



## Crisis de las *subprime*: un desafío para los desequilibrios globales

José Carlos Díez\*

**Tema:** Los desequilibrios macroeconómicos globales llevan años poniendo en riesgo la estabilidad financiera global. Justamente cuando comenzaban a corregirse, ha estallado una crisis financiera en EEUU que amenaza con extenderse al resto del mundo, desembocando en una brusca corrección de dichos desequilibrios que podría poner en riesgo el crecimiento de la economía mundial.

**Resumen:** Este ARI revisa las implicaciones que tendrá la inestabilidad financiera que comenzó en verano de 2007 sobre los desequilibrios macroeconómicos globales, en especial sobre la financiación del elevado déficit por cuenta corriente de EEUU. Para ello, explica las causas de dicho déficit y su relación con la crisis del *subprime* o hipotecas de baja calidad en EEUU. Finalmente, se estudian las implicaciones globales de la crisis desde una perspectiva europea.

### Análisis:

#### Introducción

Desde 2004 la economía mundial disfruta del ciclo expansivo más largo e intenso desde la década de los sesenta, antes de la primera crisis del petróleo de 1973. Además, dicho crecimiento se ha conseguido en un entorno de estabilidad de precios casi generalizado, algo también inédito desde los años sesenta. Sin embargo, el crecimiento no está exento de riesgos y hay uno que aparece en todas las listas, tanto de los organismos internacionales como en los informes privados de la banca de inversión y *think-tanks*: los desequilibrios macroeconómicos globales, especialmente la financiación del elevado déficit por cuenta corriente de EEUU.

Aunque este tema lleva años presente en el debate público, el estallido de la crisis financiera global que comenzó en el verano de 2007 –que se ha concentrado en activos financieros con garantía hipotecaria y cuyo origen han sido las hipotecas de peor calidad crediticia en EEUU, denominadas *subprime*– ha vuelto a colocar el problema de los desequilibrios en lo más alto de la agenda de preocupaciones económicas internacionales. Según estimaciones del Departamento del Tesoro estadounidense, el 30% del *stock* de deuda pública está denominado en deuda corporativa y la mitad tiene como colateral algún activo relacionado con hipotecas. Ante la falta de transparencia en la información, los inversores internacionales han decidido reducir su exposición a activos con garantía hipotecaria, lo cual está complicando la financiación del déficit por cuenta corriente de EEUU y aumentando la presión sobre el dólar. El reto consiste en gestionar esta situación de riesgo e inestabilidad de forma gradual, evitando que la crisis se propague y que el dólar se derrumbe.

Para entender el origen de las turbulencias financieras internacionales resulta conveniente incorporar cierta perspectiva histórica y analizar el equilibrio entre déficit y superávit externos de los principales países. Así, en los últimos años se ha utilizado la tesis de la existencia de un sistema informal, denominado Bretton Woods II, para explicar como EEUU ha podido financiar su enorme

---

\* Economista jefe de InterMoney y profesor de Fundamentos del Análisis Económico en la Universidad de Alcalá

déficit a unos tipos de interés mínimos históricos. En Bretton Woods II, EEUU consume, China produce y además financia el gasto a los estadounidenses comprando bonos públicos y corporativos a través de su Banco Central. Pero como se mostrará a continuación, desde 2005 las relaciones financieras internacionales se han vuelto más complejas, por lo que es necesario ampliar el modelo de Bretton Woods II a lo que denominaremos la Nueva Ruta de la Seda, en la que entran en juego Europa, Oriente Medio, los exportadores de petróleo y el resto de Asia. Esta visión más amplia muestra cómo los países de Oriente Medio y los exportadores de petróleo están acumulando elevados superávits por cuenta corriente y el comercio y las inversiones asiáticas han reducido su dependencia de EEUU y han aumentado significativamente la actividad intra-área y con Europa.

Para concluir se analizarán desde un punto de vista español y europeo las implicaciones del déficit estadounidense para los posibles escenarios de crisis del dólar, así como para el futuro del euro.

#### *El déficit exterior en EEUU: una explicación*

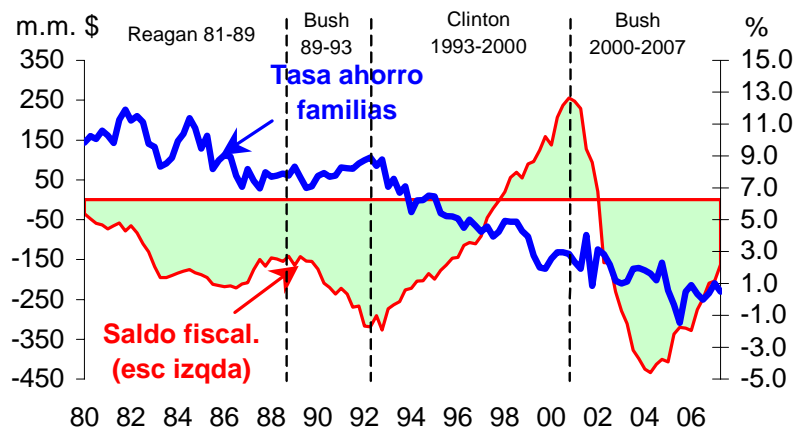
En 2001 la economía mundial atravesaba una recesión, lo que demostraba que la así llamada “nueva economía” no había logrado dejar atrás los ciclos económicos. El estallido de la burbuja de Internet provocó un exceso de capacidad instalada en muchos sectores de la economía estadounidense y en 2001 las empresas se vieron obligadas a sanear sus balances y su excesivo endeudamiento. El Gobierno estadounidense del presidente Bush aplicó un amplio programa de reducción de impuestos que, unido al incremento del gasto militar asociado a las guerras de Afganistán e Irak, hizo desaparecer el superávit público heredado de la Administración Clinton y finalizó con un déficit fiscal superior al medio billón de dólares en 2003. Esto supuso pasar de un superávit del 1,6% del PIB en 2000 a un déficit del 4,8% del PIB en 2003. La Reserva Federal (*Fed*) también llevó a cabo una agresiva política monetaria expansiva desde el año 2000, bajando sus tipos oficiales hasta el 1%, tras los atentados del 11 de septiembre en Nueva York y Washington. Ambas políticas surtieron efecto y consiguieron que la recesión fuese muy corta, pero a costa de provocar un fuerte aumento del déficit exterior, que a la postre reforzaría los desequilibrios globales. De hecho, en 2006 el déficit por cuenta corriente de EEUU superó los 850 mil millones de dólares, un 6,5% del PIB y más del doble del registrado en el año 2000.

Un déficit exterior suele verse por la opinión pública como una pérdida de competitividad y como una amenaza sobre la producción nacional y el empleo, pero los economistas prefieren analizarlo en términos intertemporales y por eso lo interpretan como la diferencia entre la inversión realizada y el ahorro doméstico. La bajada de tipos de la *Fed* y el estímulo fiscal ayudó a la inversión a volver a recuperarse, lo que se tradujo en fuertes incrementos de productividad, de empleo y de beneficios empresariales. Por ello, desde una perspectiva económica, por el lado de la inversión, el déficit exterior estadounidense no debería ser preocupante a medio y largo plazo.

Sin embargo, el ahorro doméstico se situó en 2006 en el 13,7% del PIB, más de cuatro puntos porcentuales por debajo del registrado en el año 2000 y casi tres puntos por debajo de su promedio desde la década de los ochenta. Por no perder el sentido de la magnitud de cuán baja es la tasa de ahorro americana, el conjunto de países desarrollados ahorra el 20% de su PIB; España, que tiene el segundo mayor déficit por cuenta corriente del mundo, ahorra más del 20%, América Latina también supera esta tasa, al igual que los tigres asiáticos, y China ahorra más del 40% del PIB.

Como muestra el Gráfico 1, el bajo nivel de ahorro es compartido tanto por el Gobierno (déficit público) como por las familias. Por lo tanto, es necesaria tanto una mayor disciplina fiscal como un cambio estructural en la propensión a consumir de los hogares estadounidenses. El envejecimiento de la población, que ya sufre EEUU, complicará el escenario en los próximos años, ya que el gasto público en pensiones y en sanidad se incrementará significativamente y el ahorro de la población de mayor edad disminuirá progresivamente.

Gráfico 1. EEUU: tasa de ahorro neta de las familias y saldo fiscal



Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

Aunque las situaciones de déficit externos pueden resultar desestabilizadoras, la otra cara de la moneda la constituyen los superávits (de hecho, durante la negociación del tratado de Bretton Woods en 1944 el propio Keynes insistió en la necesidad de incluir mecanismos para corregir también los superávits por cuenta corriente). En este sentido, China ha contribuido a acentuar el problema de los desequilibrios globales aumentando su superávit por cuenta corriente hasta casi el 10% de su PIB en 2006. El consumo privado sigue deprimido en Japón y Alemania, que mantienen superávits por cuenta corriente próximos al 4% y al 5% del PIB, respectivamente. Pero el mayor desequilibrio es el de Arabia Saudí que registró un superávit por cuenta corriente superior al 27% del PIB, derivado del fuerte aumento de los precios del petróleo en los últimos años.

#### *De Bretton Woods II a la Ruta de la Seda*

La economía mundial entre 2003 y 2005 se podía explicar bien con el sistema Bretton Woods II. El estímulo fiscal y monetario surtió efecto y en 2003 la economía de EEUU inició una senda de recuperación que la llevó a crecer por encima del 4,5% anual al inicio de 2004, algo que sólo se ha producido en siete trimestres desde 1985. La recuperación, liderada por la demanda interna, presionó fuertemente sobre las importaciones y sobre el déficit exterior.

China tomó un papel predominante en el comercio exterior de EEUU. El valor de las importaciones procedentes del país asiático supuso un 16% del total en 2006, cinco puntos porcentuales más que al inicio de 2003. El valor de las importaciones estadounidenses se ha visto afectado por la fuerte subida de los precios del petróleo y del resto de materias primas en los tres últimos años, mientras que los precios de las importaciones chinas han sido ligeramente deflacionistas; por lo tanto, si medimos el peso en términos de volumen de comercio, el aumento ha sido mucho mayor, situando a China como el principal proveedor de EEUU, junto a Canadá, y superando ampliamente a México.

China se aprovechó del crecimiento de EEUU, pero mantuvo su esfuerzo ahorrador, por lo que la mayor parte de su crecimiento se ha materializado en un elevado y creciente superávit por cuenta corriente. La infravaloración del yuan con respecto al dólar y especialmente contra el euro también ha contribuido a explicar el elevado superávit. El exitoso modelo de desarrollo chino se ha sustentado en sus exportaciones y el Gobierno es muy reacio a permitir una apreciación de su divisa que ponga en riesgo su competitividad. Desde occidente esta situación se percibe como una amenaza, pero desde China el enfoque es muy diferente. En 1997 China mantuvo su tipo de cambio fijo con respecto al dólar mientras las monedas de sus vecinos asiáticos se devaluaban con fuerza, empeorando la competitividad de las exportaciones chinas en comparación con la de los tigres asiáticos: Corea, Tailandia, Malasia y Taiwán. Este hecho ayuda a explicar que, a día de hoy,

China mantenga un déficit comercial abultado con el resto de los países asiáticos. Por ello, su principal preocupación no es el dólar o el euro, sino el yen japonés, el won coreano y el baht tailandés.

Esta es la causa de que China continúe interviniendo diariamente en los mercados de divisas para evitar una apreciación del yuan. La demanda de yuanes es creciente y las intervenciones del Banco de China son cuantiosas. China mantiene controles de cambios y restringe el uso de dólares dentro del país, por lo que los exportadores prefieren cambiar a yuanes el superávit comercial. Además, el país asiático se ha convertido en el principal receptor de inversión directa extranjera, lo que también presiona sobre la demanda de yuanes. Adicionalmente, la inversión especulativa en China es creciente, sobre todo porque las expectativas de apreciación del yuan atraen inversores. A todo ello se ha unido el interés por la bolsa del país asiático, que acumula una revalorización superior al 300% en los dos últimos años. Para evitar una brusca apreciación de su divisa, el Banco de China se ve obligado a vender yuanes y comprar dólares, lo cual le ha llevado a acumular reservas por valor de 1,3 billones de dólares, casi un 50% de su PIB y casi el equivalente al PIB de España. En el primer semestre de 2007, las reservas aumentaron en 250 mil millones de dólares, por lo que el problema, lejos de resolverse, se está incrementando.

Aunque no se conoce la composición de las reservas del Banco de China, se estima que más del 70% están denominadas en dólares. Sin embargo, ya han aparecido señales que indican que el Banco Central está comenzando a diversificar su cartera en beneficio del euro, el yen y el resto de monedas de los países asiáticos, con los que ha incrementado notablemente sus flujos de comercio e inversión en la última década. Es público que China sigue adquiriendo activos denominados en dólares en las subastas de los bonos del Tesoro y de deuda corporativa, especialmente bonos con garantía hipotecaria, por lo que su estrategia de diversificación es gradual. Aún así, la mayoría de las nuevas reservas están siendo invertidas en otras divisas, aunque no se ha producido una venta masiva de dólares, en parte porque una depreciación desordenada de la divisa estadounidense implicaría una pérdida de capital para el propio Banco Central chino.

Más allá del enorme peso que el comportamiento de la economía china (y su política cambiaria) tiene en el sistema financiero mundial, desde 2005 el crecimiento global ha diversificado sus fuentes. El fuerte aumento de la demanda interna estadounidense en 2003 reactivó el ciclo expansivo mundial, lo que se reflejó en un fuerte incremento de la demanda y de los precios de todas las materias primas (especialmente del petróleo), que impulsaron el crecimiento en un bien número de economías.

**Tabla 1. Saldo de la balanza por cuenta corriente (US\$ miles de millones)**

	2003	2004	2005	2006
CIS (antigua URSS)	36	63	88	99
Asia (incluida China)	83	89	165	253
Oriente Medio	60	99	189	212
China	46	69	161	239
Alemania	46	118	128	146
Japón	136	172	166	170
España	-31	-55	-83	-108
EEUU	-528	-665	-792	-857

Fuente: FMI, Perspectivas Económicas Mundiales, abril 2007.

Así, la Tabla 1 muestra el fuerte aumento del superávit de balanza por cuenta corriente en las antiguas repúblicas soviéticas y especialmente en Oriente Medio, que han tomado un papel estelar entre los principales ahorradores del planeta. Si de nuevo volvemos a hablar del fantasma de los déficit gemelos (público y externo), el reciclaje de los petrodólares vuelve a tomar relevancia, como ya sucediera en los años setenta. Bretton Woods II sigue funcionando, ya que China registró en 2006 el mayor superávit por cuenta corriente del mundo, pero supuso aproximadamente una cuarta parte del déficit estadounidense. El resto de la financiación provino de Japón y los países productores de petróleo y materias primas (el ahorro alemán se distribuye mayoritariamente dentro de la Eurozona, principalmente en España).

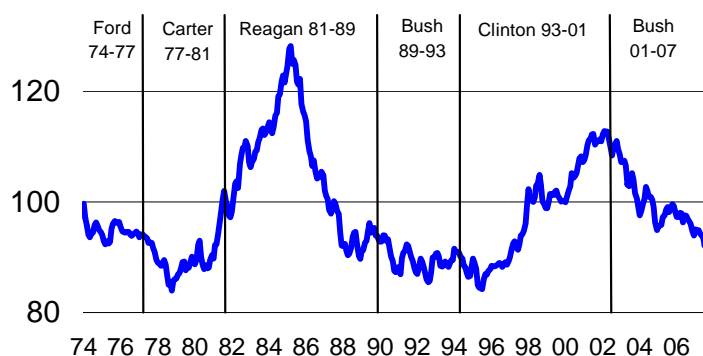
Por ello, la Ruta de la Seda no sólo es relevante para explicar la financiación de los denominados “desequilibrios globales” sino también para explicar el elevado crecimiento de la economía mundial en los últimos cuatro años. En 2006 se produjo un frenazo en el *boom* residencial en EEUU y la economía disminuyó su crecimiento. Sin embargo, la economía mundial continuó creciendo a un 5,4%, la mayor tasa desde los años setenta.<sup>1</sup> China es la nueva locomotora, al ser la responsable del 30% del crecimiento. No obstante, si se añaden Europa del Este, las antiguas repúblicas soviéticas y Oriente Medio, juntas registraron crecimientos superiores al 6% en 2006 y explicaron el 12% del crecimiento mundial, la misma contribución que EEUU y casi el doble de la Eurozona. Excluyendo Rusia, las antiguas repúblicas soviéticas crecieron próximas al 10% y destaca principalmente Azerbaiyán, que creció un 31%, la mayor expansión del planeta.

Los países europeos han sido los más beneficiados, ya que el crecimiento de estos países está orientado tanto a la inversión como a la demanda de productos europeos. Además, muchos de estos países tienen sus divisas vinculadas al euro, lo cual ha protegido a las empresas exportadoras europeas de la fuerte apreciación del euro con respecto al dólar. Esto, unido a la mejora de la eficiencia y el crecimiento de la productividad del sector industrial en los últimos años, permite explicar el buen comportamiento de las exportaciones, especialmente en Alemania.

Aún así, no sería posible explicar los desequilibrios globales sin entender que los flujos financieros han dominado la globalización, muy por delante de los flujos comerciales y migratorios. Los bajos tipos de interés de largo plazo, las mínimas primas de riesgo y, sobre todo, la elevada accesibilidad al crédito, han permitido al sistema financiero internacional canalizar flujos desde los países ahorradores hasta los deudores, amplificando el ciclo expansivo mundial. Sin embargo, la crisis de las *subprime* dejará secuelas graves en los mercados de deuda corporativa en los próximos años. La banca internacional se ha visto obligada a incorporar a su balance buena parte de estos activos, lo que reducirá su capacidad de concesión de préstamos en el futuro. Esto complica significativamente la capacidad del sistema financiero internacional para resolver el *puzzle* de los desequilibrios globales e intermediar flujos de ahorro e inversión. Por lo tanto, los países con déficit exterior se verán obligados a reducirlo ya que recibirán menos flujos de ahorro y a costes

<sup>1</sup> La fuente estadística utilizada para realizar este artículo es la base de datos del FMI en su último informe de Perspectivas de la Economía Mundial de abril de 2007. El FMI corrige los datos de contabilidad nacional por Paridad de Poder Adquisitivo (PPA) para homogeneizarlos y eliminar la elevada volatilidad de los tipos de cambio en el mercado de divisas. La PPA favorece a los países menos desarrollados, especialmente a China que alcanza un peso del 15,1% del PIB mundial, siendo la segunda economía por detrás de EEUU, que pesa el 19,7%. Si lo medimos a tipos de cambio de mercado, EEUU pesa aproximadamente el 30% del PIB mundial, a pesar de la debilidad del dólar y China tan sólo el 5%, muy por detrás de la Eurozona y de Japón, que pesan un 20% y un 11%, respectivamente. Con una perspectiva de análisis a medio y largo plazo, como es el caso de este artículo, es conveniente usar el criterio de la PPA. Sin embargo para analizar la evolución cíclica y a corto plazo de la economía mundial, la PPA puede llevar a conclusiones erróneas.

**Gráfico 2. EEUU: tipo de cambio efectivo real del dólar ponderado por el comercio exterior de EEUU**



Fuente: Reserva Federal y elaboración propia.

más elevados. Por su parte, los países con superávit verán como el riesgo de invertir sus ahorros aumenta y es probable que opten por reducirlos e incrementar el gasto doméstico.

**Conclusiones:** Hay que reiterar que la baja tasa de ahorro de la economía de EEUU es la principal causa que pone en cuestión la sostenibilidad del déficit exterior. Con una tasa de ahorro estructuralmente tan baja, las perspectivas de corrección del desequilibrio exterior no son muy optimistas y el envejecimiento de la población complicará aún más el escenario en la próxima década. Por lo tanto, EEUU seguirá siendo una economía muy dependiente del ahorro externo durante muchos años.

Esta dependencia del ahorro exterior mantiene al dólar en una posición delicada y la sombra de inestabilidad en el mercado de divisas es una amenaza para el crecimiento de la economía mundial. La actual incertidumbre financiera global tendrá un fuerte impacto sobre el mercado hipotecario y residencial americano y la probabilidad de que EEUU entre en recesión en 2008 ha aumentado significativamente, aunque según diversas estimaciones todavía se encuentra en torno al 50%. Esta situación posiblemente llevará a la *Fed* a bajar los tipos de interés (siempre que la inflación no se descontrole), por lo que el dólar perderá su principal aliado de los últimos años: un diferencial de tipos positivo con relación al euro. Sin duda, esta situación de crisis será tanto la primera prueba seria sobre la sostenibilidad del déficit por cuenta corriente estadounidense como la primera posibilidad de que se produzca un desplome del dólar.

Por todo ello, urge tomar medidas de política económica para evitar un ajuste brusco del dólar, que tendría implicaciones muy negativas sobre la economía real, como ya sucedió en los años setenta y en los ochenta. Como el problema es global, la solución también debe serlo. Por lo tanto, sería deseable un incremento de la coordinación internacional, así como un reforzamiento del papel del FMI, como ya se viene proponiendo en las reuniones del G8. La solución pasa por reducir el nivel de absorción y de consumo doméstico en EEUU y aumentarlo en China, Alemania y Japón. Además, sería deseable una desaceleración del precio del petróleo y de las materias primas para reducir los elevados superávit de los países productores.

La UE tiene una situación equilibrada de su saldo exterior, pero el euro es la única moneda en el sistema con capacidad para sustituir al dólar. Desde 2002, el euro ya ha asumido la mayor parte de la depreciación de la divisa estadounidense y ya hay señales evidentes de que se encuentra sobrevalorado. Por esa razón, la UE debería participar activamente en la solución del problema, contribuyendo a poner presión para que se flexibilicen los regímenes cambiarios de las economías emergentes (especialmente en China), lo que llevaría a una disminución de la intervención en los mercados de divisas por parte de los bancos centrales.

No obstante, es razonable asumir que es muy probable que el euro siga estando sobrevalorado durante los próximos años. Una sobrevaloración permite a las empresas de la zona euro importar las materias primas más baratas, controlar la inflación y mantener reducidos los tipos de interés. Pero, por otra parte, perjudica la competitividad-precio de las exportaciones y al sector industrial. La capacidad del Banco Central Europeo para corregir la sobrevaloración del euro es muy reducida, por lo que la clave pasa por profundizar en las reformas estructurales y favorecer que el capital y los trabajadores europeos abandonen empresas y sectores en los que la Unión ha perdido viejas ventajas comparativas para buscar nuevos sectores y nuevos negocios que ofrece la globalización.

*José Carlos Díez*

*Economista jefe de InterMoney y profesor de Fundamentos del Análisis Económico en la Universidad de Alcalá*

