

# *documentos de economía "la Caixa"*

N.º 05 ABRIL 2007

## **La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos**

Enric Fernández

## ”la Caixa”

Servicio de Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

[www.estudios.lacaixa.es](http://www.estudios.lacaixa.es)

Correo-e: [publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionesestudios@lacaixa.es)

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. La CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona - ”la Caixa”, 2007

© Enric Fernández

## **La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos**

Enric Fernández\*

**Resumen:**

El déficit exterior de Estados Unidos se situó alrededor del 6,5% del PIB en 2006, el mayor déficit en más de cincuenta años. Aunque una minoría de analistas ha sugerido que esta situación podría mantenerse indefinidamente, lo cierto es que la mayor parte de los especialistas sostiene que el actual déficit no es sostenible y deberá ajustarse. Este estudio aclara algunos conceptos básicos en torno a este debate y presenta un análisis que corrobora la opinión de dicha mayoría. En contraposición a algunos escenarios catastrofistas, este estudio argumenta que un ajuste que sitúe el déficit comercial alrededor del 2,5% del PIB es suficiente para garantizar la sostenibilidad. Si el ajuste se produce de manera gradual (en 5-7 años) implicaría una depreciación del dólar en promedio de algo menos del 10% desde el nivel actual. La depreciación debería ser mayor frente a las monedas asiáticas que frente al euro. Este es el escenario que parecen anticipar los mercados financieros.

Códigos JEL: F31, F32, F37

Palabras clave: sostenibilidad, cuenta corriente, dólar.

**Abstract:**

The external current account deficit of the United States reached 6.5% of GDP in 2006, the largest deficit in more than fifty years. Some observers have argued that this situation could be sustained indefinitely. Most analysts, however, believe that the external deficit is unsustainable and that it will need to adjust. This paper seeks to clarify some basic concepts underlying this debate and presents an analysis that backs the mainstream view. In contrast with some gloomy scenarios, the paper argues that an adjustment that reduces the trade deficit to about 2.5% of GDP would be sufficient to achieve external sustainability. If this adjustment takes place gradually (say in 5-7 years), the dollar would have to depreciate by less than 10% in effective terms from its current level. The depreciation should be larger against the Asian currencies than against the euro. This is the scenario that financial markets seem to be anticipating.

JEL Codes: F31, F32, F37

Keywords: sustainability, current account, dollar.

## ÍNDICE

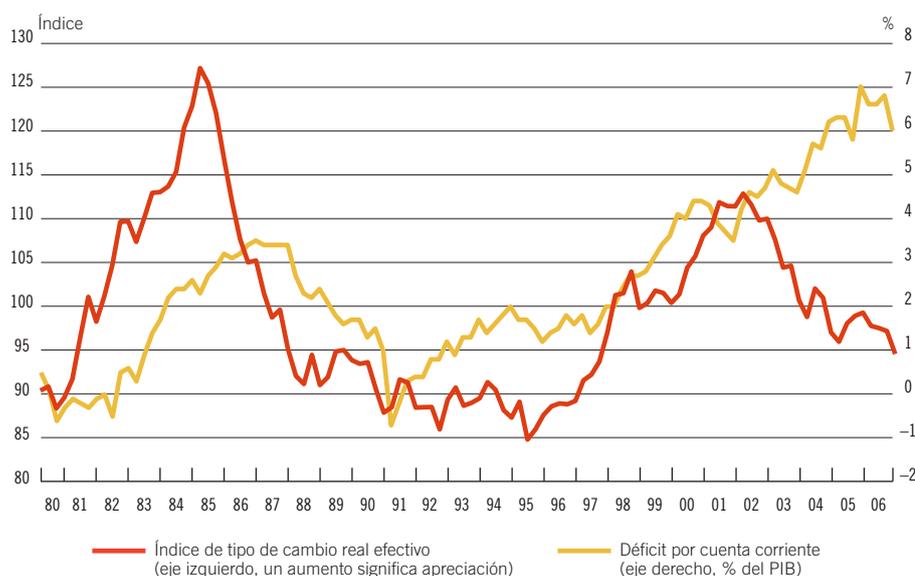
1. Introducción	5
2. La situación de la balanza de pagos en Estados Unidos	7
3. Sostenibilidad del déficit exterior	12
3.1. Un análisis simplificado	12
3.2. Un análisis más completo	15
4. El futuro del dólar	19
5. Conclusiones	23
Referencias	25



## 1. Introducción

El déficit por cuenta corriente de Estados Unidos superó los 850.000 millones de dólares en 2006, aproximadamente 6,5% del PIB. Este es, con diferencia, el mayor déficit del país en, al menos, cincuenta años. A mediados de los años ochenta, en un episodio con ciertas similitudes, el déficit alcanzó un récord de casi 3,5% del PIB. En aquella ocasión, se redujo progresivamente hasta alcanzar el 1% del PIB en 1990 (véase gráfico 1.1). El crecimiento económico no se resintió. El dólar, que había alcanzado sus cotas máximas en 1985, se depreció un 40%. Es natural preguntarse si la situación actual está destinada a tener un final similar.

**GRÁFICO 1.1 A pesar de la depreciación del dólar desde 2002, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos ha seguido una tendencia alcista**



NOTA: El tipo de cambio real efectivo es un indicador de la competitividad de EE.UU. frente a sus principales socios comerciales. Un aumento (apreciación) significa una pérdida de competitividad.

FUENTE: Departamento de Comercio de Estados Unidos.

La respuesta depende, en primer lugar, de si el déficit es sostenible. Algunas voces señalan que en un mundo cada vez más globalizado, EE.UU. no debería tener problemas para financiar un déficit como el actual indefinidamente (Stockman, 2005; Hausmann y Sturzenegger, 2006). La mayoría de observadores, sin embargo, creen que el déficit es insostenible y deberá ajustarse (Obstfeld y Rogoff, 2005 y 2007; Krugman, 2006; Blanchard *et al.* 2005). El objetivo principal de este documento es aclarar algunos conceptos en torno a este debate. Anticipamos una conclusión: aunque la globalización ha contribuido a subir el volumen del déficit que puede ser sostenible, el déficit actual está por encima de este nivel y deberá reducirse. El proceso de ajuste no tiene por qué ser traumático y el dólar, después de depreciarse más de un 15% en términos reales desde 2002, se deberá depreciar algo más, pero no necesariamente tanto como algunos analistas auguran. Una reducción gradual del déficit hasta el 2,5% del PIB es un escenario razonable de ajuste. Esto implicaría una depreciación

del dólar, en promedio, de algo menos del 10% desde el nivel actual. La depreciación debería ser mayor frente a las monedas asiáticas (más del 10%) que frente al euro (menos del 5%). No se puede descartar, sin embargo, un ajuste más brusco.

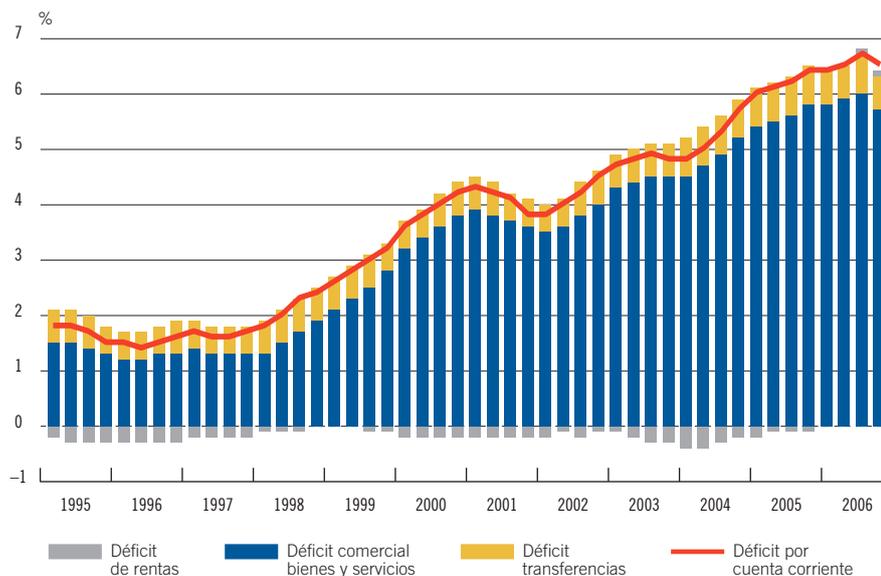
El documento se estructura de la siguiente manera: como prolegómeno a la discusión central, la sección 2 presenta la situación de la balanza de pagos en Estados Unidos, a la vez que repasa algunos conceptos básicos. La sección 3 contiene la discusión sobre sostenibilidad. En ella se utilizan algunas ecuaciones, pero son pocas y simples, y no deberían disuadir al lector de continuar hasta la sección 4, donde discutimos la repercusión de un ajuste en el déficit comercial sobre el dólar. La última sección presenta las conclusiones.

## 2. La situación de la balanza de pagos en Estados Unidos

Aunque a menudo los términos se confunden, la balanza por cuenta corriente y la balanza comercial no son exactamente lo mismo. La balanza comercial es la diferencia entre el valor de las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios<sup>1</sup>. La balanza por cuenta corriente añade, además, la diferencia entre otros ingresos y pagos «corrientes» como intereses, dividendos, remesas o ayuda oficial. En la práctica, estos otros flujos (que se agrupan en las denominadas balanza de rentas y balanza de transferencias) acostumbran a ser mucho menores que los derivados de las exportaciones y las importaciones y, por ello, la diferencia entre los saldos de la balanza comercial y la balanza por cuenta corriente tiende a ser pequeña. Los últimos datos disponibles para Estados Unidos indican que el déficit por cuenta corriente superó los 850.000 millones de dólares en 2006, un 6,5% del PIB. La mayor parte del déficit se explica por el saldo negativo de la balanza comercial (760.000 millones de dólares o 5,7% del PIB). Las transferencias netas al exterior (84.000 millones o 0,7% del PIB) y el déficit en la balanza de rentas (11.000 millones o 0,1% del PIB) aportaron el resto. El gráfico 2.1 muestra que la mayor parte del incremento en el déficit por cuenta corriente en la última década también se explica por el aumento del déficit comercial.

**GRÁFICO 2.1 El déficit por cuenta corriente se ha disparado en la última década**

Acumulado 4 trimestres en porcentaje del PIB



FUENTES: Departamento de Comercio de Estados Unidos y elaboración propia.

El déficit por cuenta corriente debe financiarse mediante entradas netas de capital internacional, lo cual aumenta el endeudamiento neto (o reduce la posición inversora neta). Así, en cada período, el saldo de la cuenta financiera, por definición, es de igual magnitud pero

1. En algunas ocasiones, el término balanza comercial se utiliza en exclusiva para referirse al saldo comercial de bienes, mientras el saldo comercial de servicios se relega a la llamada balanza de servicios. En general, el contexto en que se utilizan los términos es clarificador.

de signo contrario al saldo de la cuenta corriente. Los flujos de capital toman diferentes formas y pueden incluir depósitos bancarios, préstamos al gobierno o al sector privado empresarial, o la compra de acciones, activos mobiliarios o instrumentos financieros como cédulas hipotecarias. Por ejemplo, las ventas del emblemático Rockefeller Center de Nueva York a Mitsubishi y de la productora cinematográfica Columbia a Sony son dos transacciones que contribuyeron a la financiación del déficit por cuenta corriente norteamericano a finales de la década de los ochenta<sup>2</sup>. Los datos más recientes para 2006 indican que la colocación de deuda por parte de las empresas y el gobierno fue la fuente de financiamiento exterior más importante; destaca, en particular, la adquisición por parte de bancos centrales y otras agencias oficiales extranjeras de cerca de 250.000 millones de dólares de deuda del gobierno<sup>3</sup>. Como resultado de los continuos déficits exteriores, la deuda neta de Estados Unidos sobrepasaba el 20% del PIB en 2005 (el último año para el que hay datos disponibles).

Por otra parte, el aumento de la deuda neta como resultado de un déficit corriente repercute también en déficits futuros. Esto sucede porque la deuda (entendida en un sentido amplio, incluyendo todos los posibles vehículos de financiación) genera una serie de pagos, sea por intereses, dividendos, alquileres, etc., que se reflejan en la balanza de rentas de la cuenta corriente. La tabla 2.1 muestra el caso hipotético de un país con un saldo inicial de deuda igual a cero y un déficit comercial de \$100. Como la balanza de rentas en el primer período es cero (porque no hay deuda), el déficit corriente es igual al déficit comercial. En los siguientes períodos, sin embargo, el déficit corriente crece a pesar de que el déficit comercial se mantiene constante. Este efecto «bola de nieve», que es más importante cuanto mayor es la tasa de interés, puede generar una dinámica explosiva del nivel de deuda en relación al PIB. Para evitar tal situación, la tasa de interés que un país debe pagar sobre su deuda externa debe mantenerse suficientemente baja en relación a la tasa de crecimiento del PIB.

**TABLA 2.1 Ejemplo de cómo el déficit corriente tiende a crecer aunque el déficit comercial sea constante**

PERÍODO	DEUDA A PRINCIPIO DEL PERÍODO (1)	DÉFICIT COMERCIAL (2)	DÉFICIT DE RENTAS (3)	DÉFICIT CORRIENTE (4)=(2)+(3)	DEUDA A FINAL DEL PERÍODO (5)=(1)+(4)
1	\$0	\$100	\$0	\$100	\$100,0
2	\$100,0	\$100	\$10,0	\$110,0	\$210,0
3	\$210,0	\$100	\$21,0	\$121,0	\$331,0
4	\$331,0	\$100	\$33,1	\$133,1	\$464,1
5	\$464,1	\$100	\$46,4	\$146,4	\$610,5
...	...	...	...	...	...
10	\$1.357,9	\$100	\$135,8	\$235,8	\$1.593,7

NOTA: El ejemplo supone que el tipo de interés sobre la deuda es 10%.  
FUENTE: Elaboración propia.

2. Estas dos transacciones –en las cuales compañías extranjeras adquirieron posiciones de influencia en la gestión de compañías domésticas– constituyen ejemplos de lo que se denomina inversión directa.

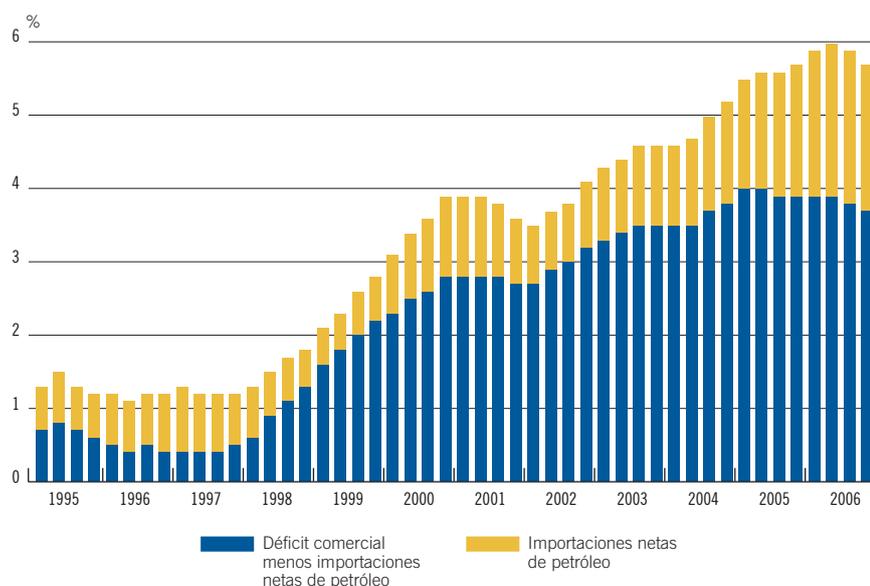
3. Esto excluye una cantidad incierta pero a buen seguro nada despreciable de inversiones de petrodólares por parte de países exportadores de crudo que no se clasifican como «oficiales».

Una forma de interpretar el déficit por cuenta corriente es como la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión doméstica. En una economía cerrada, toda la inversión se debe financiar mediante el ahorro doméstico de empresas, hogares y gobierno. Sin embargo, en una economía abierta, parte de la inversión doméstica se puede financiar con ahorro del resto del mundo. Tal y como hemos dicho antes, la entrada de este ahorro externo se ve reflejada en el saldo de la balanza financiera, que es igual al déficit por cuenta corriente. Por lo tanto, el déficit por cuenta corriente es idéntico al exceso de inversión doméstica sobre el ahorro nacional.

La mayoría de estudios que analizan el déficit por cuenta corriente en Estados Unidos lo hacen desde la perspectiva de la evolución del binomio ahorro-inversión. Sin duda, uno podría intentar explicar la evolución del déficit exterior apelando a cambios en los precios del petróleo, el fin de las cuotas en el comercio internacional de productos textiles, la emergencia de China como gran productor de manufacturas a bajo precio, y otros factores de carácter comercial (el gráfico 2.2, por ejemplo, muestra cómo las importaciones de petróleo han tenido un impacto notable sobre el déficit de los dos últimos años). Pero cada uno de estos factores puede explicar a lo sumo una pequeña parte del cambio en el déficit exterior observado en la última década. Una alternativa a este enfoque es la búsqueda de explicaciones de la evolución de la inversión y el ahorro en estos años. Entre las varias teorías que se han propuesto, Bernanke (2005), por ejemplo, argumenta que el comportamiento de los países emergentes ha jugado un rol fundamental en las decisiones de ahorro e inversión de EE.UU. Según esta teoría, el aumento del ahorro de los países emergentes (sobre todo Asia) después de las crisis de la segunda mitad de los noventa ha supuesto una fuerte apreciación de activos y una reducción de los tipos de interés, lo que ha disminuido el ahorro de EE.UU. y ha contribuido a mantener el ritmo inversor.

### GRÁFICO 2.2 Las importaciones de petróleo han contribuido al deterioro del déficit comercial en los dos últimos años

Acumulado 4 trimestres en porcentaje del PIB

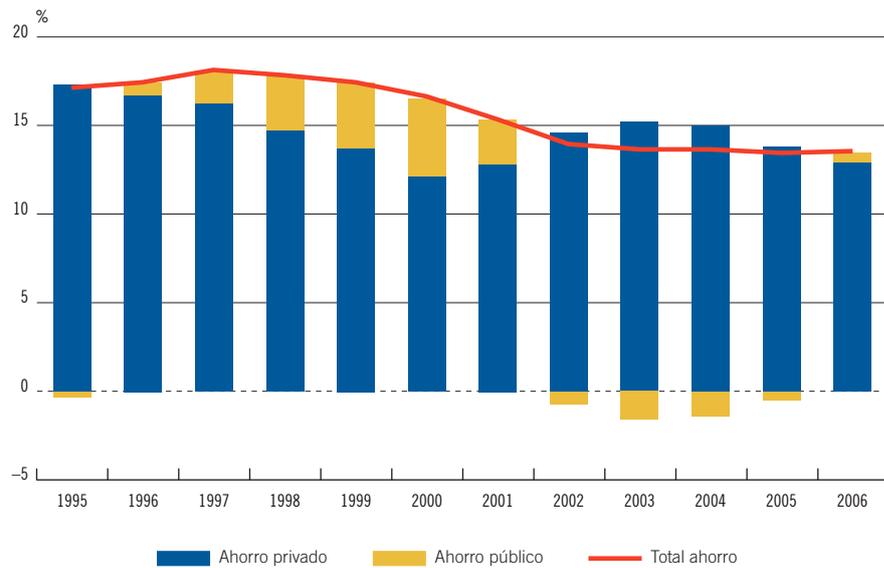


FUENTE: Departamento de Comercio de Estados Unidos.

En efecto, el deterioro de la balanza comercial y por cuenta corriente de Estados Unidos ha coincidido con una caída drástica de la tasa de ahorro (véase gráfico 2.3). Desde 1997 hasta 2006, la tasa de ahorro cayó en 4,5 puntos del PIB (del 18% al 13,5% del PIB) mientras que el déficit por cuenta corriente aumentó en 5 puntos del PIB (aproximadamente del 1,5% al 6,5% del PIB). En un primer subperíodo, coincidiendo con el *boom* de las tecnologías de la información desde 1997 hasta 2000, la tasa de ahorro privada disminuyó 4 puntos del PIB, lo que compensó con creces un aumento sustancial (de casi 2½ puntos del PIB) del ahorro público. Tal situación se invirtió después de la caída bursátil de 2000, cuando el ahorro público comenzó una caída que no hizo más que intensificarse después de los ataques terroristas de septiembre de 2001. Una ligera recuperación del ahorro público en los dos últimos años se ha visto compensada de nuevo por un deterioro de la tasa de ahorro privado<sup>4</sup>. Por otro lado, la tasa de inversión en la última década ha fluctuado mucho menos y, por lo tanto, parece haber ejercido una menor influencia que el ahorro sobre la evolución del déficit exterior. Por todo ello cabría esperar que el eventual ajuste del déficit sea el resultado de un aumento de la tasa de ahorro.

**GRÁFICO 2.3.a El ahorro cayó fuertemente entre 1997 y 2003, por el sector privado primero y por el sector público después**

Porcentaje del PIB

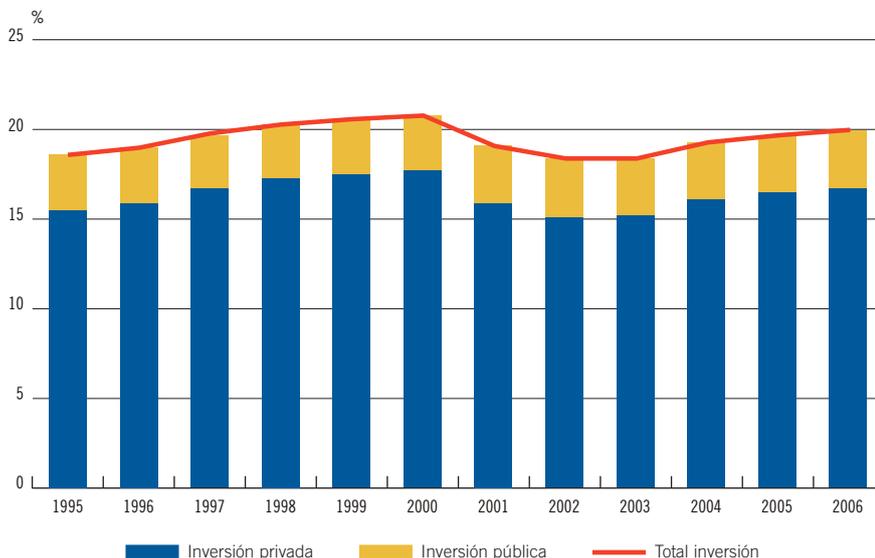


FUENTES: Departamento de Comercio de Estados Unidos y estimaciones propias.

4. En general, la tasa de ahorro privado tiende a compensar los cambios en la tasa de ahorro público. Erceg *et al.* (2005) estiman que en EE.UU. una reducción del déficit fiscal de 1% del PIB sólo reduce el déficit exterior en 0,2% del PIB.

**GRÁFICO 2.3.b La inversión ha fluctuado menos, cayendo algo la privada con el pinchazo de la burbuja tecnológica y recuperándose entre 2004 y 2006**

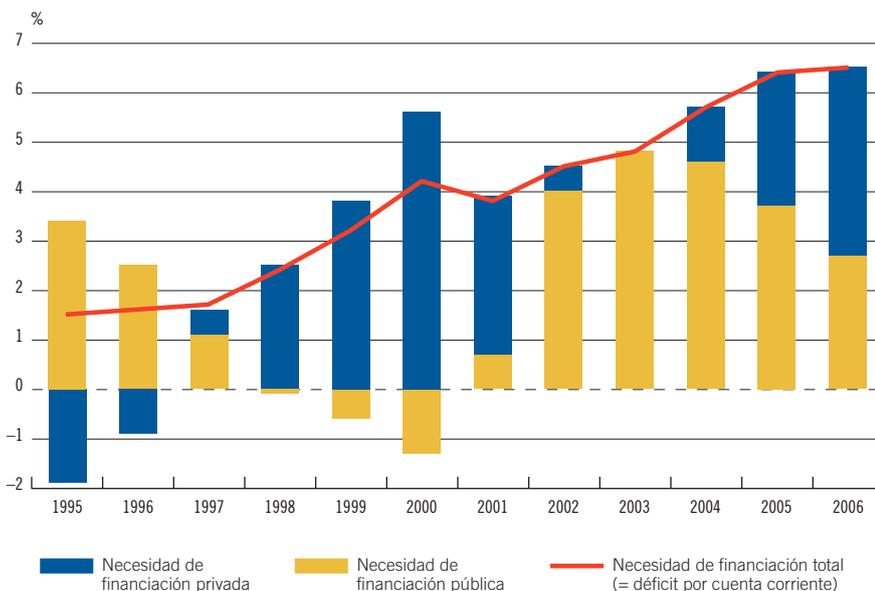
Porcentaje del PIB



FUENTES: Departamento de Comercio de Estados Unidos y estimaciones propias.

**GRÁFICO 2.3.c De un gran déficit de ahorro privado a finales de los noventa se pasó a un gran déficit de ahorro público a principios de 2000, y a una contribución similar de ambos sectores al déficit total más recientemente**

Porcentaje del PIB



FUENTES: Departamento de Comercio de Estados Unidos y estimaciones propias.

### 3. Sostenibilidad del déficit exterior

En esta sección analizamos si el déficit actual se puede mantener indefinidamente. Como ya hemos explicado, el déficit por cuenta corriente tiende a aumentar el endeudamiento con respecto al resto del mundo (entiéndase endeudamiento en un sentido amplio, incluyendo todos los activos en manos de extranjeros que generan un derecho a recibir pagos en el futuro). Una manera de juzgar la sostenibilidad de un déficit es evaluar, por lo tanto, la sostenibilidad del nivel de deuda asociado a ese déficit.

Un nivel de deuda es sostenible si genera un pago por intereses soportable por parte del país deudor. Como la capacidad de pago viene determinada por el nivel de renta, esta condición requiere que la deuda se estabilice en un nivel que no sea demasiado alto en relación al PIB. La experiencia y la lógica sugieren que el nivel máximo de deuda que un país puede soportar varía, dependiendo por ejemplo de su capacidad para aumentar la recaudación fiscal, de generar exportaciones, o del tipo de instrumentos que utiliza para atraer el capital extranjero<sup>5</sup>. Todos estos factores contribuyen a determinar el tipo de interés sobre la deuda.

Es importante dejar claro que la estabilización de la deuda no es una condición suficiente para garantizar la sostenibilidad. La deuda se podría estabilizar, pero a un nivel tan alto que dejaría al país vulnerable a una desaceleración del crecimiento, a subidas de tipos de interés, o al vaivén de los flujos de capital internacional. Anticipando estas eventualidades, los inversores internacionales tenderán a demandar mayores primas de riesgo a países más endeudados. También es importante la sostenibilidad política de un determinado nivel de deuda. En una situación hipotética, la deuda se podría estabilizar en un 300% del PIB. Si el tipo de interés sobre esta deuda es 10%, esto implicaría que el país dedicaría cada año el 30% de su PIB para pagar intereses a no residentes. Ante esta situación, la tentación de los residentes de este país de repudiar la deuda sería altísima. Un nivel de deuda del 300% del PIB también implicaría que buena parte del stock de capital de la economía estuviera en manos extranjeras, algo que políticamente puede no ser sostenible.

#### 3.1. Un análisis simplificado

El análisis de un caso muy simple servirá para aclarar algunos conceptos fundamentales. Supongamos que EE.UU. financia la totalidad de su déficit por cuenta corriente con deuda a un tipo de interés fijo. El nivel de deuda neto evolucionaría entonces de acuerdo a la siguiente ecuación:

$$D_t = D_{t-1} + i \cdot D_{t-1} + X_t = (1 + i) \cdot D_{t-1} + X_t \quad (1)$$

donde

$D_t$  representa el nivel de deuda a final del año  $t$  en dólares (utilizamos un signo positivo si el país es un deudor neto);

5. Reinhart *et al.* (2003) documentan que más del 50% de episodios de impago de deuda externa entre países de renta media en 1970-2001 ocurrieron en niveles de deuda que no superaban el 60% del PIB y sugiere que muchos de estos países son incapaces de sostener un nivel de deuda externa superior al 20% del PIB.

$i$  es el tipo de interés nominal sobre la deuda (que suponemos que no varía a lo largo del tiempo o con el nivel de deuda); por lo tanto,  $i \cdot D_{t-1}$  es el pago por intereses durante el año  $t$  o el déficit de la balanza de rentas del año  $t$  en dólares (una cantidad positiva si el país es un deudor neto); y

$X_t$  es la suma del déficit comercial y de transferencias del año  $t$  en dólares (para ahorrar palabras de aquí en adelante nos referiremos a este variable como el déficit comercial; utilizamos también un signo positivo en el caso de déficit).

Por lo tanto,  $i \cdot D_{t-1} + X_t$  es el déficit por cuenta corriente del año  $t$ , lo que es igual al aumento de deuda neta.

Si dividimos los dos lados de esta ecuación por el nivel del PIB en el año  $t$  ( $Y_t$  o, de manera equivalente,  $(1+g) \cdot Y_{t-1}$  donde  $g$  representa la tasa de crecimiento nominal del PIB, que suponemos constante) obtenemos:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{(1+i)}{(1+g)} \cdot \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{X_t}{Y_t} \quad (2)$$

Esta expresión implica que si la tasa de crecimiento del PIB ( $g$ ) es igual a la tasa de interés ( $i$ ), la estabilización de la deuda en proporción al PIB exige que el déficit comercial ( $X$ ) sea cero. Si la tasa de interés es mayor que la tasa de crecimiento, la persistencia de un déficit comercial hace crecer el peso de la deuda sin límite. En cambio, si la tasa de crecimiento es mayor que la tasa de interés, la deuda se estabiliza a pesar de mantener un déficit comercial permanente. Si en la ecuación (2) imponemos la igualdad  $\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} = \left(\frac{D}{Y}\right)^*$  (la estabilización de la deuda) podemos encontrar una expresión para el nivel que la deuda alcanza a largo plazo como consecuencia de mantener un déficit comercial  $\left(\frac{X}{Y}\right)$  y en función de la tasa de crecimiento y la tasa de interés:

$$\left(\frac{D}{Y}\right)^* = \frac{(1+g)}{(g-i)} \cdot \left(\frac{X}{Y}\right) \quad (3)$$

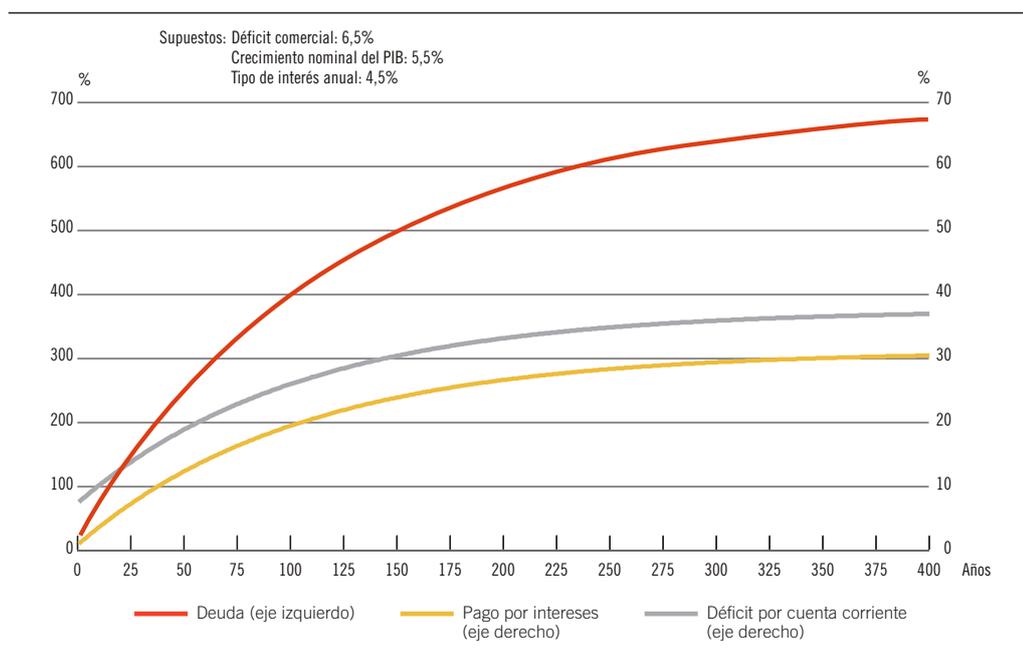
La tabla 3.1 presenta la deuda resultante para diferentes valores del déficit comercial y la tasa de interés. Los cálculos utilizan una tasa de crecimiento nominal del PIB de 5,5%, aproximadamente el promedio en EE.UU. desde 1990. Este crecimiento sería, por ejemplo, el resultado de suponer un crecimiento de la productividad del 2% anual, un crecimiento poblacional del 1%, y una inflación anual del 2,5%. La tabla muestra que un déficit comercial de 6,5% del PIB eleva la deuda en el largo plazo por encima de 650% del PIB si el tipo de interés es de 4,5%, que fue la remuneración media sobre la deuda bruta de Estados Unidos en 2006 (incluyendo bonos, acciones, inversión directa, etc.)<sup>6</sup>. En comparación, a finales de 2005, la deuda neta de EE.UU. estaba ligeramente por encima del 20% del PIB. Aun-

6. Este es el número que resulta de dividir el total de pagos anualizados en la cuenta de rentas de la balanza de pagos (disponible para los tres primeros trimestres del año) por el valor de activos norteamericanos en manos de no residentes a finales de 2005 (datos publicados por el Departamento de Comercio de Estados Unidos en [www.bea.gov](http://www.bea.gov)).

**TABLA 3.1 Nivel de deuda a largo plazo en una economía con crecimiento nominal del PIB de 5,5% (% del PIB)**

Déficit comercial (% del PIB)	3	4	5	6	6,5
<i>Tipo de interés nominal (%)</i>					
1	70	94	117	141	152
2	90	121	151	181	196
3	127	169	211	253	274
4	211	281	352	422	457
4,5	317	422	528	633	686

FUENTE: Elaboración propia.

**GRÁFICO 3.1 Proyecciones de la deuda de Estados Unidos**  
Porcentaje del PIB

FUENTE: Elaboración propia.

que en este escenario la convergencia de la deuda al nivel de largo plazo sería relativamente lenta, en menos de 15 años el stock de deuda alcanzaría más del 100% del PIB (véase gráfico 3.1). Incluso con un tipo de interés del 1% (lo que implica un tipo de interés real negativo), la deuda se estabilizaría a un nivel que pocos considerarían factible. Mussa (2005), por ejemplo, cree que la deuda neta no podría alcanzar el 100% del PIB sin desencadenar una crisis (como resultado, en parte, de un aumento de la prima de riesgo de la deuda) y sitúa los niveles razonables de deuda por debajo de 50% del PIB<sup>7</sup>.

7. Michael Mussa fue economista jefe del Fondo Monetario Internacional entre 1991 y 2001.

El análisis anterior sugiere que un déficit comercial del 6,5% del PIB no es sostenible. Como hemos visto, en menos de 15 años la deuda superaría el 100% del PIB, momento en el que el déficit corriente estaría por encima del 11% del PIB (pues ese stock de deuda generaría unos pagos por intereses de más del 4,5% del PIB). Pero, ¿qué ocurriría si fuera el déficit corriente, no el comercial, el que se mantiene constante en el 6,5% del PIB a lo largo del tiempo? ¿Sería entonces esta situación sostenible? Si lo fuera, ¿quiere esto decir que si EE.UU. mantiene el déficit corriente al nivel actual, el dólar no necesitará depreciarse para facilitar un ajuste del déficit? Como primer paso para contestar estos interrogantes podemos utilizar la ecuación (2) para encontrar una expresión para el nivel de deuda de equilibrio en el largo plazo en función de un déficit por cuenta corriente  $i \cdot D_{t-1} + X_t = Z_t$ . La ecuación se puede reescribir entonces como  $\frac{D_t}{Y_t} = \frac{1}{(1+g)} \cdot \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{Z_t}{Y_t}$  e imponiendo la condi-

ción de estabilización de deuda obtenemos  $\left(\frac{D}{Y}\right)^* = \frac{1+g}{g} \cdot \left(\frac{Z}{Y}\right)$ . Para los parámetros utiliza-

dos anteriormente, la deuda alcanzaría 125% del PIB, un nivel mucho menor al que hemos estimado antes y que algún optimista podría considerar sostenible. Nosotros continuamos pensando que es un nivel (seis veces mayor que el actual) demasiado alto. De todas maneras, es crucial reconocer que, como suponemos que el déficit corriente se mantiene constante en el 6,5% del PIB y el pago por intereses crece en el largo plazo hasta el 5,6% del PIB (esto es  $0,045 \times 125$ ), la situación que analizamos implica una reducción del déficit comercial desde el 6,5% del PIB a menos del 1% del PIB. Así pues, lo que este ejercicio está planteando es si una reducción paulatina del déficit comercial hasta el 1% del PIB desemboca en un nivel de deuda sostenible. No debemos olvidar, sin embargo, que tal ajuste irá generalmente acompañado de una depreciación real del tipo de cambio. Por lo tanto, aun cuando alguien concluyera que un déficit corriente del 6,5% del PIB es sostenible, de ello no se puede derivar que el dólar no tiene por qué depreciarse.

### 3.2. Un análisis más completo

Una crítica al análisis de la sección anterior partiría de los datos del nivel de deuda de EE.UU. en los últimos años. Desde 2001, los déficits corrientes acumulados equivalen a cerca del 25% del PIB mientras que la posición deudora neta se ha deteriorado en menos de 5% del PIB, pasando de una deuda neta del 16% del PIB en 2000 al 20,5% del PIB en 2005. Esto no es consistente con lo que postula la ecuación (2) y, por lo tanto, abre interrogantes razonables sobre las proyecciones basadas en ese «modelo».

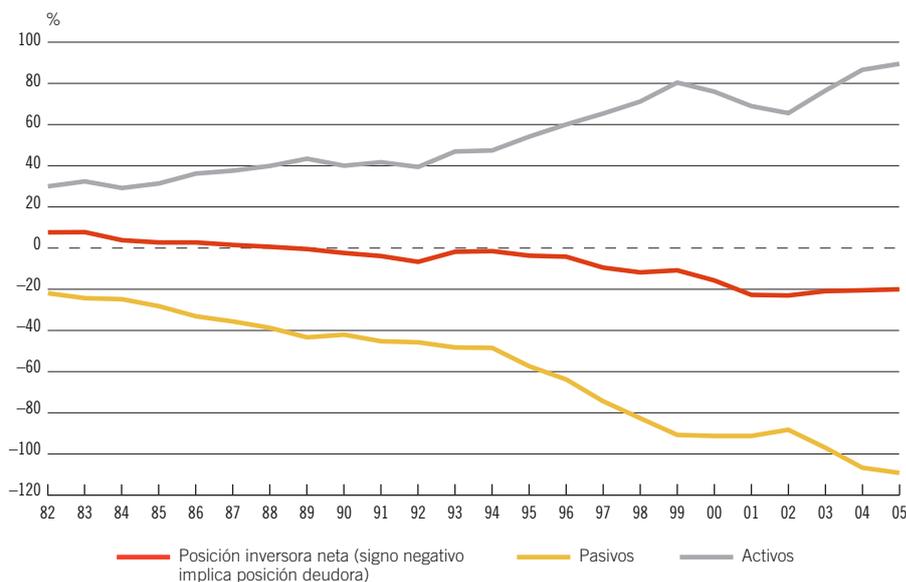
La gran diferencia entre los déficits acumulados y el aumento de deuda neta de los últimos años se debe a las ganancias y pérdidas de capital (o los cambios en la valoración) de activos y pasivos. Estas ganancias y pérdidas de capital se producen principalmente como resultado de variaciones en los tipos de cambio y el precio de los activos. Tal y como ocurre en otros países avanzados, la mayor parte del pasivo (la deuda) de Estados Unidos está denominado en su propia moneda mientras que, en su mayoría, los activos están denominados en moneda extranjera. Como consecuencia, la depreciación del dólar en 2001-2004 supuso una ganancia neta de capi-

8. Como el saldo de la balanza de rentas en Estados Unidos fue prácticamente cero en 2006, el déficit por cuenta corriente fue aproximadamente igual a la suma del déficit comercial y el déficit de transferencias.

tal que ha contribuido a reducir el nivel de endeudamiento<sup>9</sup>. Por otra parte, la evolución del precio de los activos ha constituido una importante fuente de ganancias de capital en 2002-2005 puesto que las bolsas se han revalorizado en mayor medida fuera de Estados Unidos. Ambos efectos son cuantitativamente importantes porque las posiciones brutas de activos y pasivos son de un orden de magnitud mucho mayor que la posición neta (véase gráfico 3.2).

### GRÁFICO 3.2 La posición deudora neta de Estados Unidos se ha deteriorado menos de lo que cabría esperar

A precios de mercado, en porcentaje del PIB



FUENTES: Departamento de Comercio de Estados Unidos y elaboración propia.

Además, en los últimos años, la balanza de rentas en Estados Unidos ha mostrado un superávit a pesar de que el país mantenía una posición deudora con el resto del mundo. Esto implica que la rentabilidad de los activos extranjeros de EE.UU. es mayor que el coste de sus pasivos, algo que contribuye a frenar el crecimiento del nivel de endeudamiento y que pasábamos por alto en las proyecciones de la sección anterior. Gourinchas y Rey (2007) documentan que este diferencial entre las tasas de retorno de activos y pasivos –al que denominan el «privilegio exorbitante»– ha sido una realidad desde el final de la Segunda Guerra Mundial. El diferencial se debe, por una parte, a un «efecto de composición» ya que Estados Unidos tiende a «tomar prestado» a corto plazo a través de instrumentos a bajo interés (por ejemplo bonos del gobierno) mientras «presta» a largo plazo a través de inversión directa y acciones<sup>10</sup>. En este sentido, Estados Unidos actúa como un banco o una entidad de capital-riesgo para el resto del mundo

9. Lo contrario acostumbra a ocurrir en mercados emergentes o economías subdesarrolladas, donde la mayor parte de deudas están denominadas en moneda extranjera. En estos países una depreciación de su moneda genera un empeoramiento de la posición deudora y puede precipitar una crisis (como en Argentina en 2001).

10. Un ejemplo extremo de instrumento de financiación a bajo coste es el dinero –el billete de dólar–. El billete verde es una especie de bono al portador emitido a perpetuidad que no paga interés alguno. Es aceptado como pago porque tiene un uso fuera de EE.UU. como medio de cambio (por ejemplo, en economías dolarizadas como Ecuador) y como depósito de valor (por ejemplo, de dinero negro). Esto proporciona a EE.UU. unos ingresos anuales por «señoreaje» de alrededor de 0,25% del PIB. A finales de 2005, 3,2% del total de pasivos extranjeros de Estados Unidos eran dólares en circulación.

y se beneficia de un generoso margen de intermediación. Por otra parte, también hay evidencia de que para cada tipo de activo, Estados Unidos acostumbra a ofrecer una rentabilidad menor que otros países, en parte debido al papel del dólar como moneda de reserva.

Estas observaciones sugieren que debemos incorporar a las ecuaciones utilizadas en la sección anterior la posibilidad de que las tasas de retorno (incluyendo interés y ganancias de capital) puedan diferir entre activos y pasivos extranjeros. Para ello, definimos  $P_t$  y  $A_t$  como el nivel de pasivos y activos extranjeros existente a final del año  $t$ ,  $r_p$  y  $r_A$  como las tasas de retorno respectivas, y  $D_t$  como la diferencia entre pasivos y activos (esto es, la posición deudora neta). La variable  $X$  continúa representando el déficit comercial, como en la sección anterior. En este caso, la evolución de la deuda neta viene dada por:

$$D_t = D_{t-1} + r_p \cdot P_{t-1} - r_A \cdot A_{t-1} + X_t \quad (4)$$

Utilizando la definición de deuda neta  $D_t = P_t - A_t$ , esta ecuación se puede reescribir de la siguiente manera:

$$D_t = (1+r_p) \cdot D_{t-1} + X_t - (r_A - r_p) \cdot A_{t-1} \quad (5)$$

Y, dividiendo por el nivel de PIB, obtenemos la ecuación completa que permite calcular el nivel al que la deuda se estabilizaría:

$$\frac{D_t}{Y_t} = \frac{(1+r_p)}{(1+g)} \cdot \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} + \left[ \frac{X_t}{Y_t} - \frac{(r_A - r_p)}{(1+g)} \cdot \frac{A_{t-1}}{Y_{t-1}} \right] \quad (6)$$

Es importante señalar el paralelismo entre las ecuaciones (2) y (6). Por una parte,  $i$  queda sustituida por  $r_p$ , que incorpora las ganancias de capital a la tasa de interés. Si el diferencial entre las tasas de retorno de activos y pasivos fuera nulo, ésta sería la única diferencia entre las ecuaciones (2) y (6). Por otra parte, un diferencial positivo entre las tasas de retorno de activos y pasivos contribuye a reducir el impacto del déficit comercial sobre el nivel de deuda. Este último efecto aumenta con el volumen de activos brutos.

Un ejemplo numérico ayudará a ilustrar que el efecto derivado del diferencial de tasas de retorno puede ser sustancial. Supongamos que el diferencial entre las tasas de retorno de activos y pasivos extranjeros ( $r_A - r_p$ ) es de 300 puntos básicos (3 puntos porcentuales). En este caso, si el país cuenta con activos extranjeros por valor de 100% del PIB, la deuda neta crecerá en casi un 3% del PIB menos que en el caso donde el diferencial entre las tasas de retorno es cero. Esto implica que un déficit comercial de 3% del PIB podría ser totalmente consistente con una deuda neta estable.

Si, tal y como hicimos en la sección anterior, imponemos en la ecuación (6) la igualdad  $\frac{D_t}{Y_t} = \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} = \left(\frac{D}{Y}\right)^*$  podemos encontrar el nivel de la deuda neta a largo plazo en función del déficit comercial y de la posición bruta de activos (que suponemos estable a largo plazo)<sup>11</sup>:

$$\left(\frac{D}{Y}\right)^* = \frac{1+g}{g-r_p} \cdot \left[ \frac{X}{Y} - \frac{r_A - r_p}{1+g} \cdot \frac{A}{Y} \right] \quad (7)$$

11. Por supuesto, si  $A$  pudiera ser arbitrariamente alto, la deuda neta podría contenerse a un nivel arbitrariamente bajo. Sin embargo, existen límites obvios a la acumulación de activos extranjeros al igual que cabría esperar que el diferencial de tasas de retorno se redujera a medida que  $A$  crece.

La tabla 3.2 muestra los resultados para diferentes valores del nivel de activos y del diferencial de tasas de retorno. Al igual que en la sección anterior, suponemos que la economía crece a una tasa constante del 5,5% en términos nominales y que la tasa de remuneración de pasivos es 4,5%. Aunque Gourinchas y Rey estiman que la tasa de retorno promedio de los pasivos de Estados Unidos en las últimas tres décadas ha sido algo superior, un mayor valor para este parámetro elevaría el nivel estacionario de deuda<sup>12</sup>. El mismo estudio también estima un diferencial promedio de retornos en las últimas tres décadas de 300 puntos básicos. Para el nivel de activos, utilizamos un rango por encima del nivel observado en 2005, que era cercano al 90% del PIB. Es lógico pensar que dentro del proceso de internacionalización de las carteras inversoras todavía queda margen para que EE.UU. acumule activos extranjeros. En cualquier caso, los resultados indican que para niveles realistas de activos brutos y diferencial de tasas de rentabilidad, un déficit comercial de 6,5% del PIB no estabiliza la deuda neta por debajo del 200% del PIB. El único nivel de deuda en esta tabla que la mayoría de observadores podría considerar sostenible es 86% pero se da bajo unos supuestos, un diferencial de tipos de 300 puntos básicos y un nivel de activos brutos de 200% del PIB, excesivamente optimistas; a este nivel de activos y deuda cabría esperar que el diferencial de rentabilidades se redujera sustancialmente, quizás hasta cambiar de signo.

**TABLA 3.2 Nivel de deuda neta a largo plazo consistente con un déficit comercial del 6,5% del PIB (en % del PIB)**

Diferencial de tasas de retorno entre activos y pasivos extranjeros (puntos básicos)	300	250	200	150	100
Activos brutos (% PIB)					
100	386	436	486	536	586
125	311	373	436	498	561
150	236	311	386	461	536
200	86	186	286	386	486

NOTA: Estos cálculos suponen que el crecimiento del PIB nominal es 5,5% y que la tasa de retorno de los pasivos es 4,5%.  
FUENTE: Elaboración propia.

En resumen, el análisis que hemos efectuado sugiere que, aun bajo supuestos optimistas, el actual déficit comercial de Estados Unidos no es sostenible. Tarde o temprano, por lo tanto, deberá reducirse. Este ajuste requerirá una redistribución del gasto mundial, con una caída del gasto de Estados Unidos y un aumento del gasto del resto del mundo. En la siguiente sección discutimos las implicaciones de este proceso sobre el dólar.

12. A medida en que  $r_p$  se acerca a la tasa de crecimiento del PIB, el nivel de deuda se dispara si el déficit comercial es alto (en concreto si la expresión entre corchetes de la ecuación (7) es de signo positivo).

#### 4. El futuro del dólar

Una reducción sustancial del déficit comercial de EE.UU. requiere necesariamente una depreciación real del dólar que abarate las exportaciones de Estados Unidos. Veamos por qué esto debe ser parte de un nuevo equilibrio. En ausencia de variaciones en el tipo de cambio del dólar, la reducción del gasto de EE.UU. recaería principalmente sobre la producción doméstica –un menor gasto supondría una disminución en la demanda de bienes no comerciables (que se producen domésticamente) y de bienes comerciables (la mayoría producidos en EE.UU. y otros importados)<sup>13</sup>–. Sin embargo, el primer efecto reduciría el precio relativo de los bienes no comerciables de EE.UU. en relación al mismo tipo de bienes en el resto del mundo. El segundo efecto tendería a reducir el precio relativo de los bienes comerciables producidos en Estados Unidos en relación a los precios de los bienes comerciables producidos en el resto del mundo. Ambos efectos causan una depreciación real del dólar y esto es lo que restaura un equilibrio en el mercado de bienes y evita una fuerte caída de la producción doméstica<sup>14</sup>.

Hoy en día existe un amplio consenso en torno a la opinión de que el dólar está destinado a depreciarse. Lo que no está tan claro es cuánto debe depreciarse, cuál es el riesgo de que esto ocurra de forma repentina, y cuáles serían las consecuencias macroeconómicas de un ajuste brusco en Estado Unidos y el resto del mundo.

La magnitud de la depreciación depende de cuál es el ajuste necesario del déficit comercial. En este sentido, los resultados de la sección anterior sugieren que para estabilizar la deuda a un nivel entre el actual (22% del PIB), o como mucho 50% del PIB, el déficit comercial debería reducirse a un rango entre 1,5% y 3% del PIB (desde 6,5% en 2006)<sup>15</sup>. Esto implica que el ajuste del déficit comercial debe rondar 4 puntos del PIB.

En un estudio reciente, Obstfeld y Rogoff (2005) estiman que una reducción del déficit comercial del 1% del PIB implica una depreciación efectiva del dólar del 3% si el ajuste ocurre de manera gradual (en 5-7 años) o del doble si ocurre de manera rápida (en 1-2 años)<sup>16,17</sup>. El efecto es aproximadamente lineal. Esto significa que un ajuste gradual de 4 puntos del PIB en el déficit comercial supondría una depreciación del dólar de aproximadamente 12%. La depreciación sería igual en términos reales y nominales pues las diferencias entre las tasas de inflación de las diferentes regiones son prácticamente nulas.

Parte de este ajuste, sin embargo, ya ha ocurrido. El impacto del tipo de cambio sobre el déficit comercial se da con un cierto retraso –la mayoría de estimaciones sugieren entre

13. El fenómeno por el cual los países acostumbran a saciar buena parte de su demanda de bienes comerciables con producción doméstica se ha denominado «sesgo doméstico en el consumo de bienes comerciables» y es el resultado, entre otras razones, de los costes de transporte internacionales.

14. Si, como parece razonable, la inflación del nivel general de precios en EE.UU. continúa siendo en promedio similar a la de sus principales socios comerciales, la depreciación nominal del dólar será similar a la depreciación real.

15. Estos son los resultados utilizando las ecuaciones de la sección anterior bajo escenarios que sitúan el nivel de activos brutos en 100% del PIB y el diferencial de tipos de interés entre 150 y 300 puntos básicos. El déficit por cuenta corriente asociado sería como mucho 3% del PIB. Otros análisis, como O'Neill (2007) o Bank of International Settlements (2006), llegan a resultados similares.

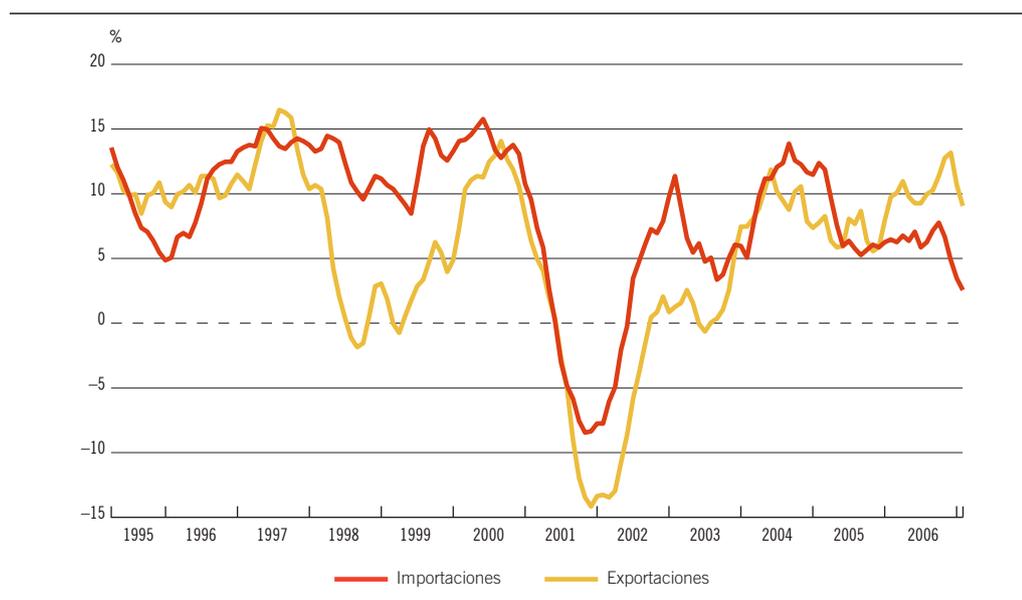
16. El estudio, ampliamente citado en discusiones sobre el futuro del dólar, utiliza un modelo de equilibrio general con shocks de demanda para estimar los efectos de un ajuste del déficit exterior de EE.UU. Como la movilidad de factores entre sectores es más costosa en el corto plazo, un reajuste rápido del déficit comercial requiere una mayor variación del tipo de cambio.

17. Una depreciación *efectiva* es una depreciación frente a las monedas de los principales socios comerciales.

uno y dos años. Así pues, el déficit comercial de 2006 está básicamente relacionado con el tipo de cambio del dólar durante los dos años precedentes. Durante este período, el dólar se ha depreciado 4% aproximadamente en términos reales efectivos. Si contamos esta depreciación como parte del ajuste que se estima necesario, el dólar «sólo» se debería depreciar un 8% más. La fuerte tasa de crecimiento de las exportaciones en los últimos meses –más del doble que la tasa de crecimiento de las importaciones por primera vez en los últimos diez años– parece confirmar que el proceso de ajuste está en marcha (véase gráfico 4.1). Suponiendo que el ajuste de la balanza comercial de Estados Unidos se reparte de igual manera entre Europa y Asia, el estudio de Obstfeld y Rogoff encuentra que la depreciación del dólar frente a las monedas asiáticas debería ser mayor que frente al euro. Así, las monedas asiáticas se depreciarían más de un 10% frente al dólar, mientras que el euro lo haría en menos de un 5%. Estos cálculos suponen que las monedas de los otros principales socios comerciales de EE.UU. también se depreciarían, en promedio, 8%. Si, por el contrario, su depreciación fuera menor, las monedas asiáticas y el euro se deberían depreciar más para que el dólar sufriera una depreciación efectiva del 8%.

**GRÁFICO 4.1.a El volumen de las exportaciones ha estado creciendo más rápido que el de las importaciones desde la segunda mitad de 2005**

Cambio porcentual anual de medias móviles de 3 meses, precios constantes

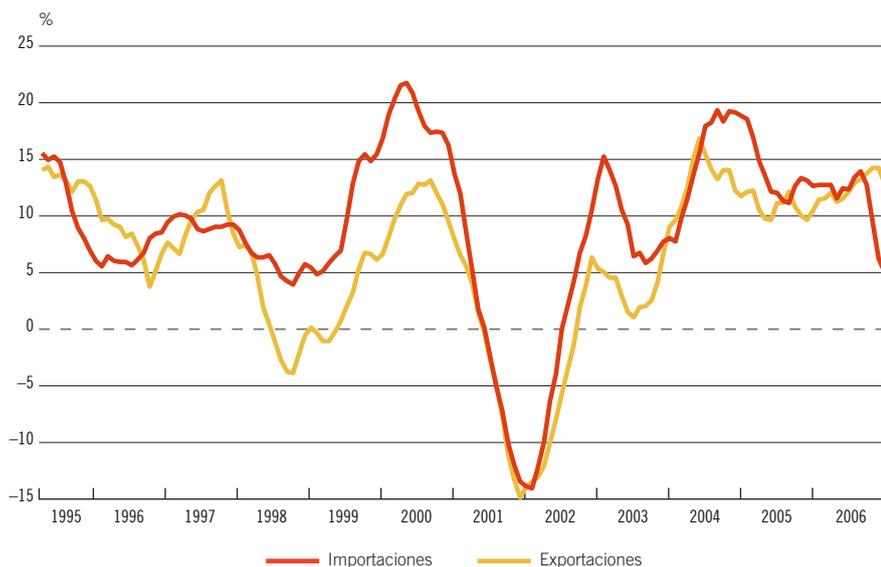


FUENTE: Departamento de Comercio de Estados Unidos.

Este escenario de ajuste gradual es el que los mercados parecen estar anticipando. Actualmente, la tasa de interés de los bonos del Tesoro americano a 5 años se encuentra alrededor de 4,4%, mientras la tasa de los bonos europeos es de 3,9% y la de los bonos japoneses 1,2%. Estas tasas de retorno se igualarían al cabo de cinco años si el dólar se depreciara 2,5% frente al euro y 17% frente al yen. Esto representaría una depreciación efectiva del dólar frente a estas dos monedas de algo menos del 10%, consistente con el escenario de ajuste descrito más arriba.

**GRÁFICO 4.1.b En valor, sin embargo, el crecimiento de las exportaciones sólo ha empezado a superar a las importaciones en el último trimestre de 2006**

Cambio porcentual anual de medias móviles de 3 meses, precios corrientes



FUENTE: Departamento de Comercio de Estados Unidos.

En un escenario en el que Asia no permite que sus monedas se aprecien significativamente frente al dólar y en el que Europa soporta el ajuste del déficit de EE.UU. la apreciación del euro sería considerable (más del 20% en el caso de un ajuste gradual). En este caso, Europa pasaría a tener un importante déficit comercial, mientras que el superávit de Asia crecería desde los niveles actuales, pues las monedas asiáticas se depreciarían frente al euro. Esta situación sería difícilmente sostenible tanto desde un punto de vista de gestión de la política macroeconómica (por los costes crecientes de «esterilización» en Asia) como desde una perspectiva política (dadas las posibles presiones proteccionistas)<sup>18</sup>. Claramente, este no es el escenario que los mercados anticipan.

El ajuste del déficit comercial de EE.UU. no tiene por qué ser necesariamente dramático, sobre todo si ocurre de forma gradual y si, como creemos, ya ha comenzado. En este sentido, la desaceleración del mercado inmobiliario estaría contribuyendo al aumento del ahorro privado y la disminución de la inversión en el sector de bienes no comerciables que debe subyacer el ajuste<sup>19</sup>. Algunas políticas también podrían facilitar el proceso. En Estados Unidos, la reducción del déficit fiscal y la reforma del sistema de pensiones generarían un aumento del ahorro. Fuera de EE.UU. (fundamentalmente en Asia pero también en Alemania), la demanda doméstica debería tomar el protagonismo como motor del crecimiento en detrimento del sector exportador; el aumento de la competencia y el fomento de la inver-

18. Cuando los bancos centrales de Asia compran moneda extranjera para evitar la apreciación de sus monedas (vendiendo moneda local), neutralizan (o «esterilizan») el incremento de la cantidad de moneda local en circulación emitiendo deuda (por ejemplo, certificados de depósito del banco central) para evitar presiones inflacionistas. La diferencia entre el interés que pagan sobre esta deuda y el que ganan con sus inversiones en moneda extranjera (el coste de la «esterilización») tiende a aumentar con el volumen de intervención.

19. Una crisis inmobiliaria profunda, sin embargo, podría precipitar un ajuste abrupto.

sión extranjera en el sector de bienes no comerciables podría contribuir a ello. Por el contrario, una mejora de la productividad de los sectores exportadores fuera de EE.UU. (que se podría dar, por ejemplo, si India, Rusia y Brasil intentaran copiar el modelo chino de crecimiento) dificultaría el proceso de ajuste de los desequilibrios actuales. Por último, es fundamental que los tipos de cambio en Asia sean más flexibles. Este punto es especialmente importante para España, que difícilmente podría soportar una notable apreciación del euro desde los niveles actuales sin sufrir una caída brusca del crecimiento.

Pero también hay perspectivas menos optimistas. Krugman (2006) cree que los inversores internacionales no están anticipando adecuadamente la futura depreciación del dólar (que según él debería ser de al menos 30% desde el nivel de tipos de cambio actual) y las primas de riesgo que demandan para los activos denominados en esta moneda son demasiado bajos. En su opinión, la corrección de esta «miopía» desembocará en una caída abrupta del dólar y una ralentización del crecimiento de EE.UU. ya que el ajuste de la demanda doméstica será más rápido que el incremento de la exportaciones netas<sup>20</sup>. Los mismos Obstfeld y Rogoff parecen asignar en su estudio una probabilidad alta a que el ajuste se vea precipitado por una pérdida de confianza en el dólar por parte de los inversores internacionales. Esto implicaría que el ajuste tendría que ser mayor (más de 6% del PIB) y que no ocurriría de manera gradual. En tal escenario, el dólar aún se tendría que depreciar un 30%. Roubini y Setser (2005) creen que el eventual ajuste del dólar provocará una subida brusca del tipo de interés mundial y una recesión a escala global, en parte porque la transición fuera de EE.UU. a un crecimiento basado en la fortaleza de la demanda interna no será fácil.

---

20. Krugman utiliza un personaje de dibujos animados para ilustrar su visión. El Coyote, enemigo del Correcaminos, corría hacia un precipicio, daba varios pasos en el aire, miraba hacia abajo y, al darse cuenta de que no había nada bajo sus pies, se desplomaba al vacío. Krugman cree que los inversores internacionales son como el Coyote y están en estos momentos dando los pasos en el aire.

## 5. Conclusiones

*El aumento del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos en la última década –del 1,5% del PIB en 1996 al 6,5% del PIB en 2006– ha sido espectacular.*

La mayor parte de este deterioro se explica por un aumento del déficit comercial mientras que el déficit de transferencias se ha mantenido prácticamente constante y el aumento en el déficit de rentas ha sido mínimo. Desde una perspectiva ahorro-inversión, reconociendo que el déficit exterior no es más que la diferencia entre estos dos agregados, el deterioro se explica fundamentalmente por una caída del ahorro.

*Este nivel de déficit (cerca del 6,5% del PIB excluyendo la balanza de rentas) no es sostenible indefinidamente.*

Unos cálculos sencillos indican que aunque EE.UU. continúe creciendo a un ritmo saludable (digamos del 3% en términos reales o 5,5% en términos nominales) y tenga que pagar un tipo de interés muy bajo sobre su deuda neta (por ejemplo 1% en términos nominales) la deuda neta alcanzaría un nivel del 150% del PIB en el largo plazo. Este nivel de deuda implicaría que buena parte del stock de capital de EE.UU. estaría en manos de extranjeros y dejaría al país en una posición muy vulnerable a una subida de tipos de interés o una ralentización del crecimiento. En definitiva, esta cifra está muy por encima de lo que de manera realista se puede considerar sostenible. Además, es poco realista suponer que el tipo de interés se mantendría invariable a un nivel tan ridículamente bajo mientras la deuda aumenta a niveles inauditos.

*La evolución de la deuda neta en los últimos años, que se ha incrementado sólo en 5 puntos del PIB entre 2000 y 2005 a pesar del gigantesco déficit exterior, es engañosa puesto que ello refleja una fuerte revaluación de los activos de EE.UU., en parte como resultado de la depreciación del dólar.*

Por una parte, los activos de EE.UU. en el extranjero, mayoritariamente denominados en monedas distintas al dólar, se han beneficiado de una revaluación como consecuencia de la depreciación del dólar. Los pasivos de EE.UU., sin embargo, están en su mayoría denominados en su propia moneda y, por lo tanto, no han sufrido tal revaluación. Por otra parte, las bolsas internacionales se han comportado mejor que las de EE.UU. en los últimos años, lo que también ha resultado en una mayor revaluación de sus activos que de sus pasivos. Ambos efectos han amortiguado el impacto de los déficits exteriores sobre la deuda neta. Sin embargo, sería iluso esperar que la deuda neta se mantuviera bajo control a medio o largo plazo gracias a revaluaciones.

*Existe evidencia, sin embargo, que el tipo de interés de los pasivos de EE.UU. es menor que el de sus activos; ello contribuye a reducir el ajuste necesario para garantizar la sostenibilidad exterior.*

En parte, esto ocurre por el papel de EE.UU. como intermediario financiero del ahorro global –captando financiación a bajo coste e invirtiendo en el extranjero en activos de retornos altos como acciones o inversión directa– y por el papel del dólar como moneda de reserva. En un contexto de globalización financiera, en el que las posiciones de activos y pasivos están creciendo rápidamente, este diferencial de tipos de interés reduce fuertemente el déficit en la balanza de rentas asociado a un nivel de deuda neta. Ello es equivalente a una reducción del tipo de interés efectivo sobre la deuda neta. De todas maneras, este efecto no es suficiente para hacer sostenible el déficit comercial actual. Sí lo es, sin embargo, para facilitar la sostenibilidad de la deuda neta por debajo de 50% del PIB con un déficit de entre 1,5% y 3% del PIB. Así pues, el déficit comercial se debe reducir pero sería suficiente un ajuste de alrededor de 4 puntos del PIB.

*Una reducción gradual del déficit comercial del 6,5% del PIB al 2,5% iría acompañada de una depreciación del dólar desde su nivel actual de menos del 10% en términos efectivos. La depreciación debería ser mayor frente a las monedas asiáticas (más del 10%) que frente al euro (menos del 5%). De todas formas, un ajuste brusco, que ocasionaría una mayor depreciación del dólar, no se puede descartar.*

Las implicaciones sobre el dólar dependen en gran medida del ritmo al que este ajuste ocurra. En base a las estimaciones de Obstfeld y Rogoff (2005), un escenario de ajuste gradual durante 5-7 años requeriría una depreciación del dólar de menos del 10% en términos efectivos reales (o nominales) del tipo de cambio actual. En cambio, un ajuste más rápido, que ocurra en 1-2 años, podría suponer una depreciación de cerca del 20%.

El efecto de este ajuste sobre el euro dependería fundamentalmente de la flexibilidad de las monedas asiáticas. Si éstas se resistieran a caer frente al dólar, el euro sufriría una apreciación considerable y podría situarse por encima de 1,5 dólares. En este caso, Europa pasaría a tener un abultado déficit comercial y los superávits de Asia crecerían. Este escenario –en el que los desequilibrios globales no se ajustan pero se redistribuyen con Europa jugando el rol de Estados Unidos– parece muy poco probable por razones políticas. Si, por el contrario, las monedas asiáticas se muestran flexibles, la depreciación del dólar sería mayor frente a ellas que frente al euro.

## Referencias

- Bank of International Settlements (2006). «76<sup>th</sup> Annual Report», Capítulo V, págs. 94-97, disponible en internet en [www.bis.org](http://www.bis.org).
- Bernanke, B. (2005). «The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit», conferencia de la Asociación de Economistas de Virginia, Richmond, 14 de abril de 2005, disponible en Internet en [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/).
- Blanchard, O., F. Giavazzi y F. Sa (2005). «International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1:2005.
- Caballero, R. (2006). «On the Macroeconomics of Asset Shortages», MIT y NBER, disponible en internet en <http://ssrn.com/abstract=947587>.
- Erceg, C., L. Guerrieri y C. Gust (2005). «Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit», Federal Reserve Board, International Finance Discussion Paper n.º 825.
- Gourinchas P., y H. Rey (2007). «From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and The Exorbitant Privilege», en *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, R. Clarida (ed.), University of Chicago Press, Chicago.
- Hausmann R. y F. Sturzenegger (2006). «The Implications of Dark Matter for Assessing the US External Imbalance», CID Working Paper No. 137.
- Krugman, P. (2006). «Will There Be a Dollar Crisis?», disponible en Internet en [www.econ.princeton.edu/seminars/weekly%20seminar%20schedule/spring\\_05-06/April\\_24/Krugman.pdf](http://www.econ.princeton.edu/seminars/weekly%20seminar%20schedule/spring_05-06/April_24/Krugman.pdf)
- Mussa, M. (2005). «Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalances», Institute for International Economics, disponible en internet en [www.iie.com/publications/chapters\\_preview/382/5iie3780.pdf](http://www.iie.com/publications/chapters_preview/382/5iie3780.pdf)
- Obstfeld, M. y K. Rogoff (2005). «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1:2005, págs. 67-146.
- (2007). «The Unsustainable US Current Account Position Revisited», en *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, R. Clarida (ed.), University of Chicago Press, Chicago.
- O'Neill, J. (2007). «US Balance of Payments: Is it Turning and What is Sustainable?», Goldman Sachs, Global Economics Paper No. 151.
- Reinhart, C., K. Rogoff y M. Savastano (2003). «Debt Intolerance», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1:2003, págs. 1-74.
- Roubini, N. y B. Setser (2005). «Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006», disponible en internet en <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/BW2-Unraveling-Roubini-Setser.pdf>
- Stockman, A. (2005). «How I Learned to Stop Worrying and Love the Current Account Deficit», University of Rochester, disponible en internet en [www.somc.rochester.edu](http://www.somc.rochester.edu).



## Publicaciones del Servicio de Estudios

Todas las publicaciones están disponibles en Internet:

[www.estudios.lacaixa.es](http://www.estudios.lacaixa.es)

Correo electrónico:

[publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionesestudios@lacaixa.es)

### ■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica

### ■ THE SPANISH ECONOMY MONTHLY REPORT

Versión inglesa del Informe Mensual

### ■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2006.

Selección de indicadores

Edición completa disponible en Internet

### ■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

1. El problema de la productividad en España: ¿Cuál es el papel de la regulación? Jordi Gual, Sandra Jódar Rosell y Àlex Ruiz Posino
2. El empleo a partir de los 55 años Maria Gutiérrez-Domènech
3. *Offshoring* y deslocalización: nuevas tendencias de la economía internacional Claudia Canals
4. China: ¿Cuál es el potencial de comercio con España? Marta Noguer
5. La sostenibilidad del déficit exterior de Estados Unidos Enric Fernández

### ■ "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

1. Vertical industrial policy in the EU: An empirical analysis of the effectiveness of state aid Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell
2. Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area Pau Rabanal
3. A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment Claudia Canals and Marta Noguer
4. Time to Rethink Merger Policy? Jordi Gual

### ■ "la Caixa" WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: [www.estudios.lacaixa.es](http://www.estudios.lacaixa.es)

**01/2006.** What Explains the Widening Wage Gap? Outsourcing vs. Technology Claudia Canals

**02/2006.** Government Spending and Consumption-Hours Preferences J. David López-Salido and Pau Rabanal

**03/2006.** Outsourcing and your Collar's Color Claudia Canals

**04/2006.** The Employment of Older Workers Maria Gutiérrez-Domènech

**05/2006.** The Determinants of Cross-Border Investment: A Value Chain Analysis Claudia Canals and Marta Noguer

**06/2006.** Inflation Differentials in a Currency Union: A DSGE Perspective Pau Rabanal

**01/2007.** Parental Employment and Time with Children in Spain Maria Gutiérrez-Domènech

### ■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

**29.** El gobierno de la empresa Vicente Salas Fumás

**30.** La banca en Latinoamérica. Reformas recientes y perspectivas Josep M. Liso, Montserrat Soler, Montserrat Manero y M. P. Buil

**31.** Los nuevos instrumentos de la gestión pública Guillem López Casanovas (director), Jaume Puig-Junoy, Juan José Ganuza e Ivan Planas Miret

**32.** La competitividad de la economía española: inflación, productividad y especialización Francisco Pérez (director), Pilar Chorén, Francisco J. Goerlich, Matilde Mas, Juliette Milgram, Juan Carlos Robledo, Ángel Soler, Lorenzo Serrano, Deniz Ünal-Kesenci y Ezequiel Uriel

**33.** La creación de empresas. Un enfoque gerencial José María Veciana

**34.** Política agraria común: balance y perspectivas José Luis García Delgado y M. Josefa García Grande (directores)

## Consejo Asesor del Servicio de Estudios

El Consejo Asesor orienta al Servicio de Estudios en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Carles Boix  
Universidad de Princeton
- Josep M. Carrau  
"la Caixa"
- Antón Costas  
Universidad de Barcelona
- Juan José Dolado  
Universidad Carlos III
- Jordi Galí  
CREI y Universitat Pompeu Fabra
- José Luis García Delgado  
Universidad Complutense
- Teresa Garcia-Milà  
Universitat Pompeu Fabra
- Andreu Mas Colell  
Universitat Pompeu Fabra
- Víctor Pérez Díaz  
Universidad Complutense
- Xavier Vives  
IESE e ICREA-UPF





