

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



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Introducción a “La parábola de los ciegos y el elefante”

*Por Javier Finkman**

Aunque precede por varios años a los artículos sobre la crisis internacional que forman parte de este volumen de Ensayos Económicos, el comité editorial decidió traducir al español “La parábola de los ciegos y el elefante” que Barry Eichengreen publicó en enero de 2006.

La historia de los ciegos y el elefante, en sus diferentes versiones, cuenta la historia de varios hombres ciegos que deben entender o describir a un elefante luego de tocar, cada uno de ellos, una parte diferente. La parábola enseña el valor de las diferentes perspectivas en la comprensión de un todo.

El artículo de Eichengreen muestra, por primera vez hasta mi conocimiento, que las explicaciones en pugna acerca de los desequilibrios globales son complementarias antes que excluyentes: partes de un todo.

Las visiones –partes del elefante– que Eichengreen presenta en su artículo son i) el ahorro deficiente de EE.UU., ii) la nueva economía, iii) el exceso de ahorro global y iv) la codependencia sino-norteamericana.

Todas son resumidas, evaluadas y compatibilizadas a partir de una identidad contable: el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos debe ser igual al superávit del resto del mundo. Justamente, la estrategia expositiva elegida –partir de una simple identidad contable– es el segundo aporte del artículo porque facilita la consistencia y la claridad, dos características imprescindibles cuando se trata de discutir a nivel de la política económica.

* HSBC. CEDES. UBA.

La parábola de los ciegos y el elefante*

Por Barry Eichengreen**

Este ensayo analiza las explicaciones en pugna del patrón de desequilibrios globales y la magnitud del déficit externo norteamericano. Aquí se sostiene que, lejos de ser incompatibles, las explicaciones propuestas son parte de una historia más grande. La caída de la tasa de ahorro de Estados Unidos ha desempeñado un papel importante en el advenimiento de los desequilibrios de EE.UU. y el mundo. Al mismo tiempo, tendencias favorables de productividad convirtieron a EE.UU. en un buen lugar para invertir, atrayendo el ahorro externo que ayuda a financiar la inversión norteamericana y su cuenta corriente. El exceso de ahorro global es un factor que también cuenta, en tanto respalda los flujos de capital hacia EE.UU. y la inversión en EE.UU. Por último, la visión de la codependencia sino-norteamericana subraya el nivel de satisfacción de los países asiáticos con una situación en la que la demanda de exportaciones es desproporcionadamente importante en relación con la demanda doméstica (debido a una combinación de elevada aversión al riesgo después de la crisis de 1997-98 y su compromiso continuo con el crecimiento liderado por las exportaciones), una posición que se sostiene mediante tipos de cambio subvaluados y se refleja en el acelerado crecimiento de las importaciones de EE.UU.

I. Introducción

El problema de los desequilibrios globales y el déficit persistente de Estados Unidos han dado lugar a interpretaciones marcadamente diferentes. Entre las

* Preparado para la Conferencia de Investigación Macroeconómica sobre el Futuro de los Flujos de Capital del Tokio Club Foundation, Kyoto, 21-22 de noviembre. Le agradezco a Sudarat Ananchotikul su valiosa colaboración en la investigación. La versión original en inglés de este trabajo fue publicada en Issues in Economic Policy, The Brookings Institution, Número 1 – Enero de 2006. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o las de sus autoridades.

** Profesor de Economía y Ciencia Política en la Universidad de California, Berkeley, y previamente asesor senior de políticas en el FMI. Miembro del CEPR.

más destacadas están la visión del ahorro deficiente de EE.UU., la visión de la nueva economía, la visión del exceso de ahorros a nivel global y la visión de la codependencia sino-norteamericana. Estas cuatro interpretaciones tienen implicancias de política diferentes y sugieren escenarios distintos para el futuro de la economía mundial.

En uno de sus trabajos, Nouriel Roubini compara la existencia de diferentes perspectivas con la película *Rashomon*, de Akira Kurosawa, en la que una serie de observadores brindan versiones disímiles sobre el mismo conjunto de hechos.¹ La analogía es sugerente y por esa razón la menciono aquí. Pero las interpretaciones que distingo no coinciden con las de Roubini. Sobre todo, extraigo conclusiones diferentes de la existencia de estas perspectivas disímiles. En la película de Kurosawa, las versiones en pugna son interesadas, un patrón que, según Roubini, lleva a la discusión sobre los desequilibrios globales. Además, en la interpretación de Roubini hay una única caracterización consistente y empíricamente defendible de los hechos. Aquí, en cambio, yo sostengo que los exponentes de las distintas interpretaciones han identificado aspectos importantes de una realidad más grande. Las versiones no son incompatibles. Por el contrario, son parciales. Para entender la naturaleza del problema es necesario reconocer que las cuatro visiones tienen una cierta validez. Por lo tanto, la analogía correcta no es *Rashomon* sino la parábola de los ciegos y el elefante.

En la próxima sección, analizaré este punto desde la perspectiva de la plataforma de las identidades convencionales de la cuenta corriente. Decir que hay una cierta validez en las cuatro visiones no es muy útil para quienes se preocupan por el futuro. Por lo tanto, luego me ocuparé de las implicancias de estos escenarios para las perspectivas futuras. El artículo concluye con las implicancias para la política.

II. Identidades contables con implicancias analíticas

La manera más sencilla de ver la compatibilidad de las diferentes visiones consiste en recordar que la cuenta corriente es la diferencia entre el ahorro (S) y la inversión (I) ($S - I$) y que el déficit de Estados Unidos debe ser igual al superávit del resto

¹ Véase Roubini (2005).

del mundo ($S - I = I^* - S^*$, donde los asteriscos representan las variables del resto del mundo).² En equilibrio general, los *shocks* a cualquiera de estas cuatro variables pueden tener implicancias para todas. La visión de la falta de ahorro de EE.UU., que sostiene que el factor más importante en la situación actual es la baja tasa de ahorro nacional, se focaliza en un *shock* negativo a S . La visión de la nueva economía de que el factor fundamental de los desequilibrios globales es el interés por invertir en los Estados Unidos se focaliza en un *shock* positivo a I . La visión del exceso de ahorro global de que los altos índices de ahorro del resto del mundo son la causa del patrón predominante de bajas tasas de interés y flujos de capitales a los EE.UU. se focaliza en un *shock* positivo a S^* . A su vez, la visión de la codependencia sino-norteamericana por la cual los países asiáticos tienen hoy una mayor aversión al riesgo como producto de la crisis de 1997-98, razón por la cual sus economías tienen una menor presión de demanda y tasas de interés más bajas y acumulan reservas para protegerse de otra crisis regional, dejándolos felices de ver cómo Estados Unidos acumula un mayor déficit, se focaliza en la declinación de I^* . Esto significa que las cuatro variables pueden verse afectadas por *shocks*, y que los *shocks* a cualquiera de ellas afectan, en general, a las tres restantes. No hay nada incompatible en las cuatro interpretaciones. Sí hay, sin embargo, importantes diferencias en el énfasis.

II.1. La visión del ahorro deficiente de Estados Unidos

Se focaliza en la caída de la tasa de ahorro a nivel nacional desde comienzos de esta década y observa que, a igualdad de las demás condiciones, un *shock* negativo al ahorro nacional generará un deterioro equivalente en la cuenta corriente. Sus propulsores señalan que el ahorro bruto nacional de EE.UU. descendió al 13,6% del PIB según la medición del FMI, lo que significa una caída de 3,3 puntos porcentuales respecto del promedio del período 1983-2000 y casi la mitad del nivel que tiene el resto del mundo.³

Autores como Roubini y Setser (2004) culpan a la política fiscal de la caída en las tasas de ahorro norteamericanas. Señalan que una declinación del ahorro público como la ocurrida en Estados Unidos desde el 2001, período en el que el

² Las cifras publicadas muestran una discrepancia en la cuenta corriente global, pero se trata de un problema estadístico menor que no socava el punto analítico. Además, es pequeña en relación con el tamaño del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos y los desequilibrios globales considerados en este trabajo.

³ Véase Roach (2005), pág. 2.

saldo fiscal pasó de +2,5% del PIB a -3,5% del PIB, derivará en una caída equivalente del ahorro nacional y un deterioro equivalente del saldo de cuenta corriente de la nación, a igualdad de las restantes condiciones. Los autores subrayan la coincidencia temporal entre la caída del ahorro bruto y el aumento del déficit de cuenta corriente norteamericano desde el 2001, cuya implicancia es que el supuesto de “todo lo demás constante” no es una mala aproximación a la realidad.

Los críticos de esta visión objetan que, a más largo plazo, sólo hay una evidencia tenue de comovimientos positivos fuertes de los saldos fiscal y de cuenta corriente.⁴ En respuesta, algunos que simpatizan con la visión de los déficit gemelos señalan que el saldo de cuenta corriente también se verá afectado por otros *shocks* (Truman 2004). Si bien la caída del flujo de ahorro público tenderá a aumentar el flujo de ahorro externo, permaneciendo el resto constante, las dos variables no necesariamente se mueven al mismo ritmo; su relación bivariada también se verá afectada por otras variables. Más problemático es el hecho de que los estudios econométricos del impacto de los déficit fiscales en los déficit de cuenta corriente encuentra una correlación relativamente débil entre estas variables incluso después de controlar por otros factores.⁵ Igual de problemático es el hecho de que una parte sustancial de la caída de las tasas brutas de ahorro privado de este período refleja un descenso de las tasas de ahorro personal que no es atribuible de manera directa al déficit presupuestario, tasas de ahorro privado que deberían haber aumentado de acuerdo con la lógica ricardiana

⁴ Algunos, como Bernanke (2005), apuntan en particular a la segunda mitad de la década de 1990, cuando empeoró la posición de cuenta corriente de Estados Unidos en US\$ 300 mil millones (entre 1996 y 2000, para ser exactos) a pesar de que la posición fiscal mejoraba. Por supuesto que la explicación de esto es que, en la segunda mitad de los años '90, Estados Unidos disfrutaba de un *boom* de inversiones asociadas a la burbuja de Internet; esto nos lleva a la visión de la “nueva economía” sobre el déficit de cuenta corriente de EE.UU. que analizaremos en la próxima subsección.

⁵ Después de controlar por los restantes determinantes de la cuenta corriente, Erceg, Guerrieri y Gust (2005) descubren que una declinación de US\$ 1.000 millones en el déficit presupuestario de Estados Unidos produce una mejora de sólo US\$ 200 millones en la cuenta corriente. Utilizando datos de panel para un grupo de países industrializados, Chinn e Ito (2005) llegan a una estimación casi idéntica. Gruber/Kamin (2005) obtienen un efecto más pequeño y menos significativo. Presumiblemente, el mecanismo responsable de la compensación es la reducción del ahorro privado que acompaña al aumento del ahorro público (déficits más bajos significan tasas de interés más bajas, que alientan el endeudamiento de los hogares). Esto parece ser lo que sustenta la visión de Bernanke de que una política de endurecimiento fiscal podría reducir un poco el déficit de cuenta corriente pero sólo a expensas de una expansión adicional de la burbuja inmobiliaria. Por otro lado, esta visión implicaría una caída adicional significativa del ahorro privado norteamericano asociada a la mejora en el saldo fiscal de 5% del PIB entre 1992 y 2000, cuando sólo se produjo un pequeño movimiento adicional de las tasas de ahorro privado.

convencional (las tasas de ahorro personal de Estados Unidos llegaron a su pico a principios de los años '80, ubicándose en el 11% del PIB, y vienen descendiendo continuamente desde entonces). Pero lo más problemático es que la visión de los déficit gemelos/bajo ahorro norteamericano implica que las tasas de interés reales norteamericanas de largo plazo deberían ser altas, cuando en realidad son bajas. Esto implica, como mínimo, que la escasez de ahorro no es lo único que está sucediendo en Estados Unidos.

La reconciliación obvia es que hay otros factores que explican la coexistencia de bajas tasas de interés y bajas tasas de ahorro. Uno de esos argumentos es que la globalización y la desregulación aumentaron la flexibilidad de precios, moderando la presión sobre los bancos centrales para inflen en respuesta a los *shocks*, domesticando las expectativas de inflación y reduciendo el nivel de las tasas de interés consistentes con cualquier nivel de ahorro.⁶ Otro argumento es que la mayor credibilidad del compromiso antiinflacionario de los bancos centrales ha reducido, de forma permanente, el nivel de equilibrio de las tasas de interés. En ambos casos, el problema es la incapacidad de estos otros factores para explicar la declinación de las tasas de interés reales, en vez de las nominales. También les resulta difícil explicar por qué el cambio en la relación entre el ahorro y la tasa de interés fue tanto más pronunciado en Estados Unidos y por qué se concentró en los últimos cinco años. En este sentido, el argumento más convincente, que tiene el mérito de ser específico de Estados Unidos y concentrado en los últimos años, es que la Reserva Federal recortó de manera agresiva la tasa de interés cada vez que los precios de los activos mostraron una tendencia a la baja. El “put de Greenspan” resultante redujo el riesgo percibido de la inversión, bajando las tasas de interés reales vía una reducción en la prima de riesgo. En términos más generales, “la Gran Moderación” —es decir, la moderación de las fluctuaciones de los ciclos económicos que, de modo similar, se atribuye a una mejor política monetaria— generó riesgos y tasas de interés reales más bajos.

II.2. La visión de la nueva economía

Esta visión, sostenida por autores como Cooper (2004), Clarida (2005), y Backus y Lambert (2005), sostiene que el déficit norteamericano refleja el atractivo por

⁶ Véase Rogoff (2003) para un argumento que sigue estos lineamientos.

invertir en los Estados Unidos y el consiguiente ingreso de capitales que financian el déficit de cuenta corriente de la nación. El consumo de EE.UU. supera a su producción porque los estadounidenses se benefician desproporcionadamente con el alto retorno sobre la inversión en los Estados Unidos. El aumento anticipado del ingreso futuro es capturado por el ratio entre la riqueza de los hogares derivada de la tenencia accionaria y el ingreso personal disponible, que creció fuertemente en los años '90. Junto con el ratio entre la riqueza inmobiliaria de los hogares y el ingreso personal disponible, y el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años, esta variable del mercado bursátil puede explicar la mayor parte de la variación en la tasa de ahorro personal de Estados Unidos de los últimos 40 años.⁷

Por supuesto, después del año 2000, es el aumento de la riqueza inmobiliaria y la caída del rendimiento de los bonos del Tesoro lo que explica la mayor parte de la baja continua de las tasas de ahorro personal, dado que el mercado accionario perdió las ganancias de los cinco años precedentes. Además, está el hecho de que la aceleración del crecimiento de la productividad es sólo una de las explicaciones posibles del aumento del valor del mercado accionario en la década de 1990: los críticos de la visión de la nueva economía atribuirían las tendencias del mercado accionario en parte a la exhuberancia irracional y en parte a las políticas monetarias permisivas. Más aún, para que la aceleración de la tasa subyacente de crecimiento de la productividad explique la conducta diferencial respecto de los ahorros entre los norteamericanos y los residentes de otros países junto con el ingreso de capitales hacia la nación, no basta con que aumente la productividad de la inversión sino que este aumento debe ser más rápido en Estados Unidos que en el resto del mundo. En este sentido, los observadores señalan el desempeño superior de EE.UU. en términos de crecimiento y productividad desde mediados de los años '90 en comparación con Europa y Japón cuando argumentan que tanto los residentes como los inversores extranjeros se sienten atraídos por las perspectivas económicas favorables y esperan altos retornos sobre su inversión en Estados Unidos, mientras que estos mismos factores los desalientan a invertir en el exterior. Para explicar estas tendencias de la productividad señalan la mayor flexibilidad de los mercados laboral, de capitales y de productos estadounidenses y sostienen que la estructura del mercado es especialmente adecuada para un período en el que los inversores buscan capitalizar las oportunidades que brindan las revolucionarias tecnologías de la información

⁷ Véase Lambert (2005).

y las comunicaciones. Por consiguiente, Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2005) comparan la flexibilidad de Estados Unidos con la rigidez de Europa y dicen que la escasez de oportunidades atractivas de inversión en Europa, causadas por el estancamiento del crecimiento de la productividad, explica por qué buena parte de la corriente de ahorros del mundo termina en Estados Unidos.⁸

Puede haber algo de verdad en este punto. Pero vale la pena recordar que los datos sobre las tendencias relativas de la productividad desde fines de los años '90, cuando empezó a emerger el abultado déficit de cuenta corriente de Estados Unidos, son —¿cómo decirlo?— mucho menos que concluyentes. En comparación con Europa, Estados Unidos muestra un crecimiento de la productividad mucho más acelerado en el sector informático pero, dado que representa el 6% de la economía, este sector por sí solo es demasiado pequeño como para afectar mucho al producto agregado y al crecimiento de la productividad. Los cálculos minuciosos de Timmer *et al.* (2003) sugieren, como máximo, un diferencial de productividad de ½ por ciento para toda la economía entre Estados Unidos y Europa en el período 1995-2001 (véase la Tabla 1). Esta cifra es demasiado pequeña como para impulsar, de manera plausible, un cambio del 6% del PIB en el saldo de cuenta corriente de EE.UU. También puede ser demasiado pequeña como para resultar estadísticamente confiable.⁹ Y aun cuando esta historia tuviera sustento para la comparación entre Europa y Estados Unidos, no es obvio que se traslade a Asia, donde el crecimiento de la productividad también es sólido.

Los críticos también sostienen que la mayor parte del financiamiento neto reciente del déficit de cuenta corriente de Estados Unidos no provino de los inversores privados, presumiblemente motivados por los diferenciales de productividad y sus implicancias para los retornos sobre la inversión, sino de los bancos centrales extranjeros.¹⁰ Las compras de activos norteamericanos por parte de las autoridades mone-

⁸ Tal como señalara Brad Setser, los propulsores de esta visión tienen más dificultades para explicar por qué el capital sale de China, donde el crecimiento es tan acelerado, hacia los Estados Unidos. Presumiblemente, correspondería esperar que buena parte de la inversión reciente de China tenga que pasarse a pérdida, lo que implicaría que su crecimiento acelerado es insostenible.

⁹ Esto hace que resulte difícil sostener que está impulsando la conducta de los inversores. Hubo, sin duda, un gran entusiasmo por invertir en los sectores de producción y uso de recursos informáticos durante el período de la burbuja de Internet (1995-99) pero esto no explica el surgimiento del déficit de Estados Unidos, dado que éste empieza después.

¹⁰ En el año 2004, más de dos tercios del financiamiento requerido para el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos provinieron de los bancos centrales extranjeros. Las fracciones precisas dependen de los datos y las clasificaciones que se utilicen. Vea Roubini y Setser (2005).

Tabla 1 / Fuentes del crecimiento de la productividad laboral en Estados Unidos y EU-15

	1980-1995	1995-2001
EU-15		
Productividad laboral promedio	2,33	1,37
Contribución de la profundización del capital	1,21	0,90
Tecnología de la información	0,32	0,42
Tecnología no derivada de la información	0,88	0,48
Productividad total de los factores	1,13	0,46
Producción de IT		0,27
Otros		0,19
Contribución total de IT		0,69
Estados Unidos		
Productividad laboral promedio	1,37	1,85
Contribución de la profundización del capital	0,67	1,05
Tecnología de la información	0,48	0,72
Tecnología no derivada de la información	0,19	0,32
Productividad total de los factores	0,70	0,80
Producción de IT		0,44
Otros		0,36
Contribución total de IT		1,16

Fuente: Timmer *et al.* (2003).

tarias extranjeras son, sin embargo, una pequeña fracción –de acuerdo con los datos recientes, alrededor del 25%– de las compras externas totales de activos de EE.UU. Pero, las compras privadas de activos estadounidenses por parte de los extranjeros son en gran medida compensadas por las compras privadas de activos externos por parte de los estadounidenses. Los puntos precedentes están relacionados: vale la pena repetir que es posible que los extranjeros aumenten sus inversiones en Estados Unidos sin generar un déficit de cuenta corriente si, al mismo tiempo, los norteamericanos aumentan sus inversiones en otros países. El hecho de que la inversión norteamericana privada en el exterior compense en buena medida a la inversión extranjera privada en Estados Unidos y que el financiamiento residual de la cuenta corriente haya sido provisto por los bancos centrales del exterior

en los últimos años no es fácilmente compatible con la visión de la cuenta corriente norteamericana impulsada por la inversión que defiende la Nueva Economía.

Además, los críticos sostienen que para que un déficit de cuenta corriente de la magnitud del actual refleje inversión extranjera orientada a las ganancias en Estados Unidos, el crecimiento económico norteamericano y la capacidad del país para generar ganancias deberían acelerarse contundentemente. Para que un déficit de cuenta corriente del 7% produzca un ratio deuda externa/PIB inferior al 100% en estado estacionario –que de por sí es un ratio mucho más alto que el de cualquier economía industrial grande y madura a la fecha– el crecimiento de Estados Unidos tendría que acelerarse al 5% (suponiendo una tasa de inflación anual del 2%). El crecimiento nominal tendría que acelerarse a un inverosímil (o inflacionario) 12% para que un déficit del 7% fuera consistente con un ratio deuda externa/PIB del 50%, cifra que Mussa (2004) considera como límite superior realista y que es dos veces el nivel actual. En otras palabras, aun cuando la visión del *boom* de inversiones que propone la nueva economía fuera correcta, se necesitaría todavía una reducción significativa del déficit de cuenta corriente de EE.UU. para evitar una dinámica de deuda inestable.¹¹

II.3. La visión del exceso de ahorro global

En esta visión, sostenida por autores como Bernanke (2005) y Hubbard (2005), la combinación de demografía, rápido crecimiento, altos precios del petróleo y desarrollo financiero alentaron el ahorro fuera de Estados Unidos. En Asia, a excepción de Japón, las bajas tasas de dependencia están alentando el ahorro, tal como lo predice el modelo del ciclo de vida. En China, la limitada disponibilidad de bienes de consumo y el subdesarrollo de la intermediación financiera derivan

¹¹ Estos cálculos ignoran los efectos de la valuación de activos, excepto por algunos efectos de la inflación (vea el texto). En la práctica, el rendimiento diferencial de los activos y pasivos externos de EE.UU. (en general, los activos superan a los pasivos) ha significado que un déficit dado de cuenta corriente no generó un aumento equivalente de la deuda externa neta nacional (Gourinchas y Rey, 2005). El hecho de que alrededor del 70% de los activos de Estados Unidos en el exterior estén denominados en moneda extranjera, mientras que el pasivo norteamericano está denominado en dólares, significa que cuando el dólar baja en respuesta a un déficit de flujo, la posición financiera externa recupera históricamente con mayor rapidez la sustentabilidad. Pero el déficit externo crónico de la nación y la necesidad de la depreciación del dólar implican que la composición en moneda extranjera de las carteras de inversión internacionales no va a durar. A medida que los extranjeros empiecen a protegerse de manera más efectiva de las consecuencias financieras de la depreciación del dólar, estos efectos favorables del balance ya no van a funcionar de manera tan poderosa, si es que funcionan.

en altas tasas de ahorro forzado. En los países exportadores de petróleo de Medio Oriente y el resto del mundo, los elevados precios del petróleo están alimentando altas tasas de ahorro. En los países avanzados, el crecimiento acelerado dio respaldo al crecimiento de las utilidades empresariales, alentando a su vez el ahorro empresarial. Los inversores extranjeros que buscan plazas atractivas para colocar sus fondos inevitablemente canalizan algunos de ellos hacia los Estados Unidos, financiando de este modo el déficit de la nación. Este flujo de ahorro externo ejerce una presión a la baja sobre las tasas de interés norteamericanas, alentando a los ciudadanos a gastar. Con tasas de ahorro tan altas en otros países, los inversores y gobiernos del exterior están felices de ver que Estados Unidos sigue acumulando déficit, y actuando en verdad como consumidor de última instancia del mundo.

El problema con esta visión es que en el resto del mundo no subieron las tasas de ahorro de manera uniforme en los últimos años. El ahorro privado está bajando no sólo en Estados Unidos, sino también en Europa y Japón. En la zona del euro, las tasas de ahorro neto de las familias bajaron del 14% a principios de los años '90 a menos del 10% hoy. En Japón, estas mismas tasas cayeron al 5%, también de un 14% a principios de la década de 1990. Los ahorros netos de los hogares de los países anglosajones (Reino Unido, Canadá, Australia y Nueva Zelanda) se mantuvieron en niveles similarmente bajos.¹² Sin duda que la declinación de las tasas de interés, que aumentó la riqueza bursátil e inmobiliaria, puede haber contribuido a la caída del ahorro de los hogares, tal como se indicó antes, porque con una mayor riqueza los hogares pueden alcanzar sus metas financieras ahorrando menos.¹³ Pero esto amerita preguntar de dónde vinieron las tasas de interés más bajas en primer lugar. Además, la OCDE (2002) muestra que en un panel de 15 países de la OCDE, las fluctuaciones posteriores a 1995 en las tasas del ahorro privado pueden encontrar su explicación en fundamentos como tasas de dependencia de la vejez más altas, la política fiscal (con superávits más fuertes que derivaron en menos ahorro privado en la segunda mitad de la década de 1990 y luego, presumiblemente, en más ahorro en los últimos cinco años) y los cambios en la inflación y los términos de intercambio.¹⁴

¹² Todas estas cifras se calculan sobre la base de la definición estándar de la OCDE.

¹³ Esto también sugiere que las tasas de ahorro aumentarán ahora, presumiblemente, al normalizarse las tasas de interés y enfriarse el mercado inmobiliario.

¹⁴ Los términos de intercambio parecen ser específicamente importantes para los países exportadores de petróleo, para los que los precios de exportación más altos se traducen en más recursos y más ahorro.

El hecho de que este estudio de la OCDE analice los determinantes de las tasas de ahorro privado, que son la suma de los ahorros de los hogares y las empresas, y no sólo las tasas de ahorro personal, nos permite rechazar la presunción de que el patrón reciente de desequilibrios globales es producto de los altos ahorros empresariales. Hay, además, un hecho inquietante: el país con el mayor *aumento* en las tasas de ahorro corporativo casi simultáneamente con la aparición del gran déficit de cuenta corriente de EE.UU. no es otro que Estados Unidos, lo opuesto de lo que correspondería esperar si el déficit norteamericano fuera impulsado por altos ahorros corporativos *externos*.¹⁵

La Tabla 2 explica la razón. A nivel mundial, hubo en el mejor de los casos un aumento modesto de las tasas de ahorro cuando el ahorro y la inversión se agregan utilizando tipos de cambio de mercado. El punto es todavía más fuerte cuando, como en Obstfeld (2005), se construye el numerador y el denominador utilizando las paridades de poder adquisitivo: ahora el ahorro bruto como porcentaje del PIB fue del 24% en 1997, de 23% en 1999, de 23% en 2001 y de 24% en 2003.

Por lo tanto, si los cambios en las tasas de ahorro globales son importantes para las cuentas corrientes, debe haber movimientos diferenciales en esas tasas (hacia arriba en Asia, hacia abajo en Estados Unidos) que son el origen de la acción. Una vez más, la pregunta es si persistirán las recientes divergencias en las tasas de ahorro. Sobre este punto, realice un análisis de los determinantes del ahorro en los principales países avanzados y en los mercados emergentes. Los datos incluyen a 53 países y el período es 1975-2003; todas las ecuaciones se estiman según los Mínimos Cuadrados Generalizados con efectos aleatorios.¹⁶

¹⁵ En Estados Unidos, el ahorro neto del sector corporativo (ahorro bruto total menos inversión bruta del sector corporativo) pasó de -5% del PIB en 1996-2000 a alrededor de +6% del PIB en 2000-2004. Vea Loeys y colaboradores (2005).

¹⁶ Los datos para los países en desarrollo más pobres y más pequeños son más ruidosos y hacen que las estimaciones, como las que se incluyen en el texto, sean por consiguiente menos informativas. Los países analizados aquí representan más del 95% de los ahorros globales. El FMI realizó recientemente (2005) un estudio similar, si bien los resultados indicados difieren en algunos de sus detalles. Téngase en cuenta que el tamaño de la muestra es reducido debido a la limitada disponibilidad de datos para algunas variables. Los 53 países incluidos en nuestra muestra son: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Islandia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos, Hong-Kong Sar, Israel, Corea, Singapur, Provincia China de Taiwán, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, República Checa, Hungría, Indonesia, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía, Venezuela, Argelia, China, Croacia, Egipto, India y Marruecos.

Tabla 2 / Tendencias de los ahorros y la inversión a nivel global (como porcentaje del PIB)

	Promedio	Promedio	2003	2004	Cambio:
	1990-99	2000-02			1991-2004
Ahorro a nivel mundial	22,9	23,4	23,9	24,9	1,7
Economías avanzadas	21,3	20,6	19,1	19,4	-2,8
Estados Unidos	16,3	16,2	13,5	13,7	-2,5
Zona del Euro	21,5	21,3	20,3	20,9	-1,1
Japón	31,6	27,8	27,1	27,6	-6,8
Economías emergentes	25,3	27,2	29,8	31,5	6,9
Asia en desarrollo	31,0	32,6	36,5	38,2	9,5
China	40,3	39,9	45,5	48,0	9,6
América Latina	18,3	17,8	20,0	21,0	1,9
Europa Central y del Este	20,6	18,8	18,6	19,1	-7,0
Inversión a nivel mundial	24,0	23,2	23,5	24,6	0,1
Economías avanzadas	21,8	21,0	20,0	20,7	-2,5
Estados Unidos	18,7	19,4	18,4	19,7	1,1
Zona del Euro	21,1	20,9	19,5	20,2	-2,9
Japón	29,3	25,3	23,9	23,9	-9,0
Economías emergentes	27,2	26,1	27,9	29,2	2,8
Asia en desarrollo	32,2	30,8	33,6	35,5	5,1
China	38,5	37,9	42,4	43,9	9,7
América Latina	20,9	19,8	19,0	19,8	0,3
Europa Central y del Este	23,3	23,1	23,2	23,8	-2,9

Fuente: Informe anual del BPI (2005).

Los resultados (Tabla 3) ayudan a explicar los patrones recientes de las tasas de ahorro pero sugieren también que estas pronunciadas divergencias pueden no persistir de manera indefinida. Los países con altas tasas de crecimiento exhiben una tendencia a ahorrar más, como si debiera transcurrir algún tiempo para que el consumo alcance a los ingresos más altos. La importancia de la variable dependiente rezagada también apunta en la misma dirección de ajuste lento. Sin embargo, este ajuste debería producirse con el transcurso del tiempo. Además, a medida que maduren los mercados emergentes y sus tasas de crecimiento converjan con las de los países avanzados, habrá una tendencia hacia la convergencia de las tasas de ahorro. Podría decirse que la tendencia de los

Tabla 3 / Ahorro e inversión a nivel global: regresiones del panel, 1975-2003

Variable	Ratio Ahorros/PIB				Ratio Inversiones/PIB			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Ahorros rezagados/PIB	0,92 (56,96)	0,87 (38,99)	0,89 (43,37)	0,89 (41,98)	0,89 (39,11)	0,87 (32,03)	0,85 (30,12)	0,84 (29,31)
Crecimiento del PIB per cápita	0,07 (3,52)	0,10 (4,11)	1,00 (4,04)	0,10 (3,88)	0,06 (2,63)	0,12 (4,52)	0,12 (4,46)	0,12 (4,57)
Tasa de interés	0,09 (0,40)	0,24 (1,02)	0,22 (0,94)	0,21 (0,90)	-0,18 (0,73)	-0,02 (0,07)	-0,03 (0,13)	-0,01 (0,03)
Crédito privado/PIB	0,01 (1,66)	0,00 (0,37)	0,00 (0,26)	0,00 (0,01)	0,00 (0,33)	0,00 (0,33)	0,00 (0,05)	0,00 (0,14)
Δ Crédito privado/PIB	0,02 (1,24)	-0,01 (0,26)	-0,01 (0,37)	0,00 (0,06)	-0,02 (0,87)	-0,08 (3,26)	-0,08 (3,45)	-0,10 (4,09)
Tasa de dependencia	-0,05 (2,68)	-0,06 (1,93)	-0,05 (2,06)	-0,05 (1,99)	-0,02 (0,98)	-0,02 (0,84)	-0,04 (1,26)	-0,05 (1,74)
Déficit fiscal/PIB	-0,02 (0,81)	0,00 (0,09)	0,00 (0,08)	0,00 (0,10)	0,00 (0,15)	0,01 (0,30)	0,00 (0,10)	0,00 (0,10)
Crecimiento de los términos de intercambio	0,05 (3,70)	0,07 (4,75)	0,07 (4,59)	0,07 (4,59)	-0,04 (2,29)	-0,03 (1,64)	-0,03 (1,94)	-0,03 (1,99)
M2/PIB		0,01 (1,07)	0,01 (1,18)	0,01 (1,11)	0,01 (1,11)	0,00 (0,35)	0,01 (0,85)	0,02 (1,63)
Crédito doméstico/PIB		-0,01 (2,52)	-0,01 (2,39)	-0,01 (2,60)	-0,01 (2,60)	-0,01 (1,82)	-0,01 (1,88)	-0,01 (1,91)

Tabla 3 / Ahorro e inversión a nivel global: regresiones del panel, 1975-2003 (continuación)

Variable	Ratio Ahorros/PIB			Ratio Inversiones/PIB				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Variable dummy de la crisis mexicana aplicada a:								
Mercados Emergentes			0,00 (0,76)				0,00 (0,70)	
Asia				0,00 (0,04)				0,01 (1,21)
América Latina				0,01 (0,58)				0,01 (0,87)
Variable dummy de la crisis asiática aplicada a:								
Mercados Emergentes			-0,01 (1,25)				-0,02 (3,59)	
Asia				0,00 (0,46)				-0,04 (4,95)
América Latina				-0,02 (1,57)				-0,02 (1,87)
Cant. de observ.	452	350	350	350	453	351	351	351
Wald Chi2:	4694,19	2983,19	3987,56	3984,54	2150,83	1835,68	1719,06	1680,36

Nota: Estadístico z en paréntesis.
Fuente: Ver texto.

países con mercados financieros más profundos, medidos según el ratio crédito doméstico/PIB, a ahorrar menos respalda la creencia de que el desarrollo financiero alentará más el gasto de consumo en los mercados emergentes.¹⁷ Por último, la tasa de dependencia de la tercera edad tiene un efecto negativo en el ahorro, tal como lo predice el modelo del ciclo de vida. Una vez más, la implicancia es que las tasas de ahorro de Asia bajarán a medida que envejezcan sus poblaciones.

II.4. La visión de la codependencia sino-norteamericana

Los lectores observarán en las últimas cuatro columnas de la Tabla 3 que muchas de estas variables tienen efectos similares en las ecuaciones del ahorro y la inversión. Por ejemplo, una tasa de dependencia más alta no sólo deprime el ahorro sino también la inversión, algo de lo que no habla mucho el FMI (2005), entre otros, pero que fue observado previamente por Eichengreen y Fifer (2002). La lógica de este resultado sería que una tasa de dependencia más alta reduce la población activa disponible para cooperar con el capital, reduciendo el retorno sobre la inversión. Desde el punto de vista estadístico, este resultado bien puede ser sólo otra manifestación del enigma de Feldstein-Horioka, es decir, que la diferencia entre las tasas de ahorro y las tasas de inversión nacionales es relativamente pequeña, de manera tal que cualquier cosa que modifique la función de ahorro debe modificar la función de inversión en la misma dirección (o, al menos, aparentar que lo hace en el marco de una regresión). Sea como sea, la implicancia económica no está en discusión: una tasa de dependencia más alta tiene un mayor impacto negativo en los ahorros que en la inversión y, por lo tanto, un impacto positivo en la cuenta corriente.¹⁸

En los últimos años, el factor más significativo en el surgimiento de los grandes excedentes de cuenta corriente de Asia (a excepción de China) ha sido la declinación de la inversión y no el aumento del ahorro. En Asia, excepto China y Japón, las tasas de inversión cayeron un 8,7% del PIB entre 1996 y 2004.¹⁹ Por supuesto que China es una excepción porque, aunque las tasas de ahorro crecieron, las tasas de inversión subieron casi con la misma rapidez. Pero China es sólo una parte de Asia y de las economías mundiales. Para Asia en su conjunto, el coeficiente

¹⁷ Este efecto no es abrumadoramente grande. Chinn e Ito (2005) brindan razones adicionales para ser escépticos respecto de la robustez de la relación.

¹⁸ Véase Gruber y Kamin (2005).

¹⁹ Véase Macfarlane (2005) y Rajan (2005).

sobre la crisis asiática de la última columna de la Tabla 3 indica una abrupta caída de la inversión después de la crisis de 1997-98 que no se observa en otras regiones y que no puede explicarse por las restantes variables incluidas en el análisis.

Algunos consideran que el descenso de las tasas de inversión de Asia es un fenómeno transitorio resultante del ciclo desfavorable, las interrupciones del sector financiero y las incertidumbres políticas posteriores a la crisis. Pero el hecho de que las tasas de inversión de Asia, a excepción de China y Japón, estén significativamente por debajo de los niveles de 1996 casi diez años después del inicio de la crisis sugiere que hay algo más que una fluctuación del ciclo económico. Algunos de los que ven a las bajas tasas de inversión de este continente como permanentes consideran que buena parte de la inversión del período previo a la crisis fue antieconómica y mal asignada. Y concluyen que Asia está mejor sin ella. Según esta interpretación, los gobiernos asiáticos han sido inteligentes al alejarse de políticas que promueven la inversión de manera agresiva. Vale la pena recordar que las políticas en cuestión conllevaron mantener la economía doméstica bajo una alta presión de demanda, presión que se manifestó bajo la forma de déficit en cuenta corriente financiado con ingresos de capital de corto plazo (que llegó al 7% del PIB en el caso de Tailandia antes de la crisis). Pero los gobiernos asiáticos, fuertemente afectados por la crisis, son hoy más adversos al riesgo. Prefieren una menor dependencia a la entrada de capitales y superávit, en lugar de déficit, de cuenta corriente, que obtienen sometiendo a sus economías a una menor presión de demanda. Prefieren depender más de las exportaciones para proveer demanda a la producción interna. La mayor aversión al riesgo hace que se sientan satisfechos cuando acumulan muchas reservas internacionales.

El efecto negativo de la crisis asiática en la inversión en los países de la región se observa con claridad en la última columna de la Tabla 3 donde, siguiendo a Aizenman y Lee (2005), incluimos variables que interactúan con una variable *dummy* para América Latina para el período posterior a la crisis mexicana y con una variable *dummy* para Asia para el período posterior a la crisis asiática. Se observa un fuerte coeficiente negativo para la inversión en los países asiáticos durante el período posterior a 1997, que es la contrapartida de su rápida acumulación de reservas (dada la ausencia de un efecto en los ahorros). Este resultado es consistente con los hallazgos de Gruber y Kamin (2005), quienes también muestran que es necesario incluir una variable que represente a las crisis financieras para explicar el giro de los países asiáticos en desarrollo hacia el superávit a partir de 1997.

Tal como se indicó, una pregunta clave es si esta caída de las tasas de inversión en Asia es transitoria o permanente. En un intento por aclarar más este punto, agregamos un término de interacción adicional (que no aparece en la tabla), construido como el producto de la interacción previa (del período posterior a la crisis asiática con una variable *dummy* para los países asiáticos) y una tendencia temporal. El nuevo término de interacción tiene un coeficiente de 0,005 y un estadístico *t* de 1,95. Esto sugiere una tendencia declinante en el tiempo de la caída en la inversión debido a la crisis; y sugiere que hacen falta diez años para eliminar por completo el efecto negativo inicial. Por supuesto que los escépticos van a señalar que el efecto es sólo marginalmente significativo.

Esto nos lleva a la hipótesis de Bretton Woods II, es decir la idea de que el equilibrio transpacífico persiste porque los países asiáticos están satisfechos de que así sea (Dooley, Folkerts-Landau y Garber, 2003, 2004; Dooley y Garber, 2005). Esta visión tiene una serie de variantes. Dado que los países asiáticos, y China en particular, consideran a la demanda de exportaciones como el motor del crecimiento económico, mantienen un tipo de cambio subvaluado con respecto al dólar para estimular las exportaciones. El resultado son superávits persistentes de cuenta corriente para Asia y, dada la sobrevaluación del dólar, déficit para Estados Unidos. Por su parte, Estados Unidos está igualmente feliz con este estado de cosas, porque puede vivir por encima de sus posibilidades económicas. O, dado que Estados Unidos tiene un sector financiero más eficiente que el de China, importa ahorros chinos bajo la forma de capital de corto plazo que luego transforma y reexporta bajo la forma de inversión extranjera directa (IED). (Para ser más precisos, reexporta una fracción inferior a uno de esa entrada de capitales). O China acumula letras de Tesorería norteamericanas y otras acreencias financieras en Estados Unidos como forma de garantizar la inversión extranjera directa de las empresas norteamericanas, que es el mecanismo de la transferencia de tecnología.

La variante más conocida de esta historia es que China desea tener un tipo de cambio subvaluado porque de este modo estimula sus exportaciones, que son la fuente del aprendizaje tecnológico y organizacional. Las distorsiones que afectan a la economía justifican la imposición por parte del gobierno de otra distorsión, que adopta la forma de un tipo de cambio subvaluado que aporta más recursos a este sector en comparación con lo que podrían aportar las fuerzas del mercado. La distorsión en cuestión podría estar en el hecho de que buena parte del aprendizaje asociado a producir para exportar es externo a la empresa, brindando un

incentivo inadecuado para transferir recursos al sector ante la ausencia de otras intervenciones. Un sistema financiero ineficiente podría ser lo que impide a los ahorros chinos financiar una inversión adecuada en el sector exportador. También podría deberse a la falta de conocimiento organizacional que es complementario a las exportaciones y que sólo puede mejorar mediante inversiones extranjeras directas vinculadas con la exportación, que transfieren conocimiento organizacional desde el exterior. Para absorber a los más de 200 millones de desempleados rurales que todavía deben trasladarse al moderno sector de manufacturas, China quiere mantener un rápido crecimiento de sus exportaciones, un tipo de cambio subvaluado y grandes excedentes de cuenta corriente durante una década o más. Y Estados Unidos acepta con gusto un dólar sobrevaluado y grandes déficits de cuenta corriente porque le agrada vivir más allá de sus posibilidades económicas.

Aunque estos argumentos fundamentan la existencia de un tipo de cambio subvaluado, no proporcionan un justificativo para subvaluar el tipo de cambio con respecto al dólar en particular o para mantener un límite diario de 0,3% en las fluctuaciones entre el yuan y el dólar. Tampoco implican la persistencia indefinida de desequilibrios en la magnitud actual. Los gerentes y empresarios chinos están adquiriendo rápidamente el conocimiento organizacional necesario para dirigir empresas modernas orientadas a la fabricación. Ya no necesitan socios-inversores externos que los ayuden a organizarse (o los necesitan menos que en el pasado). Los efectos de la productividad derivada del aprendizaje a través de las exportaciones son internos y externos a la empresa, como sucede en otros países, y esto debilita el argumento de la subvaluación como medio para internalizar esta externalidad. En otras palabras, dentro de poco tiempo, estos justificativos para mantener el tipo de cambio artificialmente bajo no serán más sólidos en China de lo que lo son en otros países de ingresos medios.

La variante de esta historia que subraya la mayor eficiencia del sistema financiero de Estados Unidos puede explicar la composición de los flujos de capitales: China acumula sus acreencias en Estados Unidos bajo la forma de títulos, mientras que Estados Unidos acumula sus acreencias en China bajo la forma de inversión extranjera directa. Pero no puede explicar el patrón de desequilibrios de cuenta corriente. No hay razón para que el país con el sistema financiero más eficiente que brinda servicios de intermediación al resto del mundo no pueda tener una cuenta corriente equilibrada o, para el caso, un excedente. No hay razón para que la importación de capital de corto plazo y la exportación de capital de largo

plazo requieran tener déficit de cuenta corriente, como está sucediendo en Estados Unidos. Los norteamericanos tuvieron excedentes de cuenta corriente después de la Segunda Guerra Mundial, cuando los contemporáneos decían que EE.UU. era el banquero del mundo.²⁰ Gran Bretaña tuvo excedentes persistentes de cuenta corriente antes de la Primera Guerra Mundial cuando actuaba, de manera similar, como banquero del mundo. Ser el centro financiero internacional y proporcionar servicios de transformación de vencimientos al resto del mundo no condena a un país al déficit.

Sólo resta entonces la variante de la codependencia sino-norteamericana en la cual Estados Unidos actúa como custodio del mundo y el desequilibrio transpacífico refleja la compra de servicios de custodia por parte de China. En otras palabras, Estados Unidos es titular de la garantía contra la cual toman prestado países como China, que puede atraer inversión extranjera directa porque si alguna vez decide nacionalizar los activos de EE.UU. u otros activos privados, entonces Estados Unidos entrará en *default* sobre sus pasivos oficiales en manos del gobierno chino. Esta variante entra en la identidad entre el saldo de cuenta corriente y la diferencia entre ahorros e inversión, dado que subraya la necesidad de China de inversiones de alta calidad y sostiene que la manera de conseguirlas, mediante la entrada de IED, es ahorrando incluso más de lo que invierte internamente ($S^* > I^*$) y colocando la diferencia como garantía neta en los Estados Unidos.

El problema es que esta historia sólo tiene que ver con China, mientras que la acumulación de reservas y los excedentes crónicos frente a Estados Unidos son panasiáticos. Nadie se preocupa por la posibilidad de que Japón, Corea del Sur o Taiwán expropien inversiones norteamericanas, y estos países también tienen acreencias masivas contra los Estados Unidos. No conozco ejecutivos de empresas norteamericanas que se hayan referido a las grandes reservas en dólares de China como forma de garantía que justifica su decisión de invertir allí. Tampoco conozco declaraciones de funcionarios chinos en las que expliquen que están acumulando papeles del Tesoro de EE.UU. como forma de colocar garantías para las entradas de IED. Por otro lado, la cronología es errónea: la inversión extranjera directa de Estados Unidos en China empieza alrededor del año 1992, mientras que la masiva acumulación de reservas llega recién una década después. Además, está el hecho, subrayado por Goldstein y Lardy (2005), de que EE.UU. representa sólo una pequeña fracción —quizá el 4%— de la IED en China. Por lo tanto, debemos suponer que

²⁰ Véase Depres, Kindleberger y Salant (1966).

Estados Unidos estaría dispuesto a apoyar no sólo a los inversores extranjeros privados de EE.UU. sino también a los de otros países. Por último, la forma en que históricamente se expropiaron las inversiones extranjeras en China fue mediante la liquidación subrepticia de los activos por parte de los gerentes chinos y los socios locales, y no a través de una nacionalización abierta. Es difícil imaginar que el gobierno norteamericano pudiera correr el riesgo de ensuciar su crédito público en respuesta a estas situaciones.

La prueba del argumento de las “reservas extranjeras como garantía de la IED” sugiere hacer una regresión de las reservas sobre sus determinantes usuales – ingreso per cápita como indicador del desarrollo económico, ratio importaciones/PIB como un indicador de la necesidad de que las reservas se ajusten al volumen de transacciones comerciales, indicador de la volatilidad del tipo de cambio, y otros controles– y agregar la IED neta como variable explicativa adicional. Aquí, la especificación es la analizada por Aizenman y Lee (2005), con el agregado, por supuesto, de la inversión extranjera directa.²¹ Al igual que en Aizenman y Lee, todas las ecuaciones se estiman por medio de Mínimos Cuadrados Generalizados con efectos aleatorios. Los resultados (Tabla 4) revelan una correlación positiva entre la IED y las reservas, consistente con la hipótesis. Cuando se escalan las reservas según el PIB, el indicador de IED es positivo y significativamente diferente de cero en el nivel de 99%. Cuando son escaladas por un agregado monetario amplio, el nivel de significancia baja al 90%.

Pero es posible imaginar una serie de *shocks* al término de error de esta ecuación que hacen que los países no sólo acumulen más reservas, por varias razones independientes, sino también más inversión extranjera directa.²² Por lo tanto, instrumentamos el ratio de la IED utilizando un vector de variables económicas, institucionales y demográficas sugeridas por la literatura sobre inversión extranjera. Utilizamos un indicador de corrupción con el fundamento de que un nivel más alto de corrupción hace que la IED sea menos atractiva (Wei, 2000).²³ Incluimos

²¹ Aquí, las reservas se miden netas de oro y son escaladas por un agregado monetario amplio o el PIB. Esta muestra es diferente de la de Aizenbaum y Lee, en la que los autores se limitan a las economías avanzadas y los principales mercados emergentes. En esta muestra incluimos tantos países como fue posible (sujeto a la limitación de la disponibilidad de datos). Los datos son anuales y corresponden al período 1980-2003. De los 192 países sobre los que se recogieron datos, alrededor de 160 tienen datos suficientes para el análisis.

²² En realidad, la posibilidad de simultaneidad es intrínseca al argumento que motiva la especificación.

²³ El indicador de corrupción fue extraído de Transparency International (<http://www.transparency.org/surveys/index/html#cp>).

Tabla 4 / Regresiones de las reservas sobre la IED según los mínimos cuadrados generalizados con efectos aleatorios.

Variable	Ratio reservas/agregado monetario amplio		Ratio reservas/PIB	
	(1)	(2)	(3)	(4)
IED/PIB	9,24 (1,76)	10,56 (1,99)	0,01 (6,38)	0,01 (5,58)
Log. Población	30,81 (1,01)	-3,56 (0,24)	0,02 (5,71)	0,01 (0,75)
Log. Ingreso per cápita	-3,92 (0,12)	-3,19 (0,25)	0,04 (9,38)	0,02 (4,59)
Importaciones/PIB	13,15 (0,15)	48,46 (1,10)	0,05 (8,11)	0,04 (5,43)
Volatilidad del tipo de cambio	0,01 (0,07)	0,02 (2,11)	0,01 (1,34)	0,01 (1,61)
Tendencia del crecimiento de las exportaciones		-2,94 (0,03)		-0,02 (2,06)
Subvaluación real		-0,01 (0,47)		-0,01 (1,38)
Constante	-466,73 (0,64)	256,59 (0,7)	-0,72 (9,69)	-0,24 (2,77)
Cant. de observ.	2.916	1.947	3.071	2.064
<i>Wald Chi2</i>	4,33	8,73	290,19	114,52

Nota: Estadístico z en paréntesis.
Fuente: Ver texto.

la alícuota impositiva sobre la inversión extranjera directa debido a sus efectos de incentivo (Hines y Rice, 1994; Desai y Hines, 1997).²⁴ Como control adicional, incluimos el logaritmo del PIB sobre la base de que los países con grandes mercados domésticos son más atractivos para los inversores extranjeros. Las regresiones de la primera etapa, utilizando estimaciones de la alícuota impositiva para años alternativos, son bastante compatibles con los datos. En las regresiones de la segunda etapa (Tabla 5) encontramos ahora que la variable IED cambia de signo a negativa y deja de ser significativa. La conclusión apropiada parecería

²⁴ Las estimaciones de las alícuotas impositivas, basadas en datos de Price Waterhouse, corresponden a 1983 e incluyen 82 países.

Tabla 5 / Regresiones de las reservas sobre la IED según las variables instrumentales con efectos aleatorios.

Variables	Ratio reservas/agregado monetario amplio	Ratio reservas/PIB
IED/PIB	-6,62 (1,39)	-0,03 (0,18)
Log. Población	-5,09 (1,64)	-0,02 (0,96)
Log. ingreso per cápita	-2,80 (2,01)	0,03 (0,19)
Importaciones/PIB	3,94 (0,76)	0,05 (1,10)
Volatilidad del tipo de cambio	0,05 (0,80)	0,00 (1,51)
Tendencia del crecimiento de las exportaciones	-1,05 (0,47)	-0,05 (1,44)
Subvaluación real	-4,57 (0,87)	-0,01 (0,90)
Constante	0,11 (1,88)	0,13 (0,30)
Cant. de observaciones	273	294
<i>Wald Chi2</i>	5,7	42

Nota: Estadístico z en paréntesis.
Fuente: Ver texto.

ser que la correlación positiva evidente en las regresiones ingenuas es espuria. Muchos factores ayudan a explicar la acumulación de reservas por parte de los mercados emergentes durante los últimos años. El deseo de que sirvan de garantía para la inversión extranjera directa no es uno de ellos.

III. Perspectivas futuras

Si nos sacamos las anteojeras descubrimos que el elefante tiene no sólo patas, sino también trompa, cola, torso y orejas. Por consiguiente, una explicación completa del surgimiento y persistencia del déficit externo de Estados Unidos debe incluir el papel que desempeñaron: el déficit fiscal y otras políticas que generan bajas tasas de ahorro nacional en el país; rápido crecimiento de la productividad

(al menos en la esperanza, si no ocurre en los hechos concretos) al atraer financiamiento para las inversiones y alentar a los norteamericanos a gastar; factores demográficos, financieros y macroeconómicos que generaron altas tasas de ahorro en el resto del mundo; y una mayor aversión al riesgo después de la crisis de 1997-98, que llevó a los países asiáticos a dirigir sus economías bajo una menor presión de demanda y depender más de las exportaciones netas para sustentar el crecimiento económico.

El hecho de que las causas no sean simplemente un milagro de la productividad que aumentó de manera permanente el apetito de los Estados Unidos y los inversores externos por acreencias sobre la economía norteamericana implica que tendrá que haber un ajuste.²⁵ La única duda es si este ajuste estará amortiguado por los cambios necesarios en el resto del mundo. En este punto, hay razones para ser optimistas. Los factores demográficos que respaldan las tasas de ahorro extraordinariamente altas de Asia no durarán para siempre. En China, el porcentaje de trabajadores activos en el total de la población llegará a su pico ya en el año 2010.²⁶ Por lo tanto, la tasa de dependencia aumentará de manera rápida –con mayor rapidez de lo que aumentó en cualquier otro país– a medida que los integrantes de la fuerza laboral empiecen a jubilarse y sean reemplazados por los más jóvenes concebidos bajo la política china de un solo hijo. Si los hogares de China y otros países asiáticos (y europeos) consumen más, como lo predice el modelo del ciclo de vida, entonces la desaceleración del crecimiento de la demanda –que es un componente del ajuste de la cuenta corriente de Estados Unidos– no necesariamente precipitará una recesión.

Del mismo modo, a medida que China y otros países asiáticos desarrollen sus mercados financieros, a los hogares les va a resultar más sencillo endeudarse para financiar las compras de propiedades, bienes de consumo durables y educación superior, y se liberarán de la necesidad de acumular muchos ahorros para comprar en efectivo.²⁷ A medida que el cambio estructural se torne más predecible y el estado haga más por solventar los costos transitorios del desempleo,

²⁵ La misma discusión surge de la dinámica simple de la deuda analizada antes respecto del ajuste necesario para estabilizar el endeudamiento externo de Estados Unidos como porcentaje del PIB norteamericano o como porcentaje de la riqueza del resto del mundo.

²⁶ Algunas estimaciones sugieren el año 2015.

²⁷ El costo de la educación puede estar convirtiéndose en un factor importante de la conducta de China con respecto a los ahorros; además, el gobierno alienta a las escuelas y universidades estatales a elevar los derechos de matrícula (copia espeluznante de lo que está ocurriendo en California...).

los hogares tendrán menos incentivos para mantener altas tasas de ahorro como protección contra los efectos de la inestabilidad laboral. Los cambios en los tipos de cambio reales que aumentan el poder adquisitivo de los consumidores, ya sea a través de un rápido aumento de los salarios chinos o de la continua revaluación del yuan, pueden hacer un aporte mayor a los cambios progresivos en los patrones de ahorro. Los gobiernos pueden respaldar la demanda invirtiendo más en atención médica, jubilaciones públicas y vivienda pública. Mientras tanto, la inversión privada en Asia puede comenzar a recuperarse y llegar a los niveles más altos de principios de los años '90. Si Japón está hoy, finalmente, a punto de alcanzar una recuperación sustentable, tanto el gasto en el consumo como la inversión empezarán a subir. Algún día, quién sabe, la reforma estructural puede incluso aumentar las tasas de inversión en Europa.

Por todas estas razones, es probable que $S^* - I^*$ siga una tendencia declinante, aumentando la demanda neta fuera de Estados Unidos. $I - S$, su equivalente norteamericano, se reducirá de modo similar como simple cuestión aritmética.

Éste es el escenario optimista. Sugiere que el crecimiento y la demanda en el resto del mundo se recuperarán justo cuando el crecimiento y la demanda se desacelerarán en Estados Unidos. Es un escenario de ajuste gradual, dado que las tasas de ahorro e inversión del resto del mundo probablemente se ajustarán hacia sus nuevos niveles de equilibrio de manera gradual, reflejando el movimiento lento de las variables demográficas y el desarrollo de los mercados financieros. Es muy poco probable que estos ajustes graduales causen una disrupción en el funcionamiento de los mercados financieros y perturben la confianza del consumidor.

El escenario pesimista contempla la posibilidad de que, antes de que los factores que sustentan esta dinámica de ajuste hayan tenido tiempo de hacer sentir su influencia, los extranjeros pierdan la paciencia con Estados Unidos. El financiamiento externo se evapora, haciendo que los precios de los bonos norteamericanos caigan y las tasas de interés a largo plazo suban. El dólar se deprecia abruptamente, creando temores de inflación en el precio de las importaciones que obligan a la Reserva Federal a elevar las tasas de política antes de lo previsto. Las tasas más altas de interés dejan sin aire a la burbuja inmobiliaria y, en términos más generales, deprimen las valuaciones de los activos.

Lo que quizás lleve a los inversores extranjeros a desenchufar el cable sea información que permita inferir que el endeudamiento externo de Estados Unidos

es, o será, insostenible. Si la nueva información sugiere que el milagro de la productividad norteamericana es un espejismo –o, en términos sencillos, que es cuantitativamente menos impresionante de que lo sugerían las estimaciones anteriores– los extranjeros pueden concluir que, ante una desaceleración del crecimiento de EE.UU., el endeudamiento externo de la nación transita un camino insostenible.²⁸ Pueden temer que el círculo se cuadrará con una inflación más alta, dado que una inflación más alta, que significa mayor crecimiento del ingreso nominal, es una de las maneras de conciliar un mayor déficit de cuenta corriente con la limitada disposición de los inversores extranjeros a aumentar la porción de sus carteras destinada a los títulos de Estados Unidos. Sobre el final, por supuesto, se rehusarán a absorber más títulos norteamericanos a menos que se los compense con tasas de interés más altas, que impactarán de manera negativa en el consumo y la inversión de EE.UU., como se señaló antes.²⁹

Los bancos centrales extranjeros podrían tomar una medida decisiva si temen que la revaluación abrupta de sus monedas contra el dólar mataría a la gallina de los huevos de oro del crecimiento impulsado por las exportaciones. Pero, como he señalado en otras ocasiones, esto confunde sus intereses colectivos e individuales.³⁰ Las autoridades monetarias asiáticas no seguirán acumulando indefinidamente acreencias de bajo rendimiento sobre Estados Unidos que están sujetas al riesgo de pérdidas de capital. Cada banco central tiene un incentivo para recortar su acumulación adicional de acreencias sobre los Estados Unidos y para diversificar su cartera de reservas saliendo del dólar antes de que otros hagan lo mismo, en especial si puede hacerlo de manera subrepticia, es decir sin hacer que el dólar caiga contra las divisas de Asia. Éste es un problema clásico de cartel. Y es probable que termine como todos los problemas clásicos de cartel, es decir, mal para aquellos cuyo bienestar depende de la cohesión del cartel.

Si es así, la terminación abrupta del financiamiento externo puede precipitar una aguda recesión en Estados Unidos, similar a la experimentada por otros países

²⁸ Es posible imaginar que la forma en que se financian los gastos de reconstrucción tras el paso del Huracán Katrina puede ser la gota que colme el vaso.

²⁹ Dado que la absorción cae debido a tasas de interés ahora más altas, lo mismo ocurre con el déficit de cuenta corriente, que es la diferencia entre absorción y producción. En este escenario, es así como se produce el ajuste externo.

³⁰ Véase Eichengreen (2004).

que tuvieron que comprimir de manera súbita grandes déficits de cuenta corriente. Edwards (2005) considera que la reversión típica de la cuenta corriente (definiendo a la reversión como una declinación del déficit del 4% del PIB) genera una desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB per cápita del 3,6% al 5,0% durante el primer año de ajuste. Tres años después del inicio del ajuste, las tasas de crecimiento del PIB todavía están por debajo de su tendencia a largo plazo.³¹ Ésta es la esencia del escenario pesimista.

Sin duda, Estados Unidos es diferente en algunos sentidos importantes de otros países que acumularon grandes déficit externos y experimentaron reversiones abruptas de sus cuentas corrientes. A favor del país está el hecho de que una buena parte de la deuda norteamericana está denominada en dólares mientras que los activos externos de Estados Unidos están denominados en moneda extranjera. Esto significa que el ajuste, en la medida que esté asociado a una caída del tipo de cambio, será amortiguado por efectos de hoja de balance favorables. Debelle y Galato (2005) muestran que estos efectos funcionaron para suavizar el ajuste de cuenta corriente de Estados Unidos en los años '80.³² En contra de EE.UU. está el hecho de que el país es grande en relación con la economía mundial, lo que significa que una recesión en Estados Unidos ejercerá una presión recesiva en el resto del mundo, y el crecimiento más lento del resto del mundo rebotará entonces para profundizar más la desaceleración norteamericana. Es imposible saber por el momento cuál de estos dos efectos de dirección contraria tendrá una incidencia más poderosa. Hasta que lo sepamos,

³¹ Se informan resultados similares en Freund (2000). Freund y Warnock (2005) revelan que las pérdidas de producto ocasionadas por las reversiones en los países industrializados son mayores cuando el déficit de cuenta corriente inicial es más grande. Es importante señalar que otros estudios han llegado a conclusiones diferentes, a saber, las pérdidas de producto derivadas de las reversiones de cuenta corriente son mínimas (Milesi-Ferretti y Razin, 1997).

³² Donde "suavizar" significa minimizar las pérdidas del producto asociadas a la reducción del déficit de cuenta corriente. Un tercer factor que suele citarse en este sentido es la credibilidad de la política monetaria. Gagnon (2005) muestra que, en términos históricos, las caídas abruptas del tipo de cambio no han estado asociadas a aumentos abruptos de la tasa de interés en el caso de Estados Unidos, un buen resultado que el autor atribuye a la credibilidad de la política monetaria. Pero hay una serie de razones para creer que esta conclusión no es aplicable al caso considerado aquí. Cuando la razón del colapso del tipo de cambio es el cese del financiamiento externo y no la recesión doméstica, y cuando la depreciación es permanente y no transitoria, es un banco central preocupado por la credibilidad antiinflacionaria el que sufrirá las mayores presiones para aumentar las tasas de interés. En mi opinión, que las caídas abruptas del dólar no hayan precipitado tasas de interés significativamente más altas en los Estados Unidos en los episodios pasados indica que esos movimientos del dólar fueron transitorios y no permanentes y que han reflejado factores domésticos y no internacionales.

no hay espacio para la complacencia de creer que una caída abrupta del financiamiento externo para el déficit de EE.UU. va a ser más sencilla de manejar que en los casos anteriores estudiados por Edwards.³³

Recordemos que el escenario feliz tiene lugar cuando el ajuste reduce de manera progresiva el desequilibrio externo de EE.UU. empezando en una fecha relativamente temprana, es decir antes de que los extranjeros se pongan cada vez más inquietos y retiren el apoyo, precipitando un ajuste abrupto y disruptivo. Los gobiernos de cada una de las tres regiones principales pueden tomar medidas para facilitar este ajuste gradual y temprano.

- Los países emergentes de Asia pueden dejar que sus monedas se revalúen contra el dólar. La misma apreciación real podría lograrse también mediante inflación interna, alimentada por una política monetaria más expansiva, pero no es deseable. Es preferible que los países asiáticos no permitan que la inflación se arraigue. Para dar sustento a la demanda, mientras la depreciación de la moneda desacelera la tasa de crecimiento de las exportaciones, pueden llevar adelante una expansión fiscal modesta (focalizada, en el caso de China, en los gastos de salud y educación). Al hacerlo, podrán sostener la tasa de crecimiento de la demanda global aun cuando el crecimiento de la demanda en EE.UU. empiece a desacelerarse.
- Los países europeos y Japón pueden resucitar la inversión redoblando sus esfuerzos de reforma estructural y adoptando una combinación de políticas más amigable con la inversión. En el caso de Europa, esto presupone la consolidación fiscal que, a su vez, dará al Banco Central Europeo la confianza que necesita para reducir las tasas de interés.
- Y, por sobre todo, Estados Unidos puede ocuparse de su desequilibrio fiscal. Aun cuando la reducción del déficit fiscal no reduzca el déficit de cuenta corriente en la misma proporción, la consolidación fiscal puede ayudar, en especial en las

³³ Un cuarto factor que suele citarse como diferenciador entre Estados Unidos y otros países de ingresos altos y los mercados emergentes que sufren ajustes marcados de sus cuentas corrientes es la fortaleza del sistema financiero. Aquí, el argumento es que la robustez del sistema financiero limita el riesgo de que cambios bruscos en las condiciones del mercado deriven en escasez de crédito, quiebras de instituciones bancarias y desintermediación, agravando de este modo el ciclo desfavorable. Al mismo tiempo, hay preguntas reales sobre si la dimensión de las exposiciones fuera del balance (derivados), que son mayores en los sistemas financieros más sofisticados, aumentan la probabilidad de esos resultados disruptivos. Ésta es la razón por la que este argumento queda reducido a una acotación.

circunstancias actuales. Además, el argumento a favor del ajuste fiscal es independiente, por completo, de las presiones ejercidas por la cuenta corriente. Hay razones para esperar un aumento del gasto futuro en terrorismo/seguridad interior y atención de la salud para la población que envejece. La reacción política al Huracán Katrina sugiere una mayor demanda de programas sociales por parte de los ciudadanos. Si estas presiones de mayor gasto público son permanentes, lo óptimo no es financiarlas acumulando déficit.³⁴ Así no se hace la política fiscal. Por suerte, el tema desmoralizante de la política fiscal norteamericana es objeto de otro documento.

IV. Conclusión

Este trabajo analizó las explicaciones en pugna del patrón de desequilibrios globales y la magnitud del déficit de Estados Unidos, presentó nuevas evidencias relevantes para algunas de ellas y exploró las implicancias para la política. El trabajo sostiene que, lejos de ser incompatibles, las explicaciones existentes son parte de una historia más grande. La caída de las tasas de ahorro en los Estados Unidos desempeñó un papel importante en el surgimiento de los desequilibrios de EE.UU. y el mundo. Si bien el aumento del déficit fiscal juega un rol relevante en el deterioro de las tasas de ahorro nacionales, también la política monetaria y la aceleración del crecimiento de la productividad han cumplido su parte. Por supuesto que la pregunta clave es si estas tendencias continuarán, en especial cuando se endurezcan las condiciones monetarias y se normalicen las tasas de interés. Las tendencias favorables de la productividad convirtieron a Estados Unidos en un buen lugar para invertir, atrayendo el ahorro externo para ayudar a financiar la inversión norteamericana y su cuenta corriente. En la medida que la aceleración de la productividad implica ingresos futuros más altos y valuaciones más elevadas de los activos actuales en los Estados Unidos, alienta tasas de gastos más altas, que son la otra cara de la moneda del déficit. La cuestión aquí es la magnitud y la sustentabilidad del aumento de la productividad y la rentabilidad, en términos absolutos y en relación con otros países. El así lla-

³⁴ Las teorías de la tributación óptima sugieren que las alícuotas deberían morigerarse. Esto significa que los aumentos transitorios del gasto deberían financiarse mediante endeudamiento y que la deuda resultante debería pagarse acumulando excedentes cuando cese la necesidad del gasto adicional. En cambio, los aumentos permanentes del gasto deberían estar acompañados por aumentos permanentes de los impuestos. En ningún caso deberían acompañarse por recortes impositivos, sean transitorios o "permanentes".

mado exceso de ahorro global es un factor que contribuye al desequilibrio global porque respalda los flujos de capitales y la inversión en Estados Unidos. Pero la expresión es equivocada en el sentido de que el desarrollo de este exceso de ahorro, en particular en Asia, refleja tanto la caída de la inversión como el aumento del ahorro. Aquí la cuestión fundamental es si las tasas de inversión de Asia, a excepción de China, se revertirán hasta alcanzar los niveles anteriores y si las tasas de ahorro de China empezarán a bajar. Por último, la visión de la dependencia sino-norteamericana subraya de qué manera los países asiáticos, debido a una combinación de mayor aversión al riesgo después de la crisis de 1997-98 y su firme compromiso con el crecimiento impulsado por las exportaciones, se sienten a gusto con una situación en la que la demanda de exportaciones es desproporcionadamente importante en relación con la demanda doméstica, una posición que se sustenta en tipos de cambio subvaluados y se refleja en un rápido crecimiento de las importaciones norteamericanas. También enfatiza que Estados Unidos, por su parte, está feliz viviendo más allá de sus posibilidades económicas. Una vez más, la pregunta es cuánto tiempo puede durar esta situación frente al acelerado aumento del endeudamiento externo de Estados Unidos.

Una cosa que podemos decir con certeza es que los cuatro conjuntos de factores que sustentan el desequilibrio global y el déficit de EE.UU. no durarán para siempre. Tendrá que haber un ajuste; y la pregunta es si va llegar ahora o más adelante y si será ordenado o desordenado. Un ajuste ordenado es el que se produce de manera gradual pero, para que ocurra de esta forma, debe empezar antes de que la carga de la deuda externa norteamericana se vuelva demasiado pesada y requiera, a su vez, un ajuste abrupto de los precios de los bienes y los activos que sería disruptivo para la confianza, la estabilidad financiera y el crecimiento económico.

Del mismo modo que el déficit de EE.UU. no tiene una sola causa, es poco probable que tenga una sola solución. En otras palabras, todos los países involucrados en esta situación pueden tomar medidas para mejorar la posibilidad de que el ajuste empiece pronto y se desarrolle de manera gradual. Los países emergentes de Asia pueden permitir la revaluación de sus monedas contra el dólar y desarrollar, al mismo tiempo, mercados financieros más sólidos, además de adoptar una política fiscal que respalde la demanda. Europa y Japón pueden resucitar las inversiones implementando reformas estructurales y adoptando un *mix* de políticas más proclive a la inversión. Y, sobre todo, Estados Unidos puede corregir su desequilibrio fiscal. El reloj indica que llegó la hora.

Referencias

Aizenman, Joshua y Jaewoo Lee (2005), "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence", documento de trabajo N° 11366 de NBER (mayo).

Backus, David y Frederic Lambert (2005), "Current Account Fact and Fiction", manuscrito no publicado, Escuela de Negocios de Stern, Universidad de Nueva York.

Bernanke, Ben (2005), "The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit", (10 de marzo), Washington, D.C.: Directorio del Sistema de la Reserva Federal.

Chinn, Menzie e Hiro Ito (2005), "Current Account Balances, Financial Development and Institutions: Assaying the World 'Savings Glut'", documento de trabajo N° 11761 de NBER (noviembre).

Clarida, Richard H. (2005), "Japan, China, and the U.S. Current Account Deficit", *CATO Journal* 25, pp. 111-114.

Cooper, Richard (2004), "U.S. Deficit: It is not Only Sustainable, It is Logical", *Financial Times* (31 de octubre).

Debelle, Guy y Gabriele Galati (2005), "Current Account Adjustment and Capital Flows", documento de trabajo N° 169 del BPI.

Depres, Emile, Charles Kindleberger y Walter Salant (1966), "The Dollar and World Liquidity: A Minority View", *The Economist* (5 de febrero), pp. 526–529.

Desai, Mihir y James R. Hines (1996), "Basket Cases: Tax Incentives and International Joint Ventures", manuscrito no publicado, Harvard University.

Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System", documento de trabajo N° 9971 de NBER (septiembre).

Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2004), "Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery", documento de trabajo N° 10626 de NBER (julio).

Dooley, Michael, David Folkerts-Landau y Peter Garber (2005), “Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe”, documento de trabajo N° 11520 de NBER (julio).

Dooley, Michael y Peter Garber (2005), “Is it 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 36 (2005-1), pp. 147-210.

Edwards, Sebastian (2005), “Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And if not How Costly is Adjustment Likely to Be?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 36 (2005-1), pp. 211-288.

Eichengreen, Barry (2004), “Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods”, documento de trabajo N°10497 de NBER (mayo).

Eichengreen, Barry y Molly Fifer (2002), “The Implications of Aging for the Balance of Payments Between North and South”, en Horst Siebert (ed.), *The Economics of Aging Societies*, Berlin: Mohr.

Erceg, Christopher, Luca Guerrieri y Christopher Gust (2005), “Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit”, documento de discusión sobre finanzas internacionales, 2005–825, Washington, D.C.: Directorio del Sistema de la Reserva Federal (enero).

Freund, Caroline (2000), “Current Account Adjustment in Industrial Countries”, documento de discusión sobre finanzas internacionales 692, Washington, D.C.: Directorio del Sistema de la Reserva Federal.

Freund, Caroline y Frank Warnock (2005), “Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, the Harder They Fall?”, manuscrito no publicado, Banco Mundial y Universidad de Virginia.

Gagnon, Joseph E. (2005), “Currency Crashes and Bond Yields in Industrial Countries”, documento de discusión sobre finanzas internacionales N° 837, Washington, D.C.: Directorio del Sistema de la Reserva Federal (agosto).

Goldstein, Morris y Nicholas Lardy (2005), “China’s Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity”, documento de trabajo N° 05-2, Washington, D.C.: Institute for International Economics.

Gourinchas, Pierre-Olivier y Helene Rey (2005), “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, manuscrito no publicado, Universidad de California, Berkeley, y Princeton University.

Gruber, Joseph y Steven Kamin (2005), “Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances”, documento de discusión sobre finanzas internacionales N° 846 (noviembre).

Hines, James R. y Eric Rice (1994), “Fiscal Paradise: Foreign Tax Havens and American Business”, *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 149-182.

Hubbard, Glenn (2005), “A Paradox of Interest”, *Wall Street Journal* (23 de junio).

IMF - Fondo Monetario Internacional (2005), “Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective”, *World Economic Outlook* (Septiembre), capítulo II.

Lansing, Kevin (2005), “Spendthrift Nation”, *Circular económica del Banco de la Reserva Federal de San Francisco* (10 de noviembre).

Loeys, Jan, David Mackie, Paul Meggyesi y Nikoas Panigirtzoglou (2005), “Corporates are Driving the Global Saving Glut”, JP Morgan Research, Londres: JP Morgan Securities (24 de junio).

Macfarlane, Ian J. (2005), “Payments Imbalances”, presentación en la Academia China de Ciencias Sociales, 12 de mayo.

Milesi-Ferretti, Gian Maria y Assaf Razin (1997), “Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Investigation”, documento de trabajo N° 6310 de NBER.

Mussa, Michael (2004), “Exchange Rate Adjustments Needed to Reduce Global Payments Imbalances”, en C. Fred Bergsten y John Williamson, *Dollar Adjustment: How Far? Against What?*, Washington, D.C.: Institute for International Economics, eds, pp. 113-138.

Obstfeld, Maurice (2005), “America’s Deficit, the World’s Problem”, manuscrito no publicado, Universidad de California, Berkeley.

OECD (OCDE) (2002), “The Decline in Private Saving Rates in the 1990s in OECD Countries: How Much Can Be Explained by Non-Wealth Determinants?”, París: OCDE.

Roach, Steven (2005), “What Global Savings Glut?”, *Global Economic Forum*, Nueva York: Morgan Stanley (5 de julio).

Rogoff, Kenneth (2003), “Globalization and Global Disinflation”, documento preparado para el Simposio Anual del Banco de la Reserva Federal de la Ciudad de Kansas sobre política monetaria e incertidumbre (agosto), www.imf.org.

Roubini, Nouriel (2005), “Global Imbalances: A Contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations”, manuscrito no publicado, Universidad de Nueva York.

Roubini, Nouriel y Brad Setser (2004), “The U.S. as a Net Debtor: The Sustainability of the U.S. External Imbalances”, manuscrito no publicado, Escuela de Negocios Stern, Universidad de Nueva York.

Roubini, Nouriel y Brad Setser (2005), “Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005–2006”, manuscrito no publicado, Escuela de Negocios Stern, Universidad de Nueva York.

Timmer, Marcel P., Gerard Ypma y Bart van Ark (2003), “IT in the European Union: Driving Productivity Divergence?”, Memorando de Investigación de GGDC GD-67, Universidad de Groningen (octubre).

Truman, Edwin (2004), “Budget and External Deficits: Not Twins but the Same Family”, manuscrito no publicado: Banco de la Reserva Federal de Boston (junio).

Wei, Shang-jin (2000), “How Taxing is Corruption on International Investors”, *Review of Economics and Statistics*, 82, pp. 1–11.

Warnock, Frank y Vernoe Cacad Warnock (2005), “International Capital Flows and U.S. Interest Rates”, manuscrito no publicado, Universidad de Virginia.

Wu, Tao (2005), “The Long-Term Interest Rate Conundrum: Not Unraveled Yet?”, *Economic Letter*, 2005–08, San Francisco: Banco de la Reserva Federal de San Francisco (29 de abril).