

# D

## esbalances globales en cuenta corriente: RECONCILIANDO LA TEORÍA CON LOS DATOS

DAVID FLORIÁN\* Y LUIS EDUARDO CASTILLO\*\*

Los desbalances globales en cuenta corriente fueron de profundo interés inmediatamente después de la crisis financiera internacional debido a hipótesis que los vinculan con las causas de la crisis. Si bien estos desbalances parecen estar reduciéndose, la literatura económica no ha llegado a un consenso sobre cómo y por qué se originaron. Este artículo revisa los cuatro enfoques más discutidos en la actualidad para dar explicación de su aparición fuera de la teoría convencional.



\* Jefe, Departamento de Modelos Macroeconómicos del BCRP

david.florian@bcrp.gob.pe



\*\* Especialista, Departamento de Modelos Macroeconómicos del BCRP

luiseduardo.castillo@bcrp.gob.pe

**DESBALANCES GLOBALES EN CUENTA CORRIENTE: REVISIÓN DE LA LITERATURA**

Los desbalances globales en cuenta corriente fueron de profundo interés durante el periodo posterior a la crisis financiera internacional debido a autores que les atribuyeron el origen de este fenómeno. Se pensaba que los superávits en cuenta corriente de países emergentes habrían contribuido a las expansiones de crédito y a la toma de riesgos en los países avanzados, dada la presión a la baja en las tasas de interés mundial y la disponibilidad de fondos (Borio y Disyatat, 2011). La preocupación radicaba en que la persistencia de estos desbalances podría propiciar otra situación similar a futuro. No obstante, tal como evidencia el Gráfico 1, para 2015 los desbalances se habrían reducido. De hecho, parece haber un consenso en que los desbalances se encuentran en un proceso de reversión (FMI, 2014), reduciendo el riesgo sistémico de la economía mundial y dejando inquietud sólo sobre cómo será el ajuste en los saldos de activos internacionales y el ajuste interno de las economías por tipo de cambio o demanda (FMI, 2017).

Sin embargo, aún no existe consenso en la explicación de cómo se generaron estos desbalances en cuenta corriente. Gourinchas y Rey (2014) evidencian un enigma en la asignación de los flujos de capital global: existe una correlación negativa

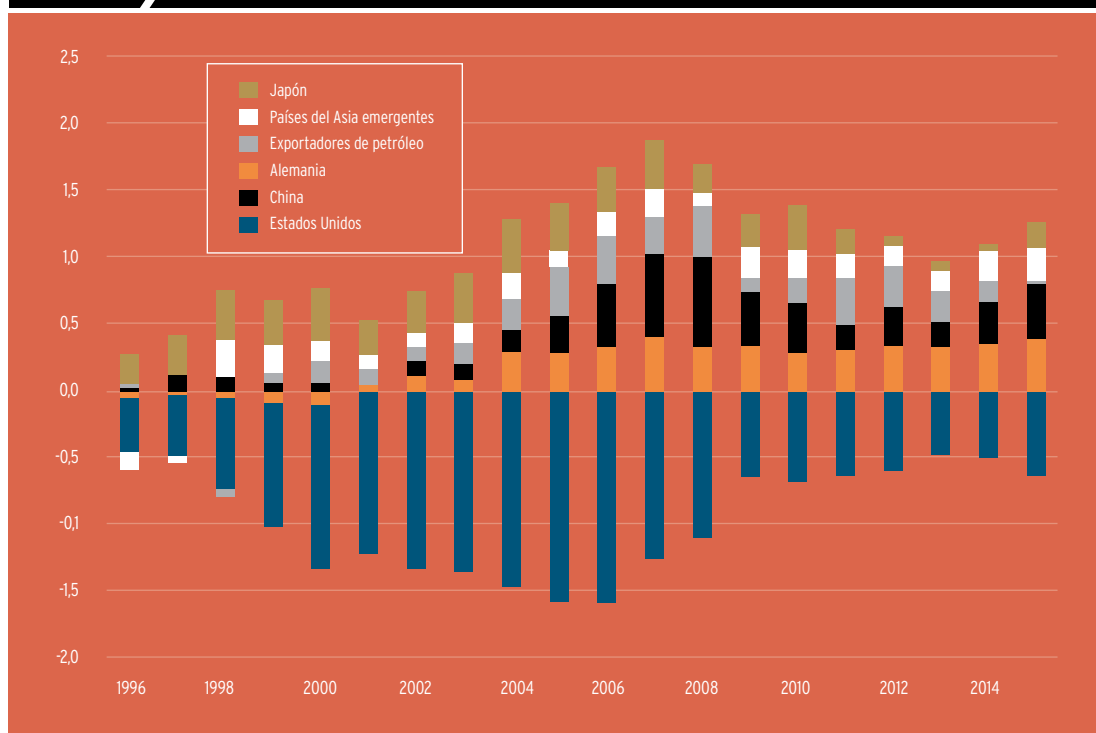
“**Existe una correlación negativa entre los flujos netos de capital y el crecimiento de la productividad de los países involucrados**”

entre los flujos netos de capital y el crecimiento de la productividad de los países involucrados. Es decir, en promedio, las economías con mayor crecimiento de la productividad terminan siendo exportadoras netas de capital, en vez de importadoras. Esto reta las predicciones del modelo neoclásico estándar, donde los países menos desarrollados deberían recibir capitales de los países avanzados, dado el mayor crecimiento de su productividad y su consecuente mayor retorno al capital. En este sentido, es relevante revisar cuatro enfoques de la literatura económica cuyo análisis conjunto permite entender los factores que determinan la dirección de los flujos de capitales observados.

**EXCESO DE AHORRO (SAVING GLUT)**

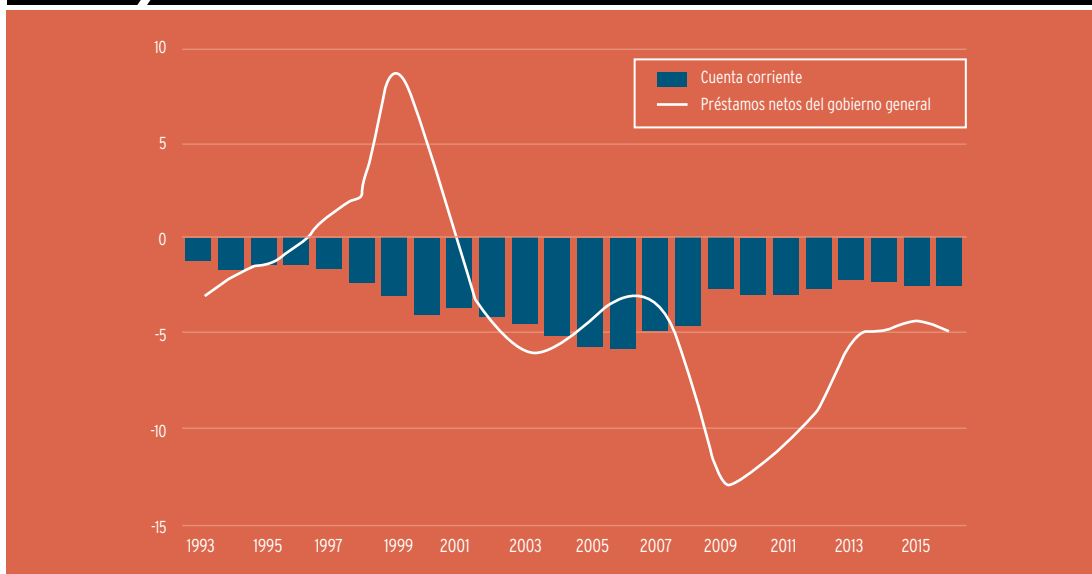
¿Por qué Estados Unidos, la economía más grande del mundo, se habría prestado masivamente en los

**GRÁFICO 1** ■ Cuenta Corriente. Países seleccionados (% PBI mundial)



**NOTA:** ELABORACIÓN PROPIA A PARTIR DE LOS DATOS DISPONIBLES EN EL BANCO MUNDIAL ([HTTP://DATA.WORLDBANK.ORG](http://data.worldbank.org)). LOS PAÍSES DEL ASIA EMERGENTES INCLUYEN A INDONESIA, COREA DEL SUR, MALASIA, FILIPINAS, SINGAPUR, TAILANDIA Y VIETNAM. LOS PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO SON ARABIA SAUDITA Y RUSIA.

**GRÁFICO 2** ■ Cuenta corriente y Balance del gobierno general de Estados Unidos (% PBI)



**NOTA:** ELABORACIÓN PROPIA A PARTIR DE LOS DATOS DISPONIBLES EN BANCO MUNDIAL ([HTTP://DATA.WORLDBANK.ORG](http://data.worldbank.org)) Y FMI ([HTTP://WWW.IMF.ORG/EN/DATA](http://www.imf.org/en/data)). LOS PRÉSTAMOS NETOS DEL GOBIERNO GENERAL SE CALCULAN COMO LOS INGRESOS MENOS LOS EGRESOS (BALANCE OPERATIVO) MENOS LA ADQUISICIÓN NETA DE ACTIVOS NO FINANCIEROS. TAMBIÉN EQUIVALE A LA ADQUISICIÓN NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS MENOS LA ADQUISICIÓN NETA DE PASIVOS FINANCIEROS.

mercados internacionales hasta volverse deudor neto, en lugar de continuar con su rol histórico de prestamista neto? Bernanke (2005) indicó que la explicación a este proceso debía considerar la convergencia del (i) acelerado incremento en el déficit en cuenta corriente de esta economía junto a (ii) las bajas tasas de interés reales observadas en el mundo. Así, acuñó el término *global saving glut* para referirse a la sobreabundancia de ahorro y fondos prestables en los mercados de capital globales que disminuía la tasa de retorno al capital y permitía el flujo de capitales hacia Estados Unidos. De tal forma, el déficit en cuenta corriente y las bajas tasas de interés serían principalmente el resultado de procesos externos a la economía estadounidense.

Esta hipótesis se fundamentaba en el cambio de la posición neta de activos internacionales de algunas economías emergentes a inicios de 2000, pasando de un déficit a superávit neto (ver Gráfico 1). Según Bernanke, las recurrentes crisis financieras que afectaron a las economías emergentes durante la década de 1990 (México, 1994; Sudeste Asiático, 1997; Rusia, 1998; Brasil, 1999; y Argentina, 2002) implicaron fuertes reversiones en los flujos de capital de estos países, llevando a devaluaciones de sus monedas, debilitamiento de sus sistemas bancarios y recesiones severas. Ello motivó un cambio en la estrategia de manejo de los flujos de capitales: los países emergentes asiáticos empezaron a acumular reservas internacionales para utilizarlas como amortiguadores frente a posibles salidas abruptas de capitales.

La estrategia de acumulación de reservas internacionales se tradujo en la emisión de deuda

pública por parte de los gobiernos asiáticos a sus residentes para luego comprar bonos del tesoro norteamericano, canalizando ahorro doméstico hacia los mercados de capital internacionales. En paralelo, Bernanke agrega que este periodo coincide con un aumento significativo en el precio del petróleo, lo que generó que países exportadores de este *commodity* (países del Medio Oriente, Rusia, Nigeria y Venezuela) mostraran superávits en cuenta corriente que contribuirían aún más al exceso de ahorro mundial proveniente de economías emergentes asiáticas.

Sin embargo, para que Estados Unidos sea el receptor de este ahorro y profundice su déficit en cuenta corriente, tuvieron además que concurrir tres fenómenos: (i) el auge tecnológico de la década de 1990, (ii) la profundidad y la sofisticación del mercado financiero, y (iii) el rol del dólar como moneda de reserva internacional. Estos tres factores dieron ventajas a la economía norteamericana para atraer a los inversionistas extranjeros, los cuales estaban inclinados a depositar su dinero allí por la estabilidad política y un ambiente regulatorio adecuado.

### DÉFICIT GEMELOS

Chinn e Ito (2008) presentaron una alternativa a la hipótesis del *global saving glut* al tornar su atención sobre el déficit fiscal estadounidense. Los autores explican el déficit en cuenta corriente como consecuencia de una escasez de ahorro provocada por un creciente déficit fiscal que contrajo el ahorro público en los años previos a la crisis (ver Gráfico 2), haciendo necesario el financiamiento de la inversión con un creciente

flujo de capitales externos. Los autores demostraron que el déficit fiscal es uno de los determinantes principales del balance en cuenta corriente de las economías industrializadas, donde un incremento de un punto porcentual en el balance fiscal como porcentaje del PBI estaría asociado con un incremento entre 0,10 y 0,49 puntos porcentuales en el balance en cuenta corriente como porcentaje del PBI según el modelo utilizado (Chinn e Ito, 2007).

Los autores no encontraron un exceso de ahorro por parte de las economías emergentes del Asia, sino una reducción considerable en la inversión privada en los años posteriores a la Crisis Asiática. Ellos muestran que el ahorro como porcentaje del PBI de los países asiáticos en ese periodo estaba en línea con sus fundamentos macroeconómicos. En cambio, la inversión como porcentaje del PBI se encontraba 2,0 puntos porcentuales por debajo de lo predicho por los modelos de regresión (Chinn e Ito, 2007).

De tal forma, el déficit fiscal de Estados Unidos sería compatible con su déficit en cuenta corriente, mientras que la caída de inversión en las economías asiáticas sería coherente con su superávit de cuenta corriente. Ambos fenómenos terminarían provocando las bajas tasas reales de interés y los desbalances globales observados.

#### RESURRECCIÓN DEL SISTEMA BRETTON WOODS

Otra posible explicación a los desbalances globales está relacionada a una deliberada estrategia de China para ingresar al sistema capitalista mundial durante las últimas décadas. Esta consiste en un crecimiento por exportaciones manteniendo un tipo de cambio subvaluado. Según Dooley, Folkerts y Garber (2004), para que esto funcione, el gobierno chino debía comprometerse a (i) acumular masivamente reservas internacionales y activos externos (dentro de los cuáles se encuentran los bonos del tesoro norteamericano), y (ii) a mantener sus mercados financieros intervenidos con controles de capitales. Con ello, China recibiría inversión extranjera directa (IED) de países industrializados para desarrollar su sector exportador. Así, el rol de China en el sistema implicaba ser exportador neto de capital financiero al mundo e importador neto de inversión en capital físico.

Cabe mencionar que, para estos investigadores, la magnitud de la IED necesaria para la industrialización de China requería de un colateral por el riesgo político y la imposibilidad de resolver incumplimientos en los contratos. Las reservas internacionales oficiales de China funcionarían entonces como este colateral para los flujos de inversión extranjera: el congelamiento de las reservas oficiales mantenidas en Estados Unidos

sería un vehículo de protección para los inversionistas, y respaldaría su toma de riesgo en esa economía. Los flujos netos de capital enviados de China a Estados Unidos fueron entonces vitales para obtener IED. Así, la contrapartida de la estrategia china se traduciría en la persistencia de déficits en cuenta corriente en Estados Unidos y en bajas tasas de interés reales de largo plazo. De cierta forma similar a lo aseverado por Bernanke, la visión de Dooley, Folkerts y Garber afirma que el comportamiento de las tasas reales de interés globales estuvo principalmente determinado por fuerzas externas a la economía de Estados Unidos, dependiendo del manejo de flujos de capital y reservas internacionales de China.

Dooley, Folkerts y Garber encuentran semejanza entre este sistema financiero y el sistema monetario de Bretton Woods, dado que se compone de (i) un centro que emite una moneda de aceptación mundial, y (ii) una periferia que, deseando mantener una estrategia de desarrollo a base de exportaciones, mantiene un tipo de cambio real subvaluado. En la década de 1960, la periferia estuvo compuesta por Europa y Japón. En cambio, ahora estaría compuesta por Asia emergente, particularmente China; y en ambos casos el centro es Estados Unidos.

#### GRADO DE DESARROLLO FINANCIERO

Finalmente, la última rama de la literatura para explicar los desbalances globales introduce heterogeneidad en el grado de desarrollo financiero entre países como determinante de los flujos de capitales. A grandes rasgos, las distorsiones financieras reducen el retorno al capital de autarquía (economía cerrada) en las economías emergentes, permitiendo el flujo de capitales hacia economías desarrolladas donde el retorno sería mayor.<sup>1</sup> Así,

“ En la práctica, es probable que más que un mecanismo haya estado en ejecución en la expansión de los desbalances globales en cuenta corriente ”

los desbalances globales en cuenta corriente aparecerían con la profunda integración financiera mundial, dado que este proceso involucró sistemas financieros heterogéneos entre economías emergentes y desarrolladas. Las hipótesis dentro de este enfoque varían según el tipo de fricción financiera a la cual se desea poner énfasis.

#### **A) Escasez de activos seguros en mercados emergentes**

Para Caballero, Fahri y Gourinchas (2008a, 2008b), la fricción financiera que mejor refleja el grado de desarrollo financiero es la capacidad de cada economía para ofertar activos seguros (instrumentos de reserva de valor). En su modelo, el diferencial entre la tasa de interés de autarquía con respecto a la tasa de interés mundial sólo determina el flujo de capital financiero y no el flujo de capital físico. Gourinchas y Rey (2014) extienden este modelo para incorporar la posibilidad de acumular capital. Cuando es posible invertir en capital físico, la incapacidad de generar instrumentos que sirvan como reserva de valor para los ahorristas (activos seguros) genera una brecha entre la tasa de interés libre de riesgo y la productividad marginal del capital. En particular, el modelo permite un equilibrio con alta productividad del capital pero una baja tasa de interés real libre de riesgo para economías con poco desarrollo financiero.

Esto implica que economías emergentes que padecen de una escasez de instrumentos que sirvan como reservas de valor (por ejemplo, China), observarán un incremento en el precio de sus activos seguros, y por tanto, una reducción de la tasa de interés de autarquía; todo esto independiente al crecimiento de su productividad. Esto permite que los flujos de capital financiero vayan desde economías con menor desarrollo financiero (pero con mayor crecimiento de productividad) a economías con mayor desarrollo financiero (pero menor crecimiento de productividad), dado que éstas últimas tendrán una tasa de interés real de largo plazo mayor. Esta dirección de los flujos de capital es coherente con los hechos estilizados de los desbalances globales.

#### **B) Trampa de liquidez global**

El mecanismo descrito anteriormente abre la posibilidad de que una economía grande, pero con poco desarrollo financiero, acabe poseyendo una tasa de interés real de autarquía cercana a cero (o negativa) si su capacidad financiera es notablemente reducida. Esto generaría que la

economía exporte abundante cantidad de capital a las economías financieramente desarrolladas, provocando una caída en el tipo de cambio y en la demanda agregada en la economía de destino (efecto competitividad por tipo de cambio). La magnitud del flujo de capitales podría incluso llevar a una situación de trampa de liquidez internacional, donde la tasa de interés en el equilibrio de integración financiera no podría caer más para equilibrar al mercado internacional de capitales, desencadenando una recesión mundial. Esta extensión ha sido desarrollada por Caballero, Fahri y Gourinchas (2016), y permite explicar por qué la integración financiera con China podría haber inducido a Estados Unidos a caer en una trampa de liquidez.

#### **C) El motivo precaución**

Otra hipótesis dentro del enfoque de desarrollo financiero se basa en la relación entre la presencia de riesgo idiosincrático, la capacidad de diversificar dicho riesgo y la consecuente generación de un ahorro con motivo de precaución en cada economía. En autarquía financiera (sistema financiero cerrado al sistema internacional), la existencia de riesgo idiosincrático produce un motivo adicional para ahorrar que reduce la tasa de interés real de equilibrio.<sup>2</sup> Mendoza, Quadrini y Rios-Rull (2009) presentan un modelo donde los distintos grados de desarrollo financiero implican que algunos países puedan reducir o controlar su riesgo idiosincrático de forma más eficiente que otros. Esto significa que los países con mayor desarrollo financiero poseerán una mayor tasa de interés real de equilibrio en autarquía, dada una capacidad de diversificación, que reduce la necesidad de un ahorro adicional para hacer frente al riesgo idiosincrático. Así, el retorno a los activos financieros sería menor en las economías emergentes que en las economías desarrolladas, explicando la dirección de los flujos de capital observados.

#### **D) Flujos de capital en ambos sentidos**

Finalmente, Wang, Wen y Xu (2016) resaltan el hecho que el capital físico sí fluye según lo predicho por la teoría estándar (de países avanzados a emergentes), y que es sólo el capital financiero el que se mueve en dirección contraria. Dado que históricamente los flujos de capital financiero dominan en magnitud a los flujos de capital físico, el flujo neto de capital agregado muestra el patrón inverso, pero el análisis requiere evitar esta agregación. La idea principal de los autores está en que los hogares en

<sup>1</sup> Cabe recordar que el modelo neoclásico tradicional predice que los países con una tasa de interés de autarquía menor a la tasa de interés mundial serán exportadores netos de capital (el bajo precio de los activos financieros es una ventaja comparativa en relación al resto de países). Así, supuestamente, el flujo de capitales debería darse de economías emergentes a economías desarrolladas, debido a que las primeras tendrían una mayor tasa de interés de autarquía por su mayor crecimiento de la productividad.

<sup>2</sup> El riesgo idiosincrático hace referencia al riesgo particular de cada país (y no necesariamente al resto), el cual puede ser reducido o controlado a través de la diversificación. En contraposición, el riesgo sistémico es el riesgo compartido por todos los países, y por tanto no puede ser reducido.

países emergentes poseen severas restricciones de endeudamiento dado el poco desarrollo de su sistema financiero. Como consecuencia, los hogares optan por ahorrar en exceso para amortiguar choques impredecibles, pero este ahorro no puede ser efectivamente canalizado a las empresas; generando una situación donde el capital fijo es escaso en el sector producción (insuficiencia de inversión en las empresas) y el ahorro es abundante en el sector doméstico (exceso de ahorro en los hogares). En esta situación, la tasa de retorno de los activos financieros puede ser significativamente menor a la del capital físico. Los autores observan, por ejemplo, que en China la tasa real de retorno del capital fijo estuvo consistentemente por encima del 20 por ciento en las últimas décadas, pero la tasa real de retorno del capital financiero ha sido cercana a cero o negativa.

Lo anterior genera una oportunidad de arbitraje que finalmente lleva a flujos bidireccionales de capital en un ambiente de liberalización financiera internacional: el capital físico fluirá de países avanzados a emergentes, y el capital financiero, al revés. Debido a que es relativamente más fácil que el capital financiero fluya internacionalmente antes que el capital fijo, entonces será el primer tipo de capital el de mayor importancia en la explicación de los flujos globales agregados, dando lugar a los desequilibrios observados en cuenta corriente.

### CONCLUSIONES

En este artículo se han revisado los principales enfoques para explicar los desbalances globales. El primer enfoque señala al exceso de ahorro en las economías emergentes como el causante de que los flujos de capital se hayan direccionado hacia Estados Unidos. Mientras tanto, el segundo enfoque culpa al déficit fiscal estadounidense como el

causante de atraer estos flujos (más allá de la existencia o no de exceso de ahorro global), al haber contraído el ahorro doméstico. El tercer enfoque habla de una estrategia deliberada de China por participar en la economía mundial a base de exportaciones, obligando a que ésta sea exportadora neta de capital y a que Estados Unidos reciba estos fondos como colateral para financiar la inversión extranjera directa. Finalmente, el último enfoque trata de explicar cómo pueden aparecer brechas entre el crecimiento de la productividad y la tasa de retorno de los activos financieros a partir de fricciones financieras, provocando que los países con menor desarrollo financiero acaben con un menor retorno de los activos financieros que explicaría perfectamente los flujos de capital dentro de la teoría convencional.

Cada hipótesis resalta algún aspecto o dato relevante dentro de la historia del fenómeno de desbalances globales: las condiciones internacionales, las condiciones domésticas de la economía norteamericana, el rol de la economía china y las fricciones financieras en pleno proceso de integración financiera mundial. En la práctica, es probable que más de un mecanismo haya estado en ejecución en la expansión de los desbalances, pero ésta ha evidenciado que se ha dejado de lado dimensiones importantes en el proceso de ajuste internacional de los países y de su fragilidad financiera. Tal como afirman Gourinchas y Rey (2014), las propiedades de las hojas de balance internacionales de los países determinan cómo los diferentes choques se propagan entre ellos y cómo éstos se ajustarán. Por tanto, quedará pendiente dentro de la literatura económica integrar los diferentes enfoques para dar una versión sintetizada de los hechos y obtener una visión profunda del panorama financiero internacional.

### BIBLIOGRAFÍA

- **Borio, C. y Disyatat, P. (2011).** Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?. BIS Working Papers No 346.
- **Bernanke, B. (2005).** The global saving glut and the U.S. current account deficit. Sandridge Lecture. Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, Federal Reserve Board, March.
- **Caballero, R., Farhi, E. y Gourinchas, P. (2008a).** An equilibrium model of global imbalances and low interest rates. *American Review*, vol. 98(1), 358-393.
- **Caballero, R., Farhi, E. y Gourinchas, P. (2008b).** Financial crash, commodity prices and global imbalances. *Brooking Papers on Economic Activity*, vol. 2, 1-55.
- **Caballero, R., Farhi, E. y Gourinchas, P. (2016).** Global imbalances and currency wars at the ZLB. NBER Working Paper No 21670.
- **Chinn, M. e Ito, H. (2007).** Current account balances, financial development and institutions: assaying the world 'savings glut'. *Journal of International Money and Finance*, vol. 26(4), 546-569.
- **Chinn, M. e Ito, H. (2008).** Global current account imbalances: American fiscal policy versus East Asian savings. *Review of International Economics*, vol. 16(3), 479-498.
- **Dooley, M., Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (2004).** The revived Bretton Woods system. *International Journal of Finance & Economics*, vol. 9(4), 307-313.
- **Fondo Monetario Internacional (FMI) (2014).** World economic outlook. Western Hemisphere: tale of two adjustments. Obtenido de <https://www.imf.org>.
- **Fondo Monetario Internacional (FMI) (2017).** Regional economic outlook. Legacies, Clouds, Uncertainties. Obtenido de <https://www.imf.org>.
- **Gourinchas, P. y Rey, H. (2014)** External adjustment, Global imbalances, Valuation effects. *Handbook of International Economics*, vol. 4, 585-641.
- **Mendoza, E., Quadrini, V. y Rois-Rull, V. (2009).** Financial integration, financial development, and global imbalances. *Journal of Political Economy*,