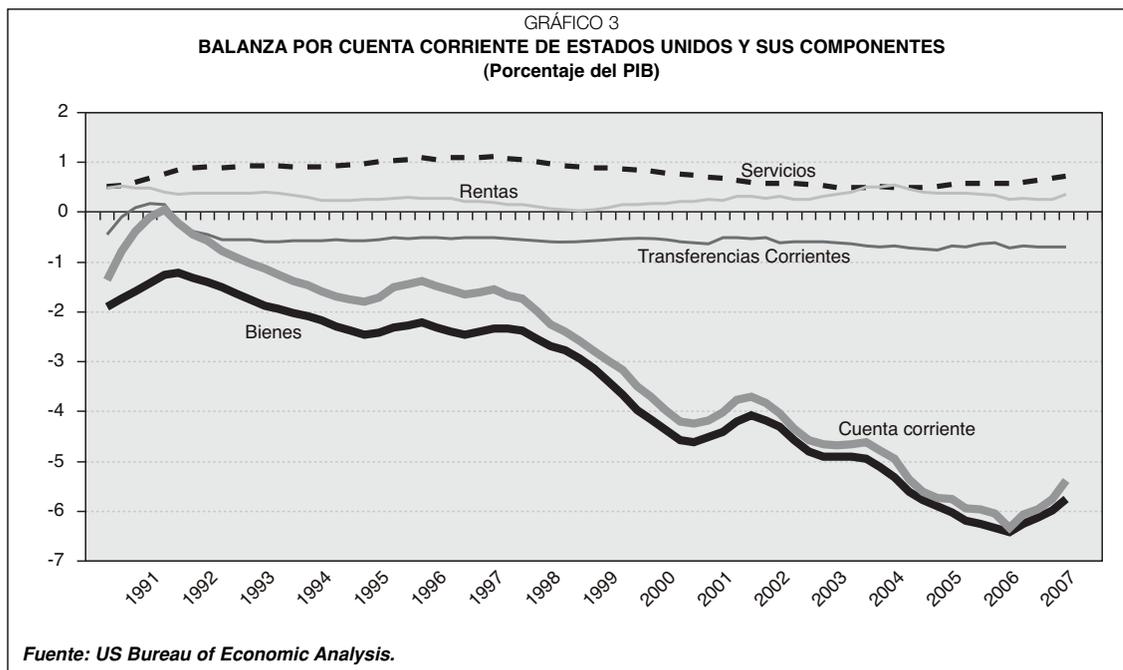


Fuente: US Bureau of Economic Analysis.

Asimismo, también es destacable el aumento del superávit de los países exportadores de petróleo de Oriente Medio así como de las economías asiáticas recientemente industrializadas (Hong Kong,

Corea, Taiwán y Singapur) y de algunos países desarrollados como Japón, Alemania y Suiza, entre otros.

El elevado y persistente déficit por cuenta corriente de Estados Unidos ha te-



COLABORACIONES

nido su reflejo en un progresivo deterioro en la Posición de Inversión Internacional (PII). Así, a partir de mediados de la década de los ochenta, Estados Unidos ha pasado de ser un país con una posición acreedora neta frente al exterior a ser un país con una creciente posición deudora, que en el momento presente se aproxima al 25 por 100 del PIB.

Si observamos la evolución que a partir de 2002 ha seguido la PII, comprobamos que su deterioro ha sido notablemente inferior al que podríamos esperar del nivel alcanzado por el déficit por cuenta corriente. En 2002 el saldo deudor neto frente al exterior de Estados Unidos alcanzó el 21 por 100 del PIB, si tenemos en cuenta que desde ese momento el déficit por cuenta corriente se ha situado en media por encima del 5 por 100 del PIB, en el momento presente la PII debería registrar una posición deudora en torno al 45 por 100, mientras que en realidad se sitúa ligeramente por encima de la existente en 2002.

La respuesta al anterior comportamiento paradójico de la PII hay que en-

contrarla en el efecto que sobre ella ha tenido la cotización del dólar y el precio de los activos y pasivos exteriores. En concreto, la depreciación del dólar ha hecho que el valor en dólares de los activos frente al exterior aumente en mayor medida que el incremento que han registrado los pasivos frente al exterior, consecuencia del déficit por cuenta corriente.

3. Las causas del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos

La cuantía y permanencia del déficit exterior de Estados Unidos es un tema en el que caben pocos puntos de discrepancia, ahora bien donde sí existen abundantes puntos de desencuentro es en cuáles son las causas que han originado el aumento del déficit por cuenta corriente, y estos diferentes puntos de vista surgen como consecuencia de las distintas perspectivas desde las que podemos abordar un desequilibrio en cuenta corriente.

3.1. El déficit por cuenta corriente como consecuencia del deterioro en su balanza comercial

Si analizamos el acusado deterioro de la balanza por cuenta corriente estadounidense como resultado de la diferencia entre exportaciones e importaciones de bienes y servicios, comprobamos que la causa del aumento en el déficit por cuenta corriente responde casi en exclusiva a la ampliación del déficit en la balanza comercial, que ha pasado del 2,3 por 100 en 1997 hasta el 5,8 por 100 en el tercer trimestre de 2007 (Gráfico 3).

Un mayor crecimiento real de las importaciones de bienes (7,6 por 100 de promedio para el período 1997-2007) que de las exportaciones (5,2 por 100) es lo que explica el deterioro de la balanza comercial. Esta evolución de los flujos comerciales con el exterior ha hecho que las exportaciones de Estados Unidos pierdan importancia relativa en el mercado mundial, representando en la actualidad el 9,7 por 100 del total mundial de exportaciones, frente al 13,8 por 100 en 1997 (7). Asimismo, las importaciones que equivalían a un 10 por 100 del total de gasto final de la economía estadounidense en 1997 en la actualidad se aproximan al 15 por 100.

Aunque en ocasiones se ha argumentado que la rápida ampliación del déficit en la balanza comercial estadounidense es el reflejo de diferencias importantes en el crecimiento de la demanda interna, los datos refutan este argumento. Así, aunque es cierto que el área euro y Japón han registrado un crecimiento de la demanda interna notablemente inferior al de

Estados Unidos (8), representan menos del 20 por 100 del total del mercado exportador norteamericano, mientras que los mayores importadores de productos estadounidenses (Canadá y México, entre otros) registraron aumentos de la demanda interna superiores a Estados Unidos.

En cuanto a la posible incidencia del tipo de cambio real en el deterioro del déficit comercial habría que diferenciar lo ocurrido respecto a los países desarrollados y a las economías emergentes. En cuanto a los países desarrollados, si bien hasta febrero de 2002 se produjo una importante apreciación real del dólar, a partir de esa fecha se inició una continuada depreciación sobre la que inicialmente pesó el rápido deterioro en el déficit por cuenta corriente y posteriormente el creciente diferencial de rentabilidades entre Estados Unidos y la UEM.

Sin embargo, una parte importante de las economías asiáticas emergentes han mantenido ligada la cotización de sus monedas respecto al dólar y es precisamente con estas economías, y, en especial, con China, con las que Estados Unidos ha experimentado un mayor deterioro en su balanza comercial (Gráfico 5).

Por último, merece la pena destacar el comportamiento que ha registrado la balanza de rentas que, a pesar del importante deterioro experimentado en la PII, ha seguido manteniendo un saldo positivo, consecuencia de la diferencias de rentabilidades entre los activos y pasivos frente al exterior de la economía norteamericana (9) (Gráfico 3).

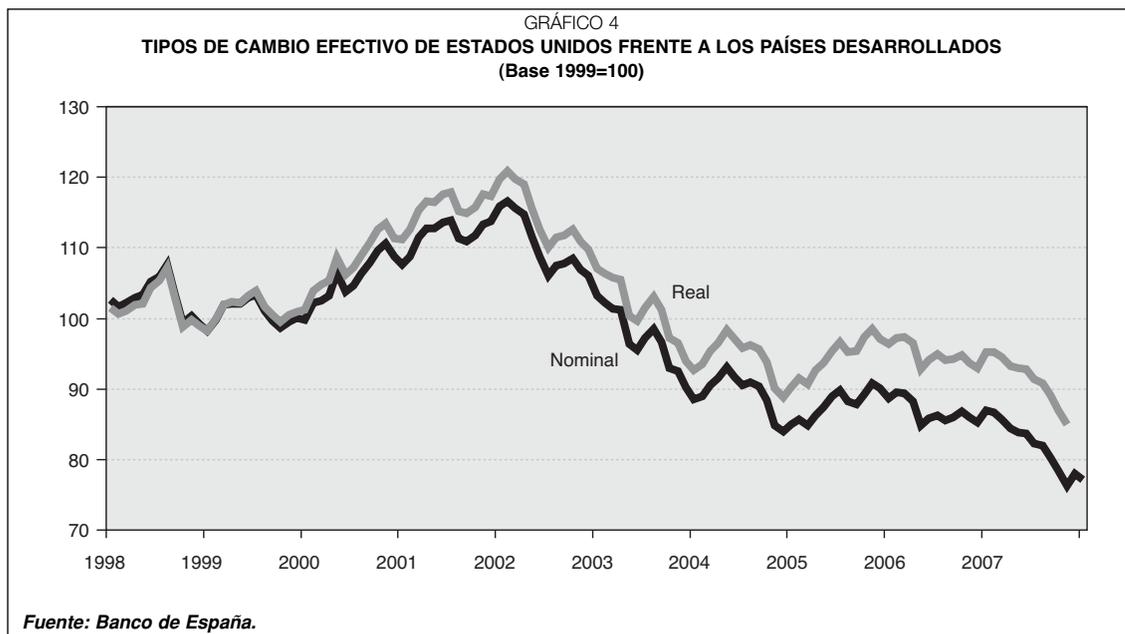
(7) Esta pérdida de peso en el total de exportaciones no es exclusiva de Estados Unidos sino que ha sido la tónica generalizada del conjunto de países desarrollados que han pasado de representar en torno al 73 por 100 del total mundial de exportaciones en 1997 al 64,7 por 100 en 2007.

(8) El crecimiento medio de la demanda interna en Estados Unidos en el período 1997-2007 ha sido del 3,4 por 100 frente al 2,2 por 100 del área euro y del 0,7 por 100 de Japón.

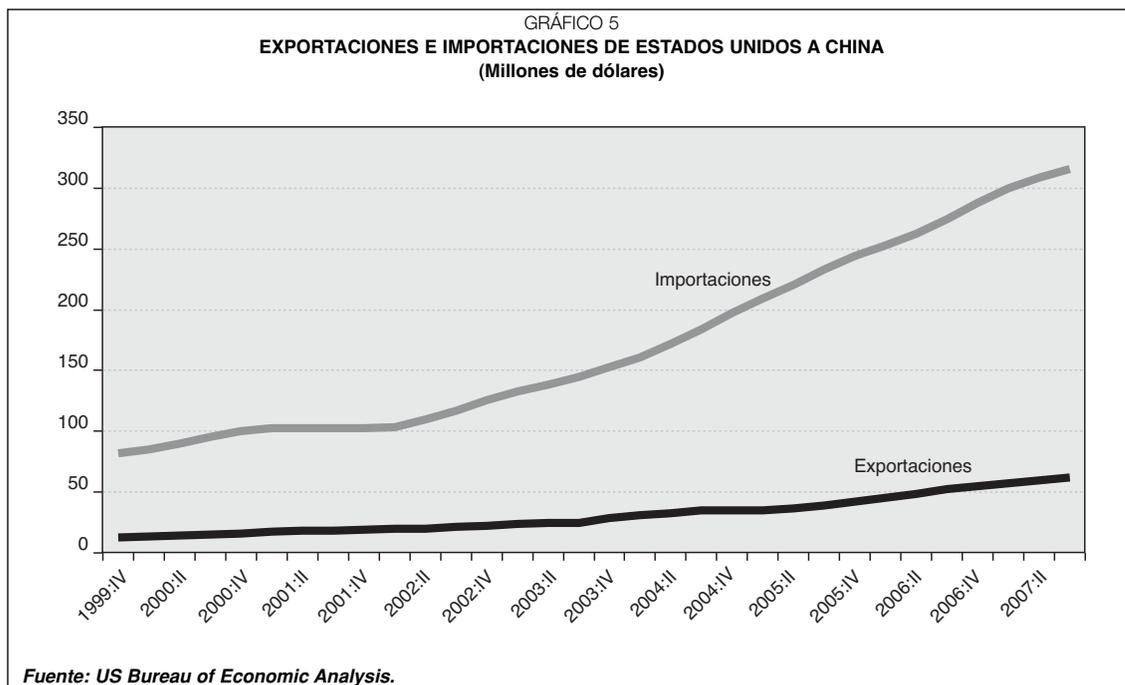
(9) Es de especial interés al respecto la explicación planteada por Gourinchas y Rey (2005) y Hausmann y Sturzenegger (2005).



COLABORACIONES



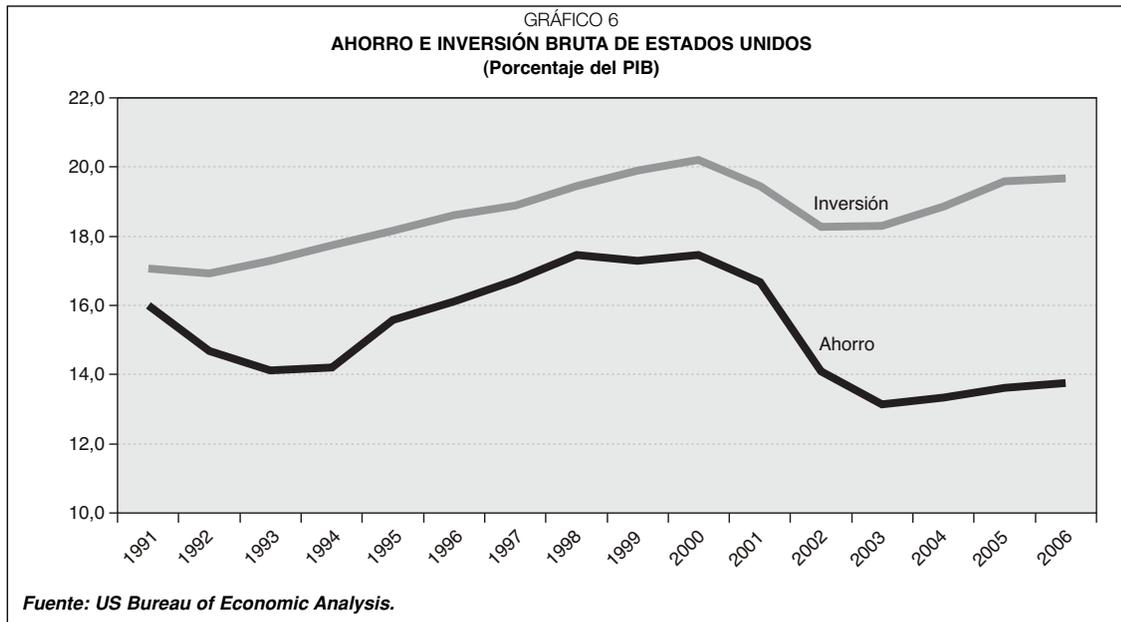
COLABORACIONES



3.2. El déficit por cuenta corriente como desequilibrio entre ahorro e inversión nacional

Mientras que durante la década de los noventa la ampliación de las necesidades de financiación de Estados Unidos supu-

so un recurso al ahorro externo ante la insuficiencia del ahorro nacional para financiar una inversión creciente (Peñalosa, 2002), el deterioro de la cuenta corriente registrado a partir de 1997 se explica casi en su totalidad por el descenso en el ahorro nacional y no en un aumento de la inversión (Gráfico 6).



CUADRO 3
AHORRO, INVERSIÓN Y CAPACIDAD O NECESIDAD DE FINANCIACIÓN. VARIACIÓN ENTRE 1997 Y 2006
(Porcentaje del PIB)

	Ahorro Bruto	FBCF*	Capacidad Financiación
Sociedades no financieras.....	0,0	0,6	-0,5
Instituciones financieras.....	0,1	-1,4	1,6
Administraciones públicas.....	-1,6	0,3	-1,8
Hogares e ISFLSH.....	-1,5	1,4	-2,9
Economía nacional.....	-3,0	0,8	-3,7

Nota: La variación en la capacidad de financiación no coincide exactamente con la variación del ahorro bruto menos la variación de la inversión, ya que no se incluyen las variaciones registradas por las transferencias de capital y las existencias.
* FBCF: Formación Bruta de Capital Fijo.

Fuente: Elaboración propia a partir de US Bureau of Economic Analysis.



Si analizamos el comportamiento de los sectores residentes (Cuadro 3) comprobamos que el aumento del déficit exterior en EEUU a partir de 1997 se debió al aumento en las necesidades de financiación de familias y de las administraciones públicas, resultado principalmente de un descenso en el ahorro.

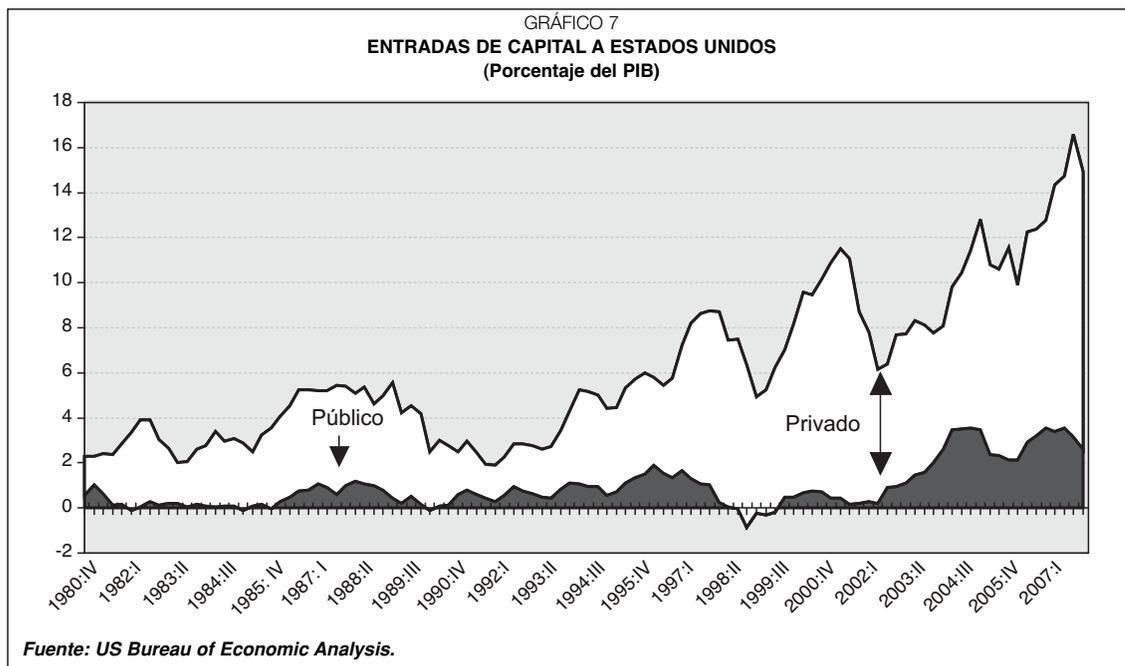
3.3. El déficit por cuenta corriente consecuencia del atractivo de Estados Unidos para los inversores internacionales

El déficit por cuenta corriente también puede ser abordado como el resultado de

los flujos financieros netos con el exterior y en este sentido el papel central que tiene el dólar en el sistema financiero internacional unido al dinamismo de la economía estadounidense ha hecho que los activos en dólares hayan sido de gran atractivo para los inversores internacionales.

Las importantes entradas de capital a EEUU no sólo han servido para financiar con holgura el déficit por cuenta corriente, sino que han permitido que los sectores residentes aumenten de forma importante sus activos frente al exterior.

Asimismo, destacar que a pesar de que en los últimos años las entradas de capital público, principalmente bancos centrales, han cobrado una cierta relevan-



cia, el grueso de las entradas de capital ha sido capital privado, lo que muestra las pocas reticencias que en el pasado los inversores internacionales han tenido al aumento y persistencia del déficit exterior norteamericano (Gráfico 7).

En cuanto a la composición de las entradas de capital resaltar como a partir de 2001, la pauta de años anteriores se modificó y el grueso de las entradas de capital se canalizó a través de endeudamiento (créditos y valores), mientras que la inversión directa y la compra de acciones se ha reducido de forma sustancial.

4. Los riesgos de los desequilibrios globales

Las diferentes perspectivas con las que hemos abordado el desequilibrio exterior de Estados Unidos conducen a diferentes puntos de vistas respecto a su sostenibilidad y, en consecuencia, a las medidas de política económica a adoptar. Aún a riesgo de incurrir en una excesiva simplificación podemos establecer dos

puntos de vista al respecto claramente diferenciados (10):

a) «Enfoque tradicional»: el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, y, por extensión, el conjunto de los desequilibrios globales, es considerado un desequilibrio peligroso que pone en riesgo la estabilidad económica y financiera global y, por tanto, que necesita una corrección urgente mediante las medidas oportunas de política económica (11).

b) «Nuevo paradigma»: el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos es considerado la consecuencia natural de los cambios estructurales ocasionados por el proceso de globalización real y, especialmente, financiera acontecido en las últimas décadas (12). Y la corrección de los desequilibrios externos sería resuelta

(10) Esta agrupación de aportaciones en cuanto a la sostenibilidad y medidas correctoras del desequilibrio exterior de Estados Unidos ha sido propuesta por Xafa (2007).

(11) Entre los defensores de este enfoque se encuentran, entre otros: Obstfeld y Rogoff (2000, 2004), Roubini y Setser (2004) y Cline (2005).

(12) Entre los defensores de este enfoque se encuentran, entre otros: Dooley *et al.* (2003, 2004), Cooper (2005) y Caballero *et al.* (2006).

de forma progresiva mediante el normal funcionamiento de los mercados sin que se precisara ninguna política correctora expresamente diseñada.

Aquellos que han sostenido lo que hemos denominado el enfoque tradicional han resaltado el lado real del desequilibrio por cuenta corriente, ya sea desde la perspectiva de flujos comerciales o del desequilibrio ahorro e inversión, y consideraban que la ampliación del déficit exterior norteamericano era el resultado de decisiones de política económica interna que necesitaban ser corregidas para evitar una posible pérdida de confianza de los mercados, ya que en caso de que se produjera un *sudden stop* en las entradas de capital supondría un desplome del dólar que obligaría a una rápida subida de los tipos de interés, con el consiguiente ajuste brusco en la economía de Estados Unidos y en la economía global.

Por el contrario, los defensores del «nuevo paradigma» no tienen una visión catastrofista de los desequilibrios globales, ya que consideran que los elevados y persistentes desequilibrios en los saldos en cuenta corriente son el resultado lógico del proceso de globalización económica y, en especial, financiera registrado en las dos últimas décadas.

Con los países asiáticos emergentes y los países exportadores de petróleo con unas cada vez mayores capacidades de necesidad de financiación y sin disponer de unos sistemas financieros capaces de generar unos activos financieros en cantidad y calidad suficiente para satisfacer a la creciente demanda, Estados Unidos ha dispuesto de una posición dominante como oferente de activos financieros, ya que disponía de mercados financieros eficientes y profundos, a la vez que su rentabilidad y bajo riesgo de sus activos les conferiría un elevado atractivo para los inversores internacionales.

Hasta agosto de 2007 la evolución de la economía mundial parecía dar la razón a aquellos que restaban relevancia a los riesgos derivados de los desequilibrios globales. La cuantía y persistencia del déficit norteamericano no había reducido el atractivo de los activos financieros en dólares, no se producía ningún problema en la financiación del déficit exterior y el dólar gozaba de una cierta estabilidad. Sin embargo, como veremos a continuación el inicio de la crisis hipotecaria en Estados Unidos deja vislumbrar ciertos cambios en ese marco de equilibrio inestable que suponen los desequilibrios globales en cuenta corriente.

5. Evolución reciente y previsiones

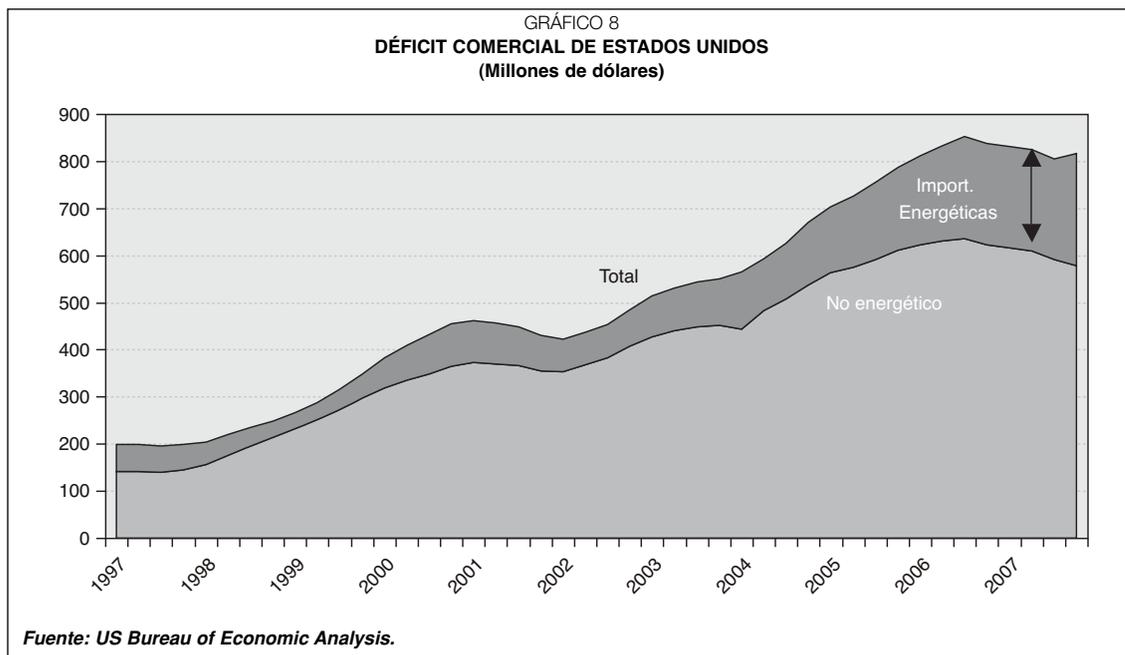
Antes de que estallara la crisis hipotecaria *subprime* ya se había producido un cambio de tendencia en el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. En concreto, desde finales de 2006 se ha producido una moderada reducción del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, habiendo pasado de 840.000 millones de dólares en el tercer trimestre de 2006 a 750.000 millones en el tercer trimestre de 2007 (13), cifra con la que aproximadamente se ha podido cerrar el pasado año.

Esta tendencia de moderación registrada por el déficit por cuenta corriente en los últimos meses se debe al descenso del déficit comercial, y dentro de este ha sido la balanza de productos no energéticos la que registró una sensible mejoría, como consecuencia especialmente del reducido aumento de las importaciones no energéticas. Este comportamiento no merece una

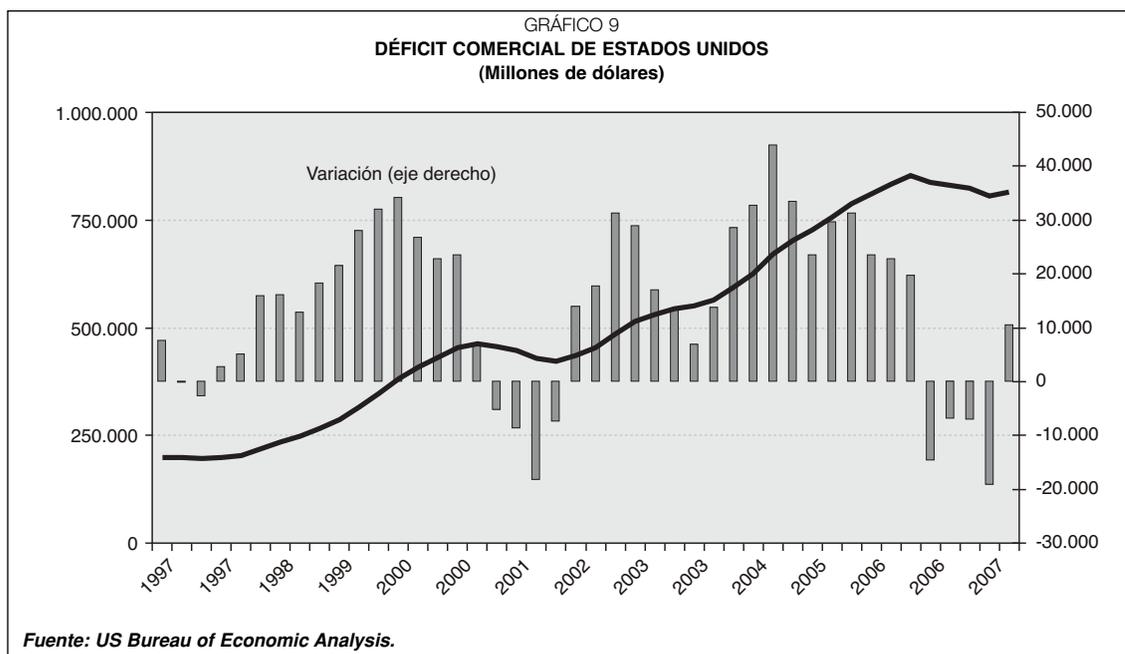
(13) Ambas cifras se refieren al acumulado de los últimos doce meses.



COLABORACIONES



COLABORACIONES



evaluación excesivamente positiva ya que no es el reflejo de un cambio en la composición de la demanda desde bienes externos hacia producción nacional, sino que es la consecuencia de la rápida desaceleración de la actividad económica que registra la economía norteamericana unido a la fuerte depreciación registrada por el dólar, en especial a partir de agosto de 2007.

Por su parte, la balanza energética ha seguido ampliando su déficit como consecuencia del aumento en el precio de las importaciones petrolíferas y de hecho, como consecuencia de esta ampliación del déficit energético, en los últimos meses se ha producido una ralentización en la tendencia de moderación del déficit comercial (Gráfico 9).

La evolución del déficit comercial y, por tanto, del déficit por cuenta corriente a lo largo de 2008 va a estar muy condicionada por el comportamiento del precio del petróleo. En este sentido se ha de tener en cuenta que el precio medio del barril de petróleo importado por Estados Unidos en 2007 fue de 64,3 dólares, en consecuencia, de mantenerse el precio del petróleo en los niveles actuales la factura energética de Estados Unidos podría ampliarse compensando la reducción que probablemente se registrará en las importaciones no energéticas, asociada al descenso en el ritmo de actividad económica.

Aunque todavía no ha sido publicada la balanza de pagos del cuarto trimestre de 2007 y por tanto no disponemos de una visión global del comportamiento de las entradas netas de capital meses en los meses posteriores al estallido de las hipotecas *subprime*, sí se dispone de la información que facilita la TIC (14) de diciembre, observándose un importante debilitamiento de las entradas de capital, en especial del capital privado. Los datos provisionales de diciembre muestran que las entradas netas de capital de diciembre apenas han cubierto el déficit por cuenta corriente. Y lo que también resulta preocupante es que la mayor parte de estas entradas proceden de bancos centrales asiáticos y de fondos soberanos.

Tanto el FMI como la OCDE, prevén para 2008 y 2009 una moderada corrección del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, que se situaría en el intervalo 5-5,5 por 100 del PIB, y tan sólo una brusca reducción en el precio del petróleo podría permitir una reducción más significativa del déficit externo norteamericano.

Por tanto, a pesar de la tendencia correctora que se empieza a observar en el

déficit por cuenta corriente de Estados Unidos, en los próximos años seguirá en un nivel muy elevado, por lo que los riesgos asociados a una elevada necesidad de financiación exterior van a seguir presentes. Pero ahora en un nuevo marco en el que el capital privado de los países emergentes puede ser más reactivo a adquirir activos en dólares, sobre todo al haber comprobado que el riesgo de los activos adquiridos en el pasado era claramente superior al inicialmente previsto. Hasta ahora la actuación de los bancos centrales asiáticos y de los fondos soberanos ha impedido un ajuste excesivamente brusco del dólar, pero lo que sí se vislumbra es un claro descenso del atractivo en dólares para los inversores privados internacionales.

Bibliografía

- [1] BERNANKE, B. S. (2005): «The global saving glut and the US current account deficit», Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Virginia, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>
- [2] CABALLERO, R., FARHI, E. y GOURINCHAS, P.O. (2006): «An equilibrium model of global imbalances and low interest rates», *NBER Working Paper*, nº. 11996.
- [3] CLINE, W. (2005): «The United States as a debtor nation», *Institute for International Economics*.
- [4] COOPER, R.N. (2005): «Living with global imbalances: a contrarian view», *Institute for International Economics Policy Brief*, nº. 5-3.
- [5] DOOLEY, M., FOLKERTS-LANDAU, D. y GARBER, P. (2003): «An essay on the revived Bretton Woods System», *NBER Working Paper*, nº. 9971.
- [6] DOOLEY, M., FOLKERTS-LANDAU, D. y GARBER, P. (2003): «The US current account deficit and economic develop-



COLABORACIONES

(14) US Treasury International Capital Data.

- ment: collateral for a total return swap», *NBER Working Paper*, n° 10727.
- [7] GOURINCHAS, P.O. y REY, H. (2005): «International financial adjustment», *Center for Economic Policy Research Discussion Paper*, n°. 4923.
- [8] HAUSMANN, R. y STURZNEGGER, F. (2006): «Global imbalances or accounting?. The missing dark matter in the wealth of nations», *Center for International Development Working Paper*, n°.124, Harvard University, Kennedy School of Government.
- [9] LABONTE, M. (2005): «Is the US trade deficit caused by a global saving glut?», CRS Report for Congress, Order Code RL33140.
- [10] OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. (2000): «The six major puzzles in international macroeconomics: is there a common cause». En B.S. Bernanke y K. Rogoff (eds.). *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, Mass. , MIT Press.
- [11] OBSTFELD, M. y ROGOFF, K. (2004): «The unsustainable US current account position revisited», *NBER Working Paper*, n°. 10869.
- [12] PEÑALOSA, J.M. (2002): «¿Qué relevancia tienen los desequilibrios de balanza de pagos en los países industrializados?. El caso de la UEM y de Estados Unidos», *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre 2002.
- [13] ROUBINI, N. y SETSER, B. (2004): «The US as a net debtor: the sustainability of the U.S. external imbalances», Stern School of Business, NYU.
- [14] XAFA, M. (2007): «Global imbalances and financial stability», *IMF Working Paper*, WP/07/111.



COLABORACIONES