

# Ensayos Económicos

---

## Apuntes de la crisis global

**Barry Eichengreen** La parábola de los ciegos y el elefante

**Axel Leijonhufvud** Una recesión fuera de lo común

**Daniel Heymann** Notas sobre variedades de crisis

**José María Fanelli** La política económica fuera del corredor. Reflexiones sobre la crisis global y la experiencia latinoamericana

**Javier Finkman** El norte desde el sur

**Sebastián Katz** Centro y periferia: la propagación de la crisis a las economías latinoamericanas

**Christian Broda,** El nuevo equilibrio global

**Piero Ghezzi y**

**Eduardo Levy-Yeyati**

**Francesco Giavazzi** La crisis y la demanda mundial, del corto al mediano plazo

**José A. Ocampo Gaviria** Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual

**Jorge Carrera** El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional

53

54

**In memoriam Alfredo Canavese**

Pablo Gerchunoff y Daniel Heymann

***“La hipótesis estructural en la teoría de la inflación”***

Alfredo Canavese

Enero - Junio de 2009



# El nuevo equilibrio global\*

Por Christian Broda, Piero Ghezzi y Eduardo Levy-Yeyati

*A pocos meses de comenzada la crisis, la fuga a activos seguros a nivel global benefició a los papeles del Tesoro estadounidense, y el desapalancamiento financiero favoreció al dólar. Una vez normalizadas las condiciones económicas y de mercado veremos una reversión de estas tendencias (es decir, un debilitamiento del dólar y un aumento de las tasas norteamericanas). Al retorno del apetito por el riesgo se le sumarán un escenario financiero con mayor regulación y menor apalancamiento que redundará en una escasez más persistente de capital internacional, un incremento del ahorro privado por el efecto riqueza de la crisis, políticas fiscales expansivas y una reducción de la renta externa de economías con superávit comercial que podrían derivar en un “drenaje de ahorros” por parte de los prestamistas globales. A pesar de la caída del déficit de la cuenta corriente norteamericana, EE.UU. probablemente enfrentará condiciones más rígidas para financiarse en los próximos años. En este contexto, esperamos que la Reserva Federal opte por mantener las tasas de interés deprimidas, por lo menos hasta que haya señales claras de recuperación del crecimiento real de la economía norteamericana, a costa de una mayor depreciación del dólar.*

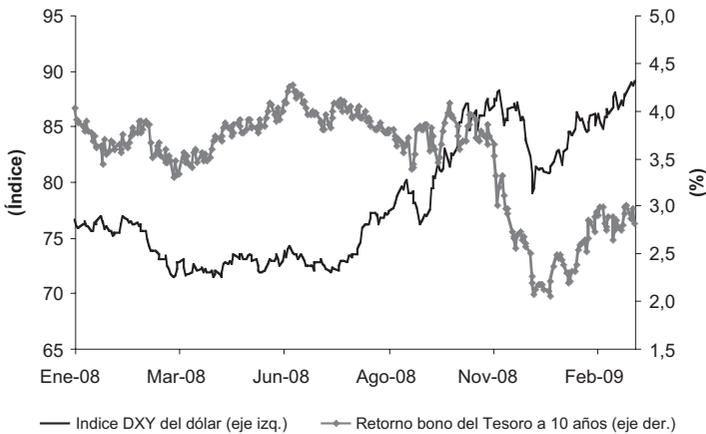
## Introducción

En los últimos años, los fatalistas de la economía pronosticaron un escenario apocalíptico en el que los inversores le darían la espalda a los activos norteamericanos, generando una espiral descendente de debilitamiento del dólar y empinamiento de la curva de rendimientos de Estados Unidos. Si bien el escenario apocalíptico se materializó, lo hizo de una manera distinta a la presagiada. A pocos meses de comenzada la crisis, quedó claro que una fuga a activos seguros a nivel global benefició a los papeles del Tesoro estadounidense, y que el desapalancamiento financiero favoreció al dólar (ver Gráfico 1).

---

\* Traducción abreviada de “The new global balance”, Barclays Capital, marzo 23, 2009. Las opiniones expresadas en este trabajo son de los autores y no reflejan necesariamente las de Barclays Capital, o las del BCRA o sus autoridades.

## Gráfico 1 / Respuesta del dólar y las tasas de bonos del Tesoro a la crisis actual



Fuente: Bloomberg.

Este comportamiento sugiere la siguiente pregunta: ¿veremos una reversión de estas tendencias (es decir, un debilitamiento del dólar y un aumento de las tasas norteamericanas) una vez que se normalicen las condiciones económicas y de mercado? En este artículo, argumentamos que sí, debido tres factores:

- El retorno del apetito por el riesgo –ya en marcha– dejará de beneficiar a los activos norteamericanos de bajo riesgo.
- Tras el colapso de los flujos financieros globales –una suerte de “desglobalización financiera”– el financiamiento de la cuenta corriente de países deficitarios como Estados Unidos demandará un porcentaje mayor de la cartera de activos externos de los inversores globales, los que a su vez requerirán tasas más elevadas o un dólar más depreciado. De hecho, es probable que un nuevo escenario financiero con mayor regulación y menor apalancamiento redunde en una escasez más persistente de capital internacional.
- El incremento del ahorro privado por efecto de la crisis, las políticas fiscales expansivas, y la reducción de la renta externa de productores de *commodities* podrían derivar en un “drenaje de ahorros” por parte de los prestamistas globales, en contraposición al “exceso de ahorros” que caracterizó a los años previos a la crisis.

A continuación presentamos estos argumentos en tres pasos. Primero, describimos los aspectos principales que a nuestro juicio motivan la reacción de los activos del Tesoro norteamericano a la crisis financiera. Segundo, describimos un marco de análisis para explicar el desempeño de las monedas en los últimos años y la respuesta a la crisis financiera actual. Finalmente, utilizamos este marco para argumentar que, a pesar de la caída del déficit de la cuenta corriente norteamericana, EE.UU. probablemente enfrentará condiciones más rígidas para financiarlo en los próximos años.

## **I. Las novedades: desglobalización financiera y drenaje de ahorros**

La respuesta de los inversores, consumidores y gobiernos a la crisis financiera se reflejó en principio en cuatro aspectos básicos, a su vez esenciales para entender lo que vendrá:

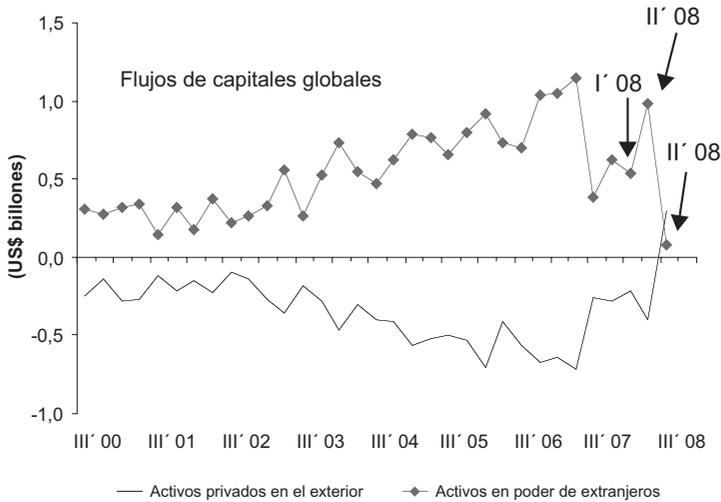
1. Colapsaron los flujos brutos de capitales financieros internacionales;
2. Cayeron los ahorros externos netos de los prestamistas globales (Japón, China, países petroleros);
3. Aumentó el ahorro privado en Estados Unidos;
4. Crecieron los déficits fiscales globales contracíclicamente y a un ritmo acelerado.

### ***1.1. Caída de los flujos brutos financieros***

Mientras que la dimensión de “fuga a la calidad” de la crisis (que ha favorecido a los papeles del Tesoro de Estados Unidos como paraíso seguro para los inversores globales) ha sido muy comentada, ésta oculta un aspecto potencialmente más importante: el colapso de los flujos de capitales financieros internacionales. El Gráfico 2 ilustra esta suerte de “desglobalización financiera”. Después de alcanzar su pico a mediados de 2007, los flujos financieros comenzaron a caer de manera drástica, especialmente desde mediados de 2008, en línea con el acelerado proceso de desapalancamiento (muchos de estos flujos fueron fondeados con deuda), así como con un aumento del llamado *home bias*, o preferencia por activos financieros domésticos.

Este patrón es especialmente evidente entre los inversores privados. El Gráfico 3 revela cómo se ha revertido la entrada de fondos privados a Estados Unidos (barras de color claro): los inversores extranjeros redujeron sus tenencias de

## Gráfico 2 / La desglobalización financiera



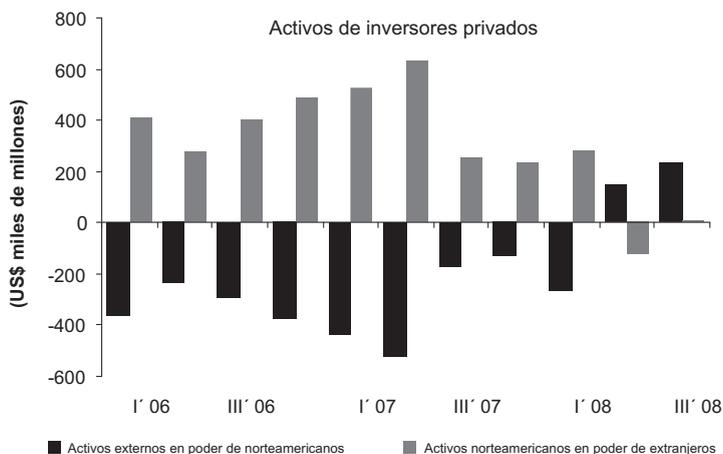
Nota: el gráfico muestra la suma de los activos norteamericanos en el exterior, y la suma de los activos de propiedad extranjera de los 30 países más grandes en Estados Unidos.

Fuente: FMI, Barclays Capital.

activos norteamericanos en el segundo y tercer trimestre de 2008 en US\$ 115.000 millones (mientras que en un trimestre típico del período 2003-2007, las entradas de capital privado rondaban los US\$ 300.000 millones). Se observa un patrón similar en el comportamiento de los inversores norteamericanos (barras oscuras) quienes, en el mismo período, repatriaron de manera agresiva su capital en el exterior: en un trimestre típico los norteamericanos solían comprar alrededor de US\$ 250.000 millones en activos externos, mientras que en el tercer trimestre de 2008 vendieron US\$ 240.000 millones de estos activos.

Junto con la caída de los flujos totales internacionales, también es notoria la preferencia de los inversores extranjeros por los papeles del Tesoro de Estados Unidos para la composición de sus portafolios. A pesar de que las entradas totales de fondos disminuyeron de manera drástica en los últimos trimestres, la demanda de *Treasuries* por parte de los inversores extranjeros (particularmente los oficiales: bancos centrales, fondos de riqueza soberana) aumentó considerablemente en detrimento de los títulos de las agencias como Freddie Mac o Fannie Mae, y de los castigados bonos corporativos.

### Gráfico 3 / Los inversores extranjeros abandonan Estados Unidos; los norteamericanos vuelven a casa.



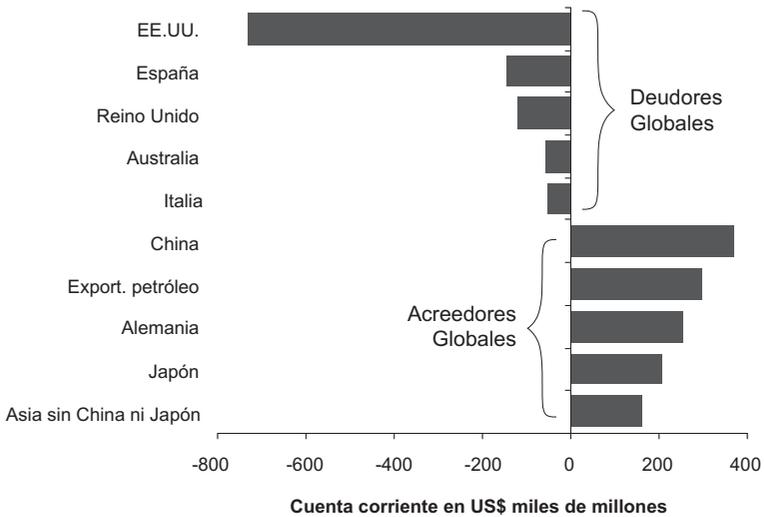
Fuente: Dirección de Análisis Económico de los Estados Unidos.

#### 1.2. El drenaje de ahorros externos netos por parte de los prestamistas globales

El estallido de la burbuja del petróleo y el viraje del modelo chino hacia fuentes de crecimiento interno, junto con el colapso generalizado del comercio internacional, que reduce el ahorro externo de países exportadores como Japón, están reduciendo el superávit de cuenta corriente de los prestamistas globales. Se estima que esta menor disponibilidad de fondos empeorará las condiciones bajo las cuales se financian los países con una cuenta corriente deficitaria (deudores globales) (ver Gráfico 4).

El lado chino del desequilibrio global fue motivo de intenso debate en los últimos años, alimentado por las preocupaciones por una trayectoria de crecimiento cada vez más dependiente de las exportaciones y la inversión que derivó en la caída del ratio consumo privado/PIB del 60% al 40% durante los últimos 25 años. Creemos que la crisis está impulsando un conjunto de políticas más proactivas que colocan la carga de corto plazo de la recuperación en la inversión pública por razones de conveniencia, pero orientan la estrategia de largo plazo en el impulso del consumo interno, combinación de políticas que se hará cada vez más evidente en las cuentas externas. Estimamos, además, que el superávit de cuenta corriente de China será del 7,3% del PIB en el 2010, muy por debajo del 11,3% del 2007.

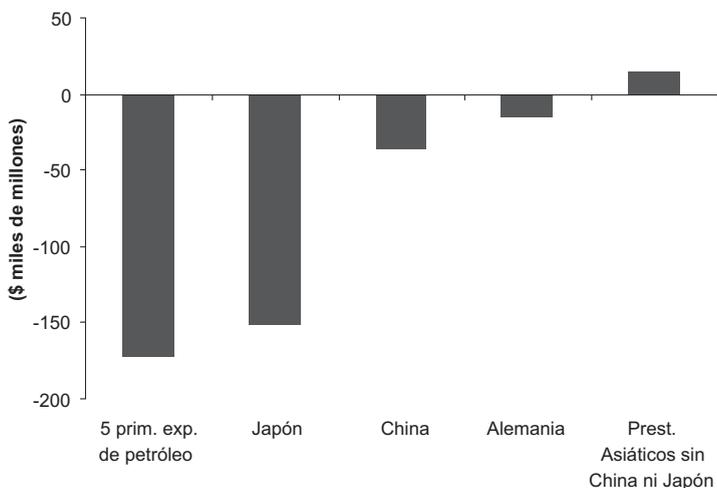
**Gráfico 4 / Prestamistas y deudores globales en 2007**



Nota: la última barra engloba a Singapur, Taiwán, Malasia, Hong Kong, Tailandia, Indonesia, Filipinas, Laos, Nepal, y Myanmar.  
Fuente: FMI, Haver, Barclays Capital

Tal como ilustra el Gráfico 5, la obsesión con China no debería enmascarar la naturaleza general de la caída de países con superávit de cuenta corriente. De hecho, la caída prevista del superávit externo de China no es siquiera la más grande entre los prestamistas globales en el 2009. El colapso de los precios del petróleo se traduce de inmediato en menores ahorros para los países exportadores de este recurso. Del mismo modo, Japón sufre un déficit comercial desde agosto de 2008. Parte del problema podría relacionarse de manera directa con la crisis (la caída anual del 35% de las exportaciones japonesas refleja el ciclo desfavorable a nivel mundial y la apreciación del yen japonés), pero existe una caída estructural subyacente de la tasa de ahorro japonesa que sugiere más déficit en el futuro.

**Gráfico 5 / Caída prevista en el superávit de cuenta corriente de los prestamistas globales (2008 vs. 2009)**



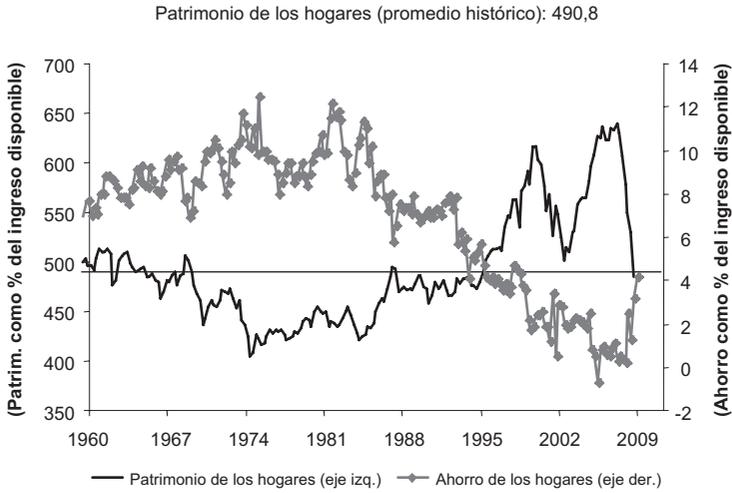
Nota: la última barra engloba a Singapur, Taiwán, Malasia, Hong Kong, Tailandia, Indonesia, Filipinas, Laos, Nepal, y Myanmar.  
Fuente: FMI, Haver, Barclays Capital.

### ***1.3. Aumento del ahorro privado en Estados Unidos***

La caída de los precios del petróleo y el colapso del patrimonio de los hogares son fuerzas poderosas que probablemente impulsarán el ahorro privado en Estados Unidos durante algún tiempo. La crisis financiera aceleró significativamente la caída de la riqueza neta de los hogares norteamericanos que comenzó a mediados de 2006. El consumo responde de manera positiva a la riqueza y, si ésta cae, las restricciones crediticias se endurecen. Por consiguiente, la menor riqueza genera tanto un aumento de la tasa de ahorro como una mejora de la cuenta corriente (= ahorro – inversión). El Gráfico 6 ilustra la relación entre el patrimonio y la tasa de ahorro desde la década de 1960, lo que sugiere que estos factores cumplen algún rol cuando se intenta entender las tendencias de EE.UU. respecto del ahorro.

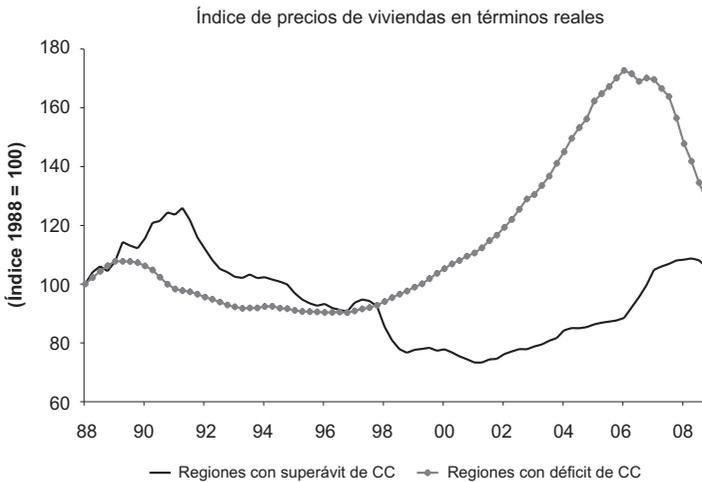
El Gráfico 7 revela la relación entre el aumento del patrimonio y los desequilibrios externos, y muestra que los aumentos del precio real de la vivienda difieren sistemáticamente entre los países con déficit de cuenta corriente y los países con superávit. Aunque es difícil identificar causalidad a partir del gráfico (bien podría ser que un factor omitido –como las bajas tasas de interés a nivel mundial–

### Gráfico 6 / Tasa de ahorro y patrimonio de los hogares



Fuente: Haver, Barclays Capital.

### Gráfico 7 / Precios de la vivienda en países con déficit y superávit de cuenta corriente (CC)



Nota: los índices de precios regionales de la vivienda se ponderan según el PIB. El índice de países con superávit incluye a Alemania, China, Corea, Hong Kong, Indonesia, Taiwán, Rusia y Noruega. El índice de países con déficit incluye a Estados Unidos, Reino Unido, Australia, España.

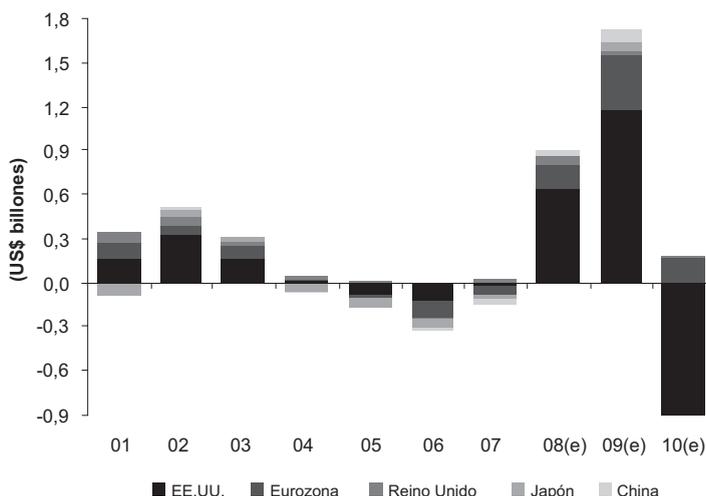
Fuente: Haver, Barclays Capital.

explique el patrón empírico), creemos que es probable que la explosión de la burbuja inmobiliaria revierta en parte la tendencia a la baja de los ahorros de EE.UU. y el desequilibrio global. En particular, si los gobiernos se mantuvieran al margen, la caída de la riqueza en los países con déficit, junto con la declinación del superávit de los países exportadores de petróleo, podría generar un nuevo equilibrio mundial en el cual los superávits y déficits de cuenta corriente se reducirían sin grandes correcciones de precios. Sin embargo, un nuevo equilibrio de estas características es muy improbable porque requeriría una recesión más profunda de la que el gobierno norteamericano está dispuesto a tolerar sin una reducción compensatoria del ahorro público.

#### 1.4. Política fiscal expansiva a nivel global

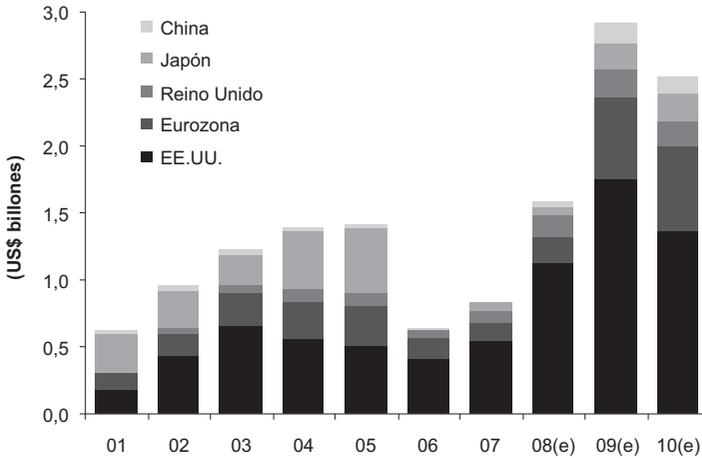
Es probable que, durante este año, el nivel de estímulo fiscal discrecional de las principales economías del mundo alcance el 2% del PIB (Gráfico 8). Es, sin duda, un estímulo récord y subraya la determinación de los gobiernos, en particular China y EE.UU., de utilizar la política fiscal de manera activa para dar respaldo a la economía. La escala y sincronización de la emisión proyectada de deuda pública es notoria. Nuestros cálculos sugieren que, durante este año, el aumento total de la deuda pública de un grupo de cinco economías grandes se ubicará

**Gráfico 8 / Cambio anual del déficit público del “G5”**



Nota: en base estimaciones de gasto para 2008, y pronósticos cambiarios de Barclays Capital para 2009 y 2010.  
Fuente: Haver, Barclays Capital.

**Gráfico 9 / Variación anual de la deuda pública del “G5”**



Nota: muestra los datos agregados para: Estados Unidos, Zona del Euro, Reino Unido, Japón y China. Basado en estimaciones históricas de la OCDE, y datos actualizados para el período 2008-2010 sobre la base de nuestra propia evaluación de lo que ocurrió con la emisión durante el cuarto trimestre de 2008 y de estimaciones propias de lo que puede suceder durante los próximos dos años.

Fuente: OCDE, Barclays Capital.

en US\$ 3,2 billones, alrededor del 8% del PIB (el G5 incluye a Estados Unidos, la Zona del Euro, el Reino Unido, Japón y China), mientras que se estima que en el 2010 la deuda crecerá otros US\$ 2,5 billones (Gráfico 9). Más de la mitad de esta emisión corresponderá a Estados Unidos.

Esto implica cocientes deuda-producto en las principales economías en niveles récord de los últimos 50 años. Según nuestros cálculos, este cociente para las economías del G5 pasaría de 82% el año pasado a 91% este año y 96% en el 2010. La velocidad de la aceleración también es notable: los aumentos más abruptos del ratio deuda/PIB en 40 años se producirían en el 2009. Creemos que esta enorme emisión de deuda pública incidirá en las presiones de financiamiento de los grandes países deudores durante todo el 2009, y limitará los gastos discrecionales en el 2010.

## II. Un simple marco de análisis

Es práctica común pensar en la determinación de las tasas de interés y tipos de cambio reales con foco en los flujos comerciales y financieros. Siguiendo esta

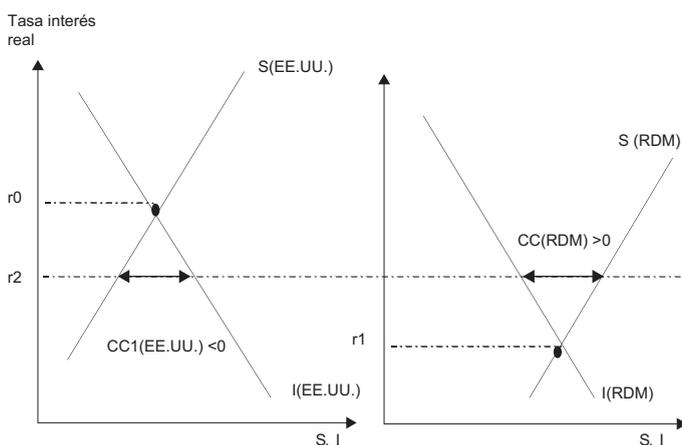
línea de pensamiento, revisitamos brevemente el funcionamiento de los modelos internacionales clásicos detrás de nuestros principales argumentos.

## II.1. Modelo real de tasas de interés

Si bien, a los fines de la exposición, las tasas de interés y los tipos de cambio se determinan de forma simultánea, es útil enfocarnos primero en las tasas. El Gráfico 10 muestra el perfil de ahorro e inversión de Estados Unidos y China como función de las tasas de interés reales. Naturalmente, las tasas de interés más altas significan mayor ahorro y menor inversión (la tasa de interés es el costo de oportunidad de la inversión). La descripción de la figura es útil para entender los desarrollos globales de los últimos años. En especial, puede explicar el impacto de la inserción china en el comercio internacional:

- Antes del ingreso de China a la OMC: las economías de EE.UU. y China (incluida como uno de los países RDM [resto del mundo]) eran esencialmente cerradas, o con cuenta corriente (CC) igual a cero. En ese contexto, era posible sostener dos tasas de interés diferentes a nivel mundial dado que no había oportunidad de arbitrar entre estos mercados cerrados. En Estados Unidos, la tasa de interés predominante era  $r_0$ . Debido a la existencia de ahorros altos en los países RDM, la tasa de interés RDM era más baja,  $r_1$ .

**Gráfico 10 / Un marco simple para comprender los desequilibrios globales**



Fuente: Barclays Capital.

- La apertura de China a los mercados mundiales cambió el panorama de manera sustancial. Simplificando, supongamos que se ha completado la integración y que no existen barreras a los flujos de inversión entre Estados Unidos y China (si en la realidad aún no hemos llegado a este punto, lo cierto es que las barreras han ido cayendo de manera drástica en los últimos años). Esta integración significa que la tasa de interés de equilibrio es la que iguala el ahorro y la inversión a nivel global (ya no país por país). Como consecuencia de esto, las tasas de interés de EE.UU. caen de  $r_0$  a  $r_2$ , caída que no es independiente del aumento de los desequilibrios globales. Tanto la baja de tasas como el flujo de inversión financiera china en Estados Unidos (principalmente mediante la acumulación de activos del Tesoro norteamericano por parte del gobierno chino), son características clave del período 2001-2007.

## ***II.2. Modelo de cartera: tasas de interés y tipos de cambio***

En general, los modelos reales se refieren a los flujos comerciales como determinantes clave de las tasas de interés y tipos de cambio, pero no mencionan el papel crítico que desempeñan los flujos financieros, los cambios en las preferencias por diferentes tipos de activos, y el *stock* de deuda. Por esta razón, necesitamos complementar el análisis anterior con algunas ideas de la teoría de cartera de los tipos de cambio, que se ha tornado cada vez más útil con la globalización financiera y las frecuentes desviaciones de la paridad descubierta de la tasa de interés (UIP), cuyo mejor ejemplo es el *carry-trade*.

De manera intuitiva, en el modelo más simple de dos países e inflación cero con activos soberanos libres de riesgo crediticio, la demanda de activos externos por parte de los inversores norteamericanos depende de manera positiva del diferencial de su tasa de interés (el retorno esperado en dólares en exceso del retorno esperado del activo interno) y de manera negativa del nivel de aversión al riesgo y el riesgo cambiario.<sup>1</sup> A medida que aumenta la aversión al riesgo o el riesgo cambiario, los inversores aumentan el porcentaje de su cartera invertido en el país —en línea con el alto sesgo doméstico (*home bias*) que caracterizó al período posterior a la caída de Lehman.

---

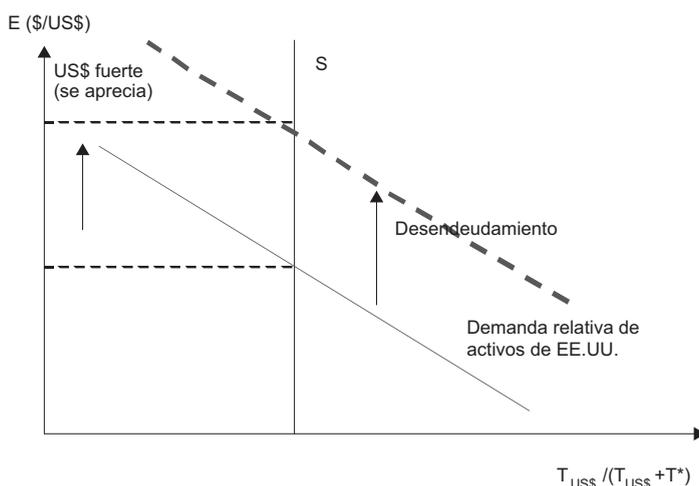
<sup>1</sup> El modelo puede expandirse de manera sencilla para incluir otras fuentes de riesgo.

### III. Principales intuiciones y predicciones

Partiendo de este marco en el que una tasa de interés única equilibra los ahorros y la inversión a nivel mundial, y que las preferencias de los activos juegan un papel esencial, podemos comprender los efectos de los factores globales enumerados en la sección anterior. En particular, ¿qué deberíamos esperar para el dólar y las tasas norteamericanas a partir de: 1) una recuperación gradual del apetito por el riesgo; 2) la persistencia de la desglobalización financiera, y 3) una política fiscal altamente expansiva en un contexto de drenaje de ahorros?

**1) La caída del apetito por el riesgo** favoreció a los activos soberanos de EE.UU. Los datos sugieren que mientras los inversores norteamericanos volvieron a casa, los inversores extranjeros se mostraron menos entusiastas, dado que los bonos gubernamentales en moneda local de España, Corea o Brasil son menos atractivos hoy que hace unos meses en comparación con los papeles del Tesoro norteamericano. Además, el desapalancamiento financiero ha sido positivo para las llamadas “divisas de fondeo” (de baja tasa de interés) como el dólar o el yen, en la medida en que inversores apalancados venden los activos de riesgo (externos y locales) para cerrar sus posiciones, y compran el dólar o el yen para cancelar su deuda (ver Gráfico 11).

**Gráfico 11 / Desapalancamiento**



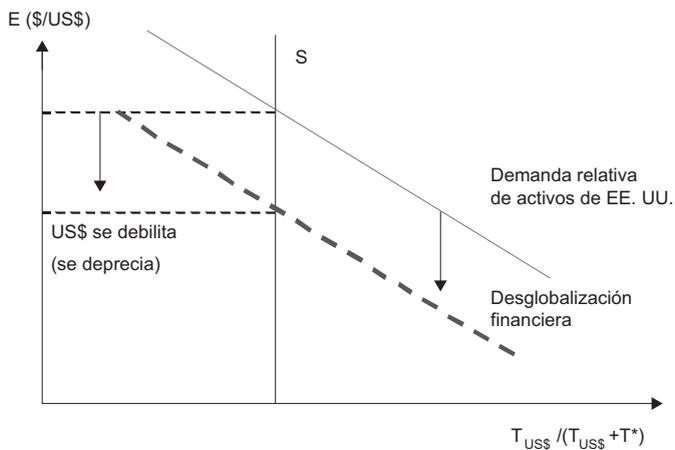
Fuente: Barclays Capital.

Por las mismas razones, una recuperación gradual del apetito por el riesgo podría perjudicar a los mismos activos norteamericanos que antes se beneficiaron con el *flight to quality*, con implicancias negativas para el dólar y las tasas del Tesoro de EE.UU. Asimismo, con el retorno del apetito por el riesgo, la preferencia renovada por activos de riesgo morigerará el *flight to Treasuries* (y la demanda de dólares asociada). Además, aunque las cicatrices de la crisis y la nueva regulación financiera puedan limitar el grado de apalancamiento en los próximos años en comparación con los niveles alcanzados en el 2007, el proceso de desapalancamiento podría estar hoy por completarse e incluso revertirse de algún modo si las tasas cero de la Reserva Federal convierten al dólar en la divisa de preferencia para financiar la toma de riesgos en el exterior. Todo esto indica que la normalización de los mercados llevará las cosas más o menos a mitad de camino de donde estaban antes de que comenzara la última etapa de la crisis.

**2) La desglobalización financiera** probablemente complicará el efecto anterior (ver Gráfico 12). Una característica notable del período de globalización financiera que comenzó en el 2002 es que, a pesar del fuerte endeudamiento de los últimos años, EE.UU. ha financiado sus grandes déficits de cuenta corriente sin exigir un aumento inusual de las tenencias de activos norteamericanos por parte de los inversores externos. Un ejercicio simple nos permite clarificar este punto. Consideremos un mundo de dos países, uno con superávit (país A) y el otro con déficit (país B). Para focalizarnos en el efecto de los flujos brutos –en oposición a los netos–, supongamos que los saldos de cuenta corriente permanecen intactos antes y después de la crisis, pero el nivel de ingreso invertible del país A se reduce a la mitad del nivel previo a la crisis y pasa de 1.000 (el 20% del cual se destina a financiar la cuenta corriente del país B) a 500. Esto significa que, para financiar el mismo déficit de cuenta corriente durante el período poscrisis, el país B necesita inducir a los inversores del país A a que dupliquen el porcentaje de los flujos de cartera que asignan a activos externos, lo que sólo puede hacerse elevando los retornos esperados de su deuda, ya sea ofreciendo tasas más altas o incrementando las expectativas de apreciación de la moneda (mediante una devaluación).

El ejemplo ilustra el efecto de la fuerte declinación actual de los flujos de capital. Desde hace tiempo se viene señalando que el déficit de cuenta corriente de EE.UU. absorbió una gran cantidad de los ahorros externos *netos* del resto del mundo. En los últimos cinco años, el endeudamiento acumulado de Estados

## Gráfico 12 / Impacto de la desglobalización financiera



Fuente: Barclays Capital.

Unidos fue de US\$ 3,4 billones, lo que representaba casi el 60% de los excedentes externos *netos*. No obstante, gracias a la mayor globalización financiera, el endeudamiento norteamericano fue de sólo el 23% de los activos que los inversores extranjeros invertían en el exterior, por debajo de su porcentaje estimado en el portafolio global de activos (Tabla 1). Incluso los títulos de deuda, bendecidos por el *flight to quality*, capturaron el 41% de los flujos internacionales invertidos en instrumentos de deuda durante el 2007, casi en línea con su participación del 37% a comienzos del año. En otras palabras, los flujos internacionales hacia Estados Unidos prácticamente se correspondieron con las participaciones de los inversores internacionales en sus portafolios externos.

Difícilmente será así en los próximos años. Creemos que este patrón de mercados de capitales internacionales más secos probablemente continuará durante un tiempo; en ese caso, las necesidades de financiamiento norteamericano requerirán ampliar el porcentaje capturado por los activos de EE.UU. a costa de tasas más altas y/o un dólar más débil.

**3) La política fiscal y drenaje de ahorros**, factores relacionados con la oferta de instrumentos de deuda, sugieren una corrección prolongada y no una mera reversión de los cambios recientes. El drenaje de ahorros tiene un impacto intuitivo en las tasas de interés mundiales. En general, cuanto menores son los ahorros,

**Tabla 1 / Endeudamiento de EE.UU. y participación en la cartera global**

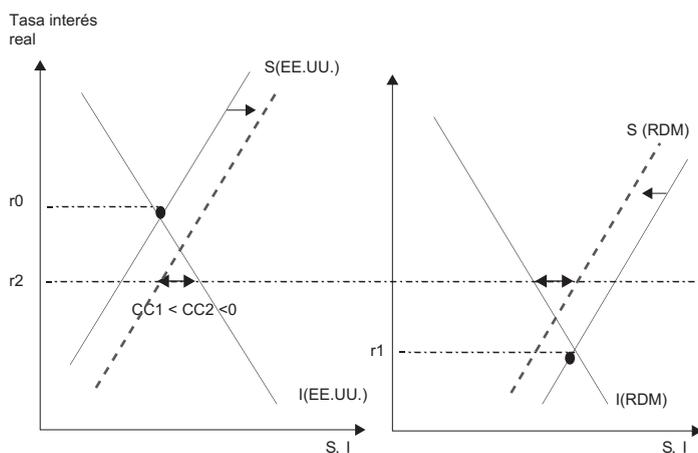
	<b>2007</b>	<b>Promedio anual 2002-06</b>	<b>Promedio anual 1997-2001</b>
Todas las inversiones (US\$ billones)	2,06	1,30	0,74
Participación de EE.UU. en los flujos globales	19%	24%	24%
Participación de EE.UU. en el stock global	23%	38%	32%
Capital del portafolio (US\$ billones)	0,20	0,08	0,11
Participación de EE.UU. en los flujos globales	23%	15%	21%
Participación de EE.UU. en el stock global	44%	45%	39%
Bonos y notas (US\$ billones)	0,95	0,68	0,23
Participación de EE.UU. en los flujos globales	41%	36%	26%
Participación de EE.UU. en el stock global	37%	45%	39%

Nota: IED y acciones bancarias representadas por la participación de EE.UU. en el PIB mundial en dólares.  
Fuente: BEA, FMI, Bloomberg, Barclays Capital.

más altas son las tasas, dado que escasean las fuentes de financiamiento de la inversión, impulsando hacia arriba al retorno sobre estos fondos. Examinada de manera aislada, la caída actual de los excedentes externos de Japón y los países exportadores de petróleo reduce los ahorros mundiales. A su vez, esta caída del ahorro externo implicaría tasas de interés más altas, que derivarían en un mayor deseo de ahorrar que reduciría el déficit de cuenta corriente de EE.UU. En síntesis, las tasas más altas inducen a los norteamericanos a reducir su endeudamiento externo.

Por consiguiente, si se producen *shocks* como los descritos en el Gráfico 13, los desequilibrios financieros podrían llegar a su fin mediante la compensación de los menores ahorros externos de China y Japón con los mayores ahorros domésticos de unos Estados Unidos más frugales. De ser así, las tasas de interés no tendrían por qué cambiar durante la transición hacia el nuevo equilibrio mundial.

### Gráfico 13 / ¿Hubo una caída de los desequilibrios sin ninguna reacción de los precios?



Fuente: Barclays Capital.

Sin embargo, esto sería consistente con una caída del producto políticamente intolerable para el gobierno norteamericano. Un paquete fiscal que neutralice “exitosamente” el incremento del ahorro privado nos devuelve a una situación en la que el cambio en la composición del consumo y la inversión del mundo tiene implicancias claras para el valor del dólar, determinadas por decisiones de política que subrayamos en la próxima sección.

#### IV. La elección de Bernanke: un dólar más débil

¿Tasas más empinadas o un dólar más débil? A medida que retorna gradualmente el riesgo, la Reserva Federal ya enfrenta el dilema de dejar que las tasas sigan su tendencia ascendente, lo que sería perjudicial para el crecimiento, o mantenerlas bajas comprando papeles del Tesoro y, por esa vía, monetizar el déficit y arriesgarse a un exceso de oferta de dólares y, quizás, inflación. Es probable que esta pelea continúe durante un tiempo. Una vez que los paquetes fiscales y monetarios comiencen a impactar en la economía, o sencillamente porque el ciclo negativo llega a su fin, la Reserva Federal tendrá que elegir entre frenar cualquier recuperación incipiente dejando que aumenten las tasas o contribuir al debilitamiento del dólar.

No es una sorpresa que la Reserva Federal haya elegido a las tasas y no al dólar, una elección que a nuestro entender se prolongará en el tiempo. Estimamos que cambiará el sesgo sólo cuando haya señales claras de crecimiento positivo en la economía real, algo que no vislumbramos hasta bien entrado el año. Aunque Bernanke es consciente del error de su predecesor (tasas demasiado bajas durante demasiado tiempo), es de esperar que siga priorizando un crecimiento sostenido, manteniendo la elección inicial. En este sentido, es muy importante el costado político del problema. Con un desempleo que se estima que llegará al 10%, el Congreso norteamericano será comprensivo con una Reserva Federal que ayuda a los hogares. Además, y aunque los bancos no generen simpatías en el Congreso, tasas más altas podrían impedir que mejore un sector financiero minado de activos tóxicos y un sector bancario sometido a una convalecencia larga y dolorosa durante varios años.

Si bien este dilema puede ser penoso para los Estados Unidos, no debe confundirse con la reciente expansión del balance de la Reserva Federal, que simplemente compensó la falta de liquidez provocada por la desintermediación y que, por lo tanto, debería ser relativamente fácil de revertir. En la jerga económica, el aumento de la base compensó el colapso del multiplicador monetario. Por lo tanto, esta expansión podría llegar a su fin –como en el caso de Japón– rápidamente, a medida que retornen la intermediación financiera y el crecimiento.

En cambio, el estímulo fiscal (junto con un déficit fiscal ya considerable) requiere nuevo financiamiento, capaz de llevar el cociente de deuda pública norteamericana del 41% del PIB a fines del 2008 al 59% a fines del 2009. Estas necesidades fiscales podrían eliminarse por medio de una serie de superávits fiscales o diluirse (y parcialmente exportarse) a través de la monetización, la inflación y la depreciación. Esta última opción provocaría quizá un efecto de segunda ronda de la inflación a tasas de mediano y largo plazo más altas, que podrían prolongar un período de crecimiento débil.

Por último, el dólar podría tener que soportar toda la carga del ajuste y depreciarse fácilmente un 15% en términos efectivos reales, es decir, recorrer todo el camino hasta su nivel previo a la caída de Lehman, dentro de los próximos 12 meses. Esta corrección podría empezar ahora, dado que muchos de los impulsores del dólar fuerte (desapalancamiento, aversión al riesgo) están disipándose gradualmente. No obstante, es difícil imaginar que el Euro vaya a absorber la mayor parte del ajuste como lo hizo antes: las maltratadas economías europeas no parecen

estar listas para soportar una devaluación competitiva del dólar. Desde una óptica más realista, parte del ajuste del tipo de cambio real debería provenir del fortalecimiento de las divisas de otros países centrales y emergentes (muchas de las cuales ya se han ajustado de manera considerable para adaptarse al nuevo escenario y deberían funcionar bien si no se producen más sorpresas negativas).

Así, el debate sobre los desequilibrios globales reaparecerá con otras ropas. El aumento de los ahorros de los hogares norteamericanos, junto con el crecimiento del consumo chino, podrían haber balanceado del desbalance, pero a costa de una recesión profunda que los hacedores de política de EE.UU. no están dispuestos a tolerar. La alternativa actual (que explota la demanda transitoriamente sólida de activos norteamericanos) puede transferir parte del costo a los titulares de activos en dólares de todo el mundo bajo la forma de un dólar más débil. ¿Podrá EE.UU. pagar el costo fiscal de la salida de la crisis mediante el balance de sus propias cuentas fiscales, o Bernanke optará por garantizar un financiamiento barato a expensas de socavar de manera irreversible al dólar como divisa de reserva? Mucho se ha dicho del fin del reinado del dólar, un tema que dependerá sobre todo de cuánto tiempo y hasta qué punto la Reserva Federal quiera implementar la estrategia actual. Nuestro análisis no llega tan lejos. Lo que sí podemos decir es que Estados Unidos parece decidido a una solución que depende de manera crítica del señoreaje de los tenedores extranjeros de activos norteamericanos. El debilitamiento del dólar será un indicador del nivel de distribución de costos que caracterizará a la poscrisis.