

# Generación y flujo del ahorro y la inversión: análisis de la coyuntura internacional

Luz Adriana Flórez\*

*Introducción. I. Comportamiento del ahorro y la inversión mundial. II. Un modelo sencillo de ahorro e inversión. III. ¿Qué puede explicar el comportamiento de la inversión y el ahorro mundial? IV. ¿Qué ha implicado los desbalances de ahorro e inversión?. V. ¿Cómo se podrían reducir estos desbalances?. VI. Conclusiones. Referencias.*

Primera versión recibida en septiembre de 2005; versión final aceptada noviembre 2005

## Resumen

El comportamiento del ahorro y la inversión mundial ha cambiado de manera importante en los últimos cinco años. Los capitales excedentes de las economías emergentes se han dirigido hacia las economías desarrolladas. Este comportamiento está explicado en parte por un choque positivo de productividad en los países emergentes y uno negativo en los desarrollados, además de las diferentes políticas económicas en ambas regiones. En este sentido, el exceso de ahorro de las economías asiáticas, especialmente de China y los países exportadores de petróleo, ha estado financiando una gran parte del consumo de la economía norteamericana. Adicionalmente, este ahorro ha impulsado una fuerte caída en las tasas de interés de largo plazo y un crecimiento en los precios de la vivienda de las economías desarrolladas. Los factores que han movido estas decisiones de

ahorro e inversión mundial no cambiarán fácilmente; de esta manera es probable que los desequilibrios generados por este cambio permanezcan por un buen tiempo.

**Palabras claves:** ahorro mundial, inversión mundial, tasa de interés real de largo plazo, desbalance macroeconómico, choque de productividad.

## Abstract

The behavior of global saving and investment has changed by an important amount in the last five years. The excess of capitals from emerging markets have been flowing towards the developed economies. Such a behavior is explained by a positive productivity shock in the emerging markets and negative shock in the developed economies as well as by the different economic policies in both regions. In this sense, the saving excess of the Asian

---

\* Profesional en Inflación de la Unidad de Programación Macroeconómica e Inflación del Banco de la República. Las opiniones contenidas en este documento son responsabilidad exclusiva de la autora y no comprometen al Banco de la República ni a la Junta Directiva. Se agradecen los comentarios y sugerencias de Luis Eduardo Arango, Carlos Esteban Posada, Consuelo Páez, Juan Nicolás Hernández, Adolfo Cobo y Lina Cardona. E-mail [lflorez@banrep.gov.co](mailto:lflorez@banrep.gov.co)

economies, especially China and some other oil exporter countries, has been financing an important proportion of consumption of the United States. Additionally, this saving has impelled a reduction of the long-term interest rate, and an increase of the housing prices of developed economies. The factors that have motivated these decisions on saving and investment will not changed easily; thus, probably these imbalances generated for this change will remain for a while.

**Keyword:** global saving, global investment, long-term real interest rate, macroeconomic imbalances, productivity shock.

## Introducción

En los últimos años la economía mundial ha crecido de manera dinámica<sup>1</sup>. Tanto en los países desarrollados como en desarrollo se ha observado un cambio importante en las decisiones de ahorro e inversión. Sin embargo, estos cambios han generando algunos desequilibrios en la economía mundial.

El fuerte crecimiento de la economía norteamericana, explicado principalmente por el consumo de los hogares, coincide con la tasa de ahorro más baja en su historia y una tasa de inversión moderada. La economía japonesa, por su parte, luego de la crisis de principios de los años noventa, ha venido presentado un crecimiento bastante modesto, acompañado de menores crecimientos en el ahorro y la inversión. En contraste, las economías en desarrollo,

como China, han presentado tasas de crecimiento extraordinarias y un rápido incremento en las tasas de ahorro e inversión.

Pero ¿qué ha motivado a las economías emergentes a presentar excesos de ahorro?, a pesar de esto ¿qué explica un mayor desplazamiento de la inversión hacia las economías emergentes?, ¿por qué la inversión y el ahorro de las economías desarrolladas ha presentado una caída?, el objetivo de este trabajo es tratar de responder a estos interrogantes.

El desarrollo de este artículo es de la siguiente manera. La primera sección hace una breve descripción del comportamiento del ahorro y la inversión mundial desde 1996-2005. La segunda sección presenta un modelo sencillo que permite entender la relación entre el ahorro, la inversión y la cuenta corriente. La tercera sección brinda algunas explicaciones de la dinámica del ahorro y la inversión mundial a la luz del modelo teórico y finalmente en las secciones cuarta y quinta se presentan las implicaciones de estos desbalances y las posibles soluciones.

## I. Comportamiento del ahorro y la inversión mundial

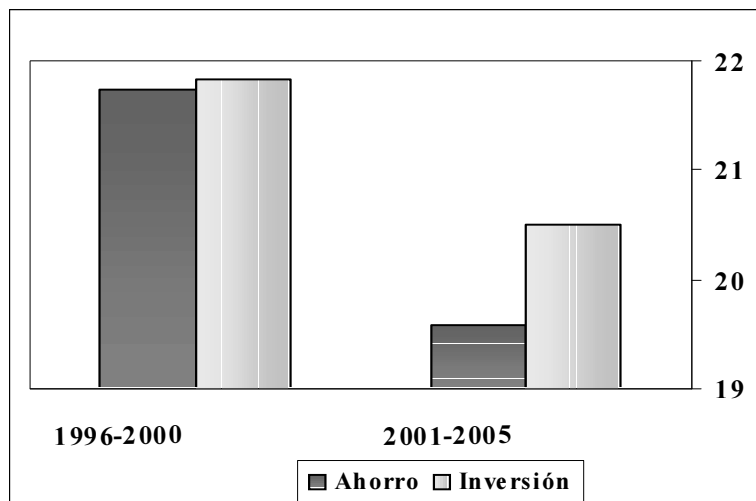
En el período 2001-2005 el comportamiento del ahorro y la inversión ha cambiado de manera importante. El balance ahorro-inversión de las economías desarrolladas ha sido negativo, mientras que para las economías emergentes este ha sido positivo. (Grá-

<sup>1</sup> El crecimiento mundial promedio de los últimos cuatro años es de 4%, según *WEO*

fico 1 y 2)<sup>2</sup>. Así entre 1996 y 2000 la relación ahorro-inversión estaba muy cerca a 1 tanto para las economías desarrolladas como en desarrollo, indicando un posible sesgo doméstico (*home bias*) en las decisiones de inversión. Posteriormente, para el período 2001-2005, esta relación fue diferente de 1, lo cual podría sugerir contrario a lo encontrado por Feldestein y Horioka<sup>3</sup>, la canalización del exceso de ahorro de economías emergentes hacia las economías desarrolladas.

Es importante anotar, que si bien las economías emergentes muestran un exceso de ahorro, la inversión en estas economías ha aumentado de manera importante durante 2001-2005. Para las economías emergentes el ahorro pasó de 26,1% (del PIB) en 1996-2000 a 29,6% en 2001-2005, y la inversión de 26,3% a 28,0%. Sin embargo, para las economías desarrolladas tanto el ahorro como la inversión cayeron, aunque el primero lo hizo en mayor proporción. Para 1996-2000 el ahorro pasó de 21,7% a 19,5%, mientras la inversión lo hizo de 21,8% a 20,5% (Gráficos 1 y 2).

**Gráfico 1**  
**Ahorro e inversión economías desarrolladas**  
**(Porcentaje del PIB)**

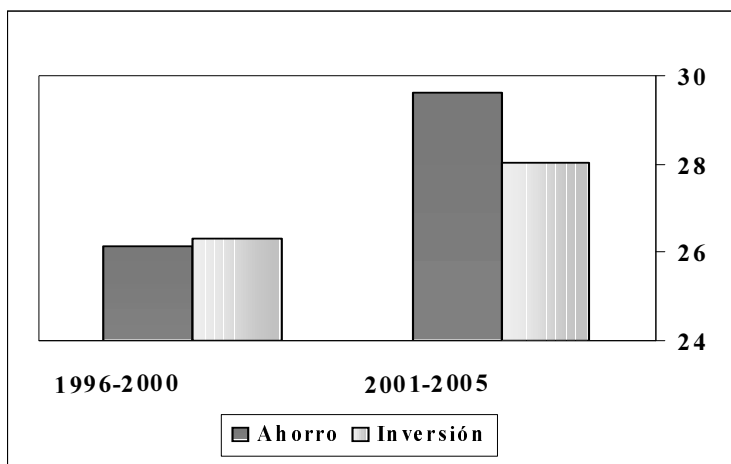


Fuente: *World Economic Outlook*, FMI.

<sup>2</sup> Durante la década de los setenta el ahorro y la inversión mundiales fueron cerca de 26% del PIB mundial, pero desde esa época han tenido una importante caída. Para el período 1996-2000 el ahorro y la inversión fueron 23,5% del PIB, y 23,7% para el período de 2001-2005

<sup>3</sup> Según Feldstein y Horioka (1980) bajo movilidad del capital, el ahorro de un país puede ser diferente a la inversión. Sin embargo para los 16 países de la OECD analizados, durante el periodo 1960-1974, los autores no pudieron aceptar esta hipótesis.

**Grafico 2**  
**Ahorro e inversión economías en desarrollo**  
**(Porcentaje del PIB)**

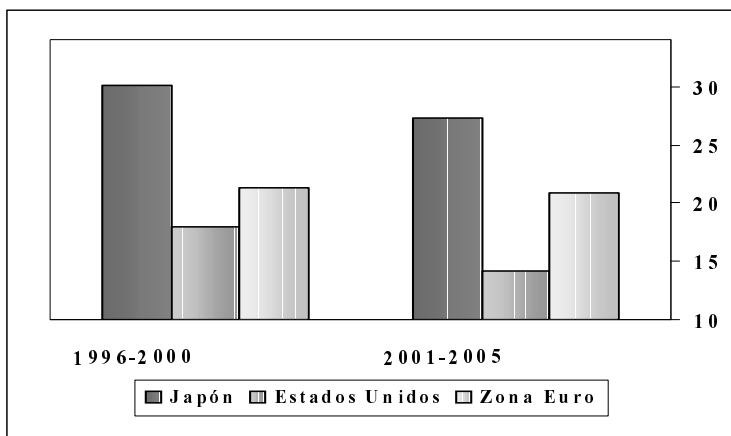


Fuente: *World Economic Outlook*, FMI.

El comportamiento del ahorro y la inversión ha sido diferente entre las economías desarrolladas. La caída en el ahorro ha estado influenciada principalmente por los Estados Unidos y Japón. Así, durante el período 1996-2000 la tasa de ahorro norteamericana fue de 18% (del PIB), mientras que para el período 2000-2005 cayó a

14,2%. La economía japonesa, por su parte, también muestra una importante caída en el ahorro como porcentaje del PIB, ya que pasó de 30% en el período 1996-2000 a 27% entre 2000-2005. La zona del euro ha tenido una tasa de ahorro estable, ubicándose alrededor del 20% durante todo el período (Gráfico 3).

**Gráfico 3**  
**Ahorro economías desarrolladas (Porcentaje del PIB)**



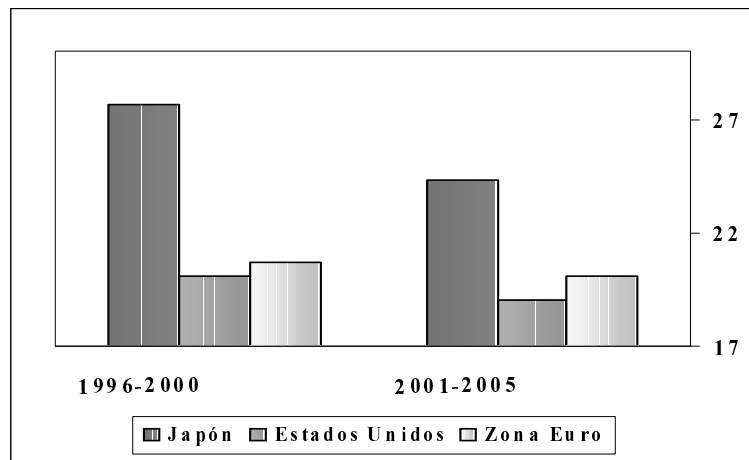
Fuente: *World Economic Outlook*, FMI.

La tasa de ahorro de las economías en desarrollo ha aumentado en buena parte desde el 2000. Esto se explica por el ahorro de las economías asiáticas, especialmente China, y algunas economías latinoamericanas y exportadoras de petróleo<sup>4</sup>, donde el ahorro ha sido mayor gracias al ajuste del gasto público y al incremento en el precio del petróleo que ha permitido que estos países dispongan de mayores ingresos.

Por el lado de la inversión, en las economías desarrolladas la caída más importante se ha observado en Japón, mientras que para la economía norteamericana y la zona del euro ha sido moderada. Para el período 1996-2000 la tasa de inversión en Japón fue de 27,6% del PIB, 20% en los

Estados Unidos y 20,7% en la zona del euro. Para el período 2001-2005 la tasa de inversión fue de 24,5%, 19% y 20%, respectivamente (Gráfico 4). Según el informe anual del FMI (*World Economic Outlook*, 2005, p. 94) la tendencia en el largo plazo de una menor inversión nominal puede explicarse por la caída en el precio de los bienes de capital, debido a la intensificación de los procesos en la tecnología de información y el crecimiento de la productividad en los sectores que producen dichos bienes. En este sentido, un aumento del deseo de inversión puede ser compatible con un nivel de inversión nominal constante; sin embargo, esto puede ser cierto tanto para economías desarrolladas como en desarrollo.

**Gráfico 4**  
**Inversión economías desarrolladas**  
**(Porcentaje del PIB)**



Fuente: *World Economic Outlook*, FMI.

<sup>4</sup> Luego de la crisis asiática de 1997, algunos países como Korea y Tailandia comenzaron a construir grandes cantidades de reservas internacionales como mecanismo de protección de futuras crisis. De otro lado, países del Medio Oriente, Nigeria, Rusia y Venezuela han presentado un importante aumento en sus ingresos por sus exportaciones petroleras (Bermane, 2005).

Aunque en China el ahorro ha venido creciendo mucho más rápido que la inversión, ésta ha tenido un fuerte crecimiento desde el año 2000 llegando a niveles de 45% del PIB en los últimos años. Luego de la crisis de 1997, el resto de las economías asiáticas ha presentado una caída importante en la inversión, al igual que los países productores de petróleo y las economías latinoamericanas que para 1998 mostraron una inversión de 22,1% (del PIB) y 20,5% para 2005<sup>5</sup>.

## II. Un modelo sencillo de ahorro e inversión

Las decisiones de ahorro e inversión dependen de varios factores. En el caso del ahorro, los cambios demográficos, las variaciones en el precio de los activos y el comportamiento de las tasas de interés, el mayor acceso al crédito junto con el desarrollo del sistema financiero, las expectativas sobre el crecimiento futuro y las medidas de política económica pueden influir en las decisiones de los agentes. Las decisiones de inversión pueden depender del retorno esperado, la productividad, cambios en la percepción del riesgo de los inversionistas, tasas impositivas, crecimiento de la fuerza laboral y derechos de propiedad.

Para comprender mejor algunos de estos determinantes nos podemos apoyar en principio, en la hipótesis de Friedman (1957), según la cual el consumo de los hogares está determinado por el ingreso permanente. En cada período de tiempo

los agentes estiman su ingreso permanente como una fracción del valor presente de su corriente de ingresos futuros y determinan a partir de allí, sus niveles de consumo y ahorro ( $S_t = Y_t - Y_p$ , donde  $C_t = Y_p$ ). Este modelo supone que la elasticidad del consumo a cambios en la tasa de interés es pequeña, indicando que los agentes poseen una alta aversión al riesgo (Obstfeld y Rogoff, 1996, pág 81). Si los agentes observan un incremento en el ingreso por un aumento en la tasa de interés de carácter transitorio, sus decisiones de consumo no cambian pero el ahorro aumentaría<sup>6</sup>. Es decir, que los agentes siempre van a preferir mantener un nivel de consumo estable y ajustar su nivel de ahorro de acuerdo a su ingreso transitorio.

El análisis de las decisiones de inversión no es independiente del modelo anterior. Obstfeld y Rogoff (1996, capítulos 1 y 2) presentan modelos sencillos utilizando la hipótesis del ingreso permanente. Suponiendo una economía abierta, donde el ahorro puede ser diferente de la inversión ( $S_t \neq I_t$ ), los agentes deciden cuanto consumir, invertir en capital o ahorrar para prestarle al resto del mundo. Si el consumo y la inversión de los hogares son mayores a su ingreso, los agentes se endeudan en el exterior o si, por el contrario, son menores, le prestan al resto del mundo.

Cuando la economía sufre un choque positivo y transitorio de productividad, los agentes deciden invertir más desplazando

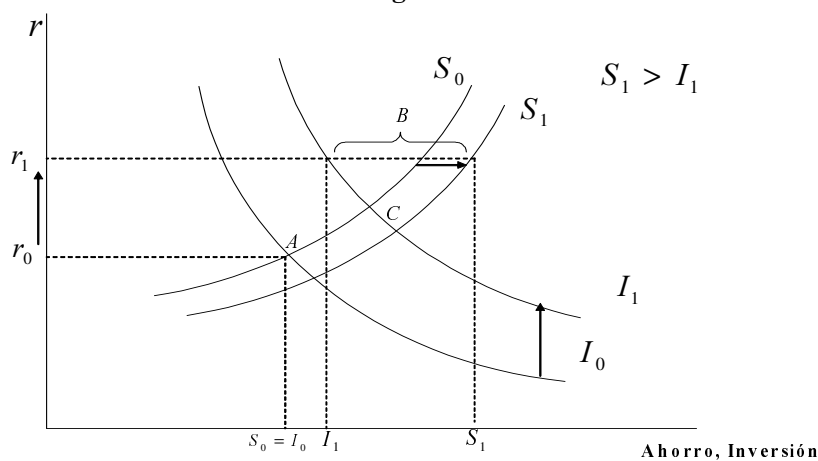
<sup>5</sup> Sin embargo, es importante resaltar que en los últimos dos años la economía colombiana, al igual que algunos países latinoamericanos, ha presentado una fuerte recuperación del la inversión como proporción del PIB, en parte, gracias a los mayores flujos de capital extranjero.

<sup>6</sup> Esto es conocido como suavización del consumo (*consumption-smoothing*).

la curva  $I_0$  a  $I_1$  como se observa en el siguiente esquema (Diagrama 1). Este choque produce un aumento en el ingreso corriente; sin embargo, como este es transitorio los agentes deciden mantener su nivel de consumo (el ingreso permanente de los agentes no cambia) y aumentar su ahorro.

En este caso la economía estaría presentando una cuenta corriente positiva  $CA = S_t - I_t$  hasta el momento en el cual el mayor ahorro provoque una caída en la tasa de interés que permita igualar el nivel de ahorro y la inversión.

**Diagrama 1**



En el Diagrama 1 se ilustra el ejemplo, el eje horizontal mide el ahorro y la inversión, y en el eje vertical la tasa de interés real. La curva  $S_0$  representa el ahorro y la curva  $I_0$  la inversión. Un aumento de productividad transitorio aumenta la tasa de retorno de  $r_0$  a  $r_1$  aumentando el ahorro de  $S_0$  a  $S_1$  y la inversión de  $I_0$  a  $I_1$ . En este sentido, la economía pasa del punto A al punto B, en el cual el ahorro es mayor a la inversión (la economía presenta un superávit en cuenta corriente) y luego encuentra un nuevo equilibrio C, en el que presenta niveles de ahorro, inversión y tasa de interés mayores al equilibrio inicial (A). Nótese que el resultado del nuevo equilibrio dependerá de la magnitud del aumento en el ahorro, el cual en este caso se supone menor que la inversión.

Cómo se verá más adelante esta idea teórica puede ser de utilidad para entender el cambio en el comportamiento del ahorro e inversión durante los últimos años, tanto de las economías desarrolladas como en desarrollo, donde el principal punto que se desea analizar será el punto B, que indica el desequilibrio entre ahorro e inversión para cada economía.

### III. ¿Qué puede explicar el comportamiento de la inversión y el ahorro mundial?

Un ejercicio econométrico realizado por el FMI (World Economic Outlook, 2005, p. 98-111) que trata de encontrar las principales variables que explican el comportamiento actual del ahorro y la inversión mundial, indica que en los países desarro-

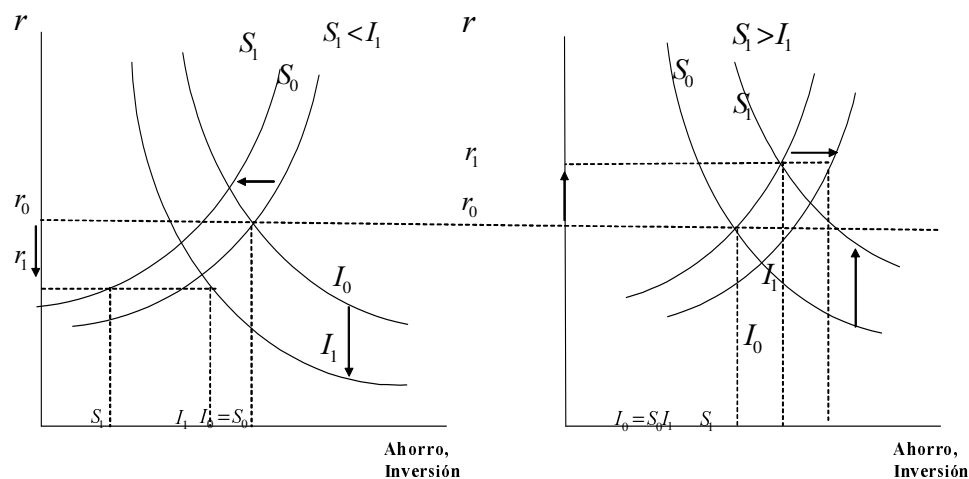
llados una alta proporción de la variación del ahorro y la inversión está dirigida por factores globales (o comunes entre ellos). El mayor acceso al crédito, el aumento en los precios de la vivienda y los cambios en la productividad son los factores más importantes que encaminan el ahorro y la inversión en estos países.

Para las economías emergentes los factores globales no resultaron significativos. En este caso el ahorro y la inversión se explican por factores propios de cada país, los cuales son el reflejo de grandes diferencias en estructuras económicas, instituciones y políticas entre los diferentes países. La rá-

pida aceleración del ahorro en China y los países exportadores de petróleo parece estar impulsada por eventos idiosincráticos.

El siguiente diagrama teórico analiza el comportamiento del ahorro y la inversión observados en la primera sección de este documento (Diagrama 2). El panel derecho del diagrama indica el comportamiento del ahorro y la inversión en las economías emergentes, donde se observa un aumento de la inversión y el ahorro, mientras que el panel izquierdo representa las economías desarrolladas donde se observa una caída tanto en la inversión como en el ahorro.

Diagrama 2



Como se puede observar, el comportamiento del ahorro y la inversión mundial durante el periodo 2001-2005 podría explicarse, inicialmente, por un aumento en el deseo de invertir hacia las economías emergen-

tes. Pero ¿qué puede explicar este cambio en la inversión?, según el modelo teórico que se ha ilustrado, la inversión depende del retorno esperado<sup>7</sup>. Un choque positivo (o negativo) de productividad, que aumen-

<sup>7</sup> Sin embargo, como ya se ha mencionado, las decisiones de inversión y ahorro pueden depender de otros factores adicionales.



te (o reduzca) los retornos de unas economías más que otras, explicaría dicho comportamiento.

Luego de la caída en el precio de las acciones en 2001, sufrida por varias economías desarrolladas, (al descubrirse grandes escándalos corporativos) y la mayor incertidumbre en el crecimiento causado por los ataques terroristas en los Estados Unidos, el costo del capital de las empresas aumentó produciendo una caída en el retorno. El caso de Japón es diferente: durante los años ochenta la economía tuvo un fuerte incremento en la inversión, acompañado de altos precios de las acciones y la vivienda. A finales de este período esta burbuja estalló y las firmas se han dedicado, desde entonces, a mejorar sus balances y pagar deudas, lo cual explica la fuerte caída en la inversión privada<sup>8</sup>.

Como se puede observar las economías desarrolladas presentaron diferentes choques negativos de productividad impidiendo el aumento en la inversión. Es importante aclarar que estos choques pudieron haber tenido mayores efectos en unas eco-

nomías que en otras, como son los casos de la zona del euro y Japón donde las rigideces del mercado laboral produjeron una mayor caída de la productividad laboral. En el caso de los Estados Unidos la productividad laboral ha sido bastante alta desde mediados de los noventa; sin embargo, esto no pudo compensar el efecto negativo del choque observado en 2001 que finalmente se trasladó en una menor inversión<sup>9</sup>.

De otro lado, las economías emergentes parecen haber recibido un choque positivo de productividad. Como se observa la tasa de interés real de largo plazo<sup>10</sup> para las economías emergentes aumentó de 1,9% en 1996-2000 a 4,1% en 2001-2005, mientras que el retorno para las economías desarrolladas cayó de 3,2% a 2%. Lo anterior es el reflejo de una caída en la productividad del capital de los países desarrollados y un aumento de la productividad del capital en las economías emergentes (Gráfico 5). Esto explica por qué la mayoría de economías desarrolladas como Japón, zona euro y los Estados Unidos ha dirigido sus inversiones hacia los países emergentes, especialmente China<sup>11</sup>.

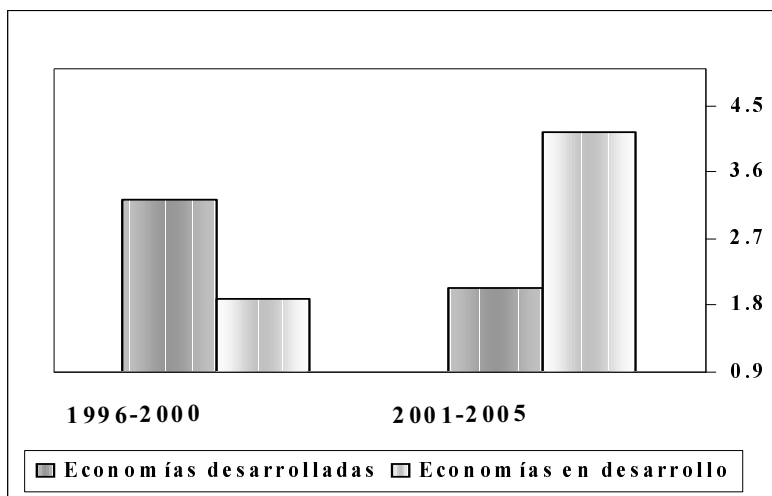
<sup>8</sup> Aunque durante el 2005 la inversión en Japón, Estados Unidos y la zona euro mejoró de manera importante gracias a las favorables perspectivas de crecimiento de estas economías

<sup>9</sup> En este caso, cambios en la percepción de riesgo de los agentes y mayor incertidumbre sobre el crecimiento futuro pudieron hacer menos rentables las inversiones en la economía norteamericana, a pesar de la mayor productividad laboral.

<sup>10</sup> Para calcular este retorno se utilizaron las tasas nominales de los títulos gubernamentales a 10 años. Utilizar las tasas de los bonos del gobierno para este cálculo puede generar cierto sesgo, en la medida en que, como se verá más adelante, la mayor demanda de títulos del gobierno de economías desarrolladas ha producido una caída en la tasa de interés nominal de estos, sin embargo por construcción, esto también se debe reflejar en las tasas de las economías emergentes. Según este cálculo el retorno real para la economía norteamericana entre 1996-2000 fue de 2,6% y 1,9% para 2001-2005, para Japón de 1,5% a 1,6% (como resultado de la deflación en esta economía, lo cual no indica que sea favorable) y Zona euro de 2,9% y 2,2%.

<sup>11</sup> En este documento me refiero especialmente a China, por la importancia de esta economía frente a las demás, dado que es ésta el principal destino de las inversiones dirigidas a las economías en desarrollo. Sin embargo, las demás economías también gozan de menores costos laborales y amplias fuentes de recursos naturales que las hace igualmente atractivas.

**Gráfico 5**  
**Tasa de interés real de largo plazo**



Fuente: *World Economic Outlook*, FMI.  
Cálculos de la autora

Pero ¿por qué es más rentable invertir en las economías emergentes y en especial en China?. Para esta economía el mayor retorno no sólo está explicado por la gran mano de obra disponible y de bajo costo, sino también por el aumento en la productividad (Hu y Khan, 1997), apoyada en las reformas implementadas desde los años ochenta. La expansión de los derechos de propiedad, la mayor autonomía en el manejo de las empresas, el acceso a los flujos de capital externos y al mercado internacional lideró una importante transferencia de tecnología. Adicional a lo anterior, la política agresiva de defensa del tipo de cambio le ha ayudado a mantener unas exportaciones más competitivas frente al resto del mundo.

Como indica el modelo que se presentó en la segunda sección, durante el proceso de ajuste (punto B del diagrama 1) de un cho-

que de la productividad las economías pueden presentar un *superavit* en cuenta corriente para el caso de las economías emergentes (panel derecho diagrama 2) y un *déficit* en cuenta corriente en el caso de las economías desarrolladas (panel izquierdo diagrama 2). Si bien esto es lo que se ha observado, la política monetaria en ambas regiones ha profundizado estos desbalances, evitando el ajuste natural al nuevo equilibrio.

Para las economías desarrolladas la fuerte caída en el ahorro está explicada por políticas monetaria y fiscal laxas. Luego de la recesión de 2001 la política monetaria y fiscal en los Estados Unidos ha incentivado un fuerte aumento del consumo. La política monetaria estimuló el gasto con una caída en la tasa de interés, mientras la política fiscal lo hizo por la vía de una reducción en la carga tributaria. Así, el aumento en el

consumo de los hogares y los menores ingresos del gobierno condujeron a una fuerte caída en la tasa de ahorro. En el caso de Japón, el menor ahorro se explica, en gran parte, por el envejecimiento de la población, el bajo crecimiento económico luego de la crisis y el mayor gasto público (*The Economist*, sep. 2005, p. 10). No obstante, la economía japonesa es uno de los principales exportadores de capital, dada una mayor caída en la inversión

Por otro lado, las economías emergentes, como China y los países exportadores de petróleo, favorecidos por mejores precios, han mantenido una mejor dinámica de ahorro. El aumento en el ahorro de la economía china ha sido realizado tanto por el sector público como privado. Las altas ganancias en las empresas (dados los menores costos laborales y las bajas tasas de interés) así como la mayor incertidumbre de los hogares en salud, educación y pensiones han impulsado el aumento en el ahorro de los hogares<sup>12</sup>. Adicionalmente, una importante fuente de ahorro se explica por la política cambiaria, la cual en defensa del tipo de cambio fijo, ha generado una fuerte acumulación de reservas internacionales. Para el caso de los países petroleros y algunos latinoamericanos, la decisión de

ahorro es impulsada por un menor gasto público y una mejora en sus indicadores externos, permitiéndoles una mejor posición en los mercados internacionales.

#### IV. ¿Qué ha implicado los desbalances de ahorro e inversión?

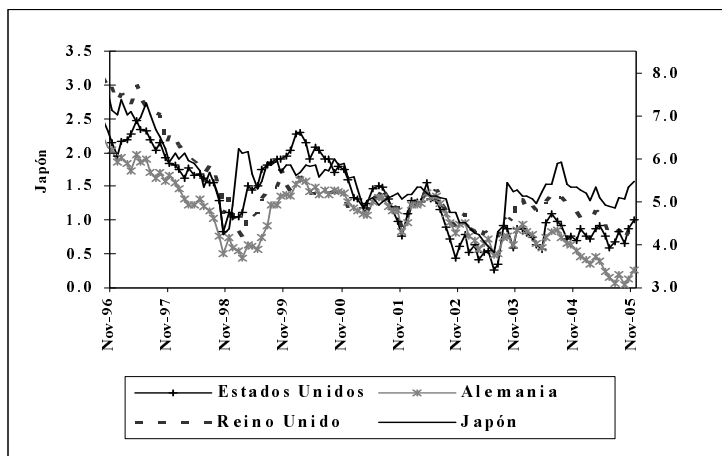
Algunos analistas han argumentado que el exceso de ahorro de las economías emergentes es una de las causas de la caída en las tasas de interés de largo plazo de las economías desarrolladas<sup>13</sup>. Algunas economías como China, han mantenido una fuerte demanda por títulos del Gobierno norteamericano como política para garantizar una moneda devaluada. Esta demanda ha implicado una fuerte caída en las tasas de interés de largo plazo de los bonos del Gobierno norteamericano, a pesar del aumento en las tasas de corto plazo<sup>14</sup> (Gráfico 6). Adicionalmente, la caída en el precio de las acciones en 2001 pudo producir un cambio en los portafolios, inclinándose hacia títulos más seguros, *flight to quality*. En otros países, como el Reino Unido, cambios en la regulación han aumentado la demanda de títulos del Gobierno por parte de compañías aseguradoras y fondos de pensiones (*Bank of England*, 2005).

<sup>12</sup> Además del menor desarrollo del sistema financiero y los límites del acceso al crédito para los hogares.

<sup>13</sup> Existen otros factores que pueden explicar la caída en las tasas de interés como la integración comercial, la caída en la inflación mundial y las menores expectativas de crecimiento. Véase Informe sobre Inflación del Banco de la República, junio 2005, p. 43.

<sup>14</sup> La Reserva Federal de los Estados Unidos incremento 200pb su tasa de referencia durante el 2005, sin embargo, las tasas de largo plazo sólo aumentaron alrededor de 50 pb.

**Gráfico 6**  
**Tasas de interés de bonos a 10 años**

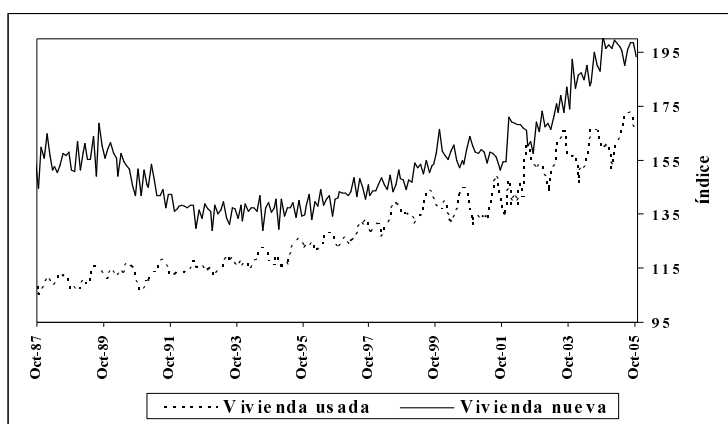


Fuente: Datastream

Las bajas tasas de interés de largo plazo han impulsado el aumento en los precios de la vivienda de las economías mundiales, como es el caso de la economía norteamericana que ha presentado un aumento en los precios de la vivienda usada de 19%

desde 2001 a 2005 (crecimiento real promedio) y de 25% para la vivienda nueva. Estos mejores precios han permitido que los hogares aumenten más su consumo, dado el efecto riqueza producido por el aumento en el precio de este bien<sup>15</sup> (Gráfico 7).

**Gráfico 7**  
**Precio real de la vivienda en Estados Unidos (Precios 1990)**



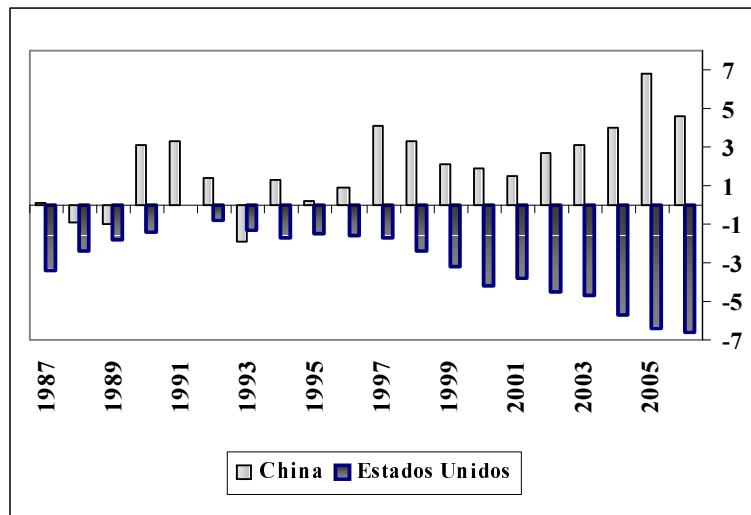
Fuente: Datastream

<sup>15</sup> Un estudio del FMI muestra que para países como Estados Unidos, Alemania, Francia, Italia, España, Japón, Reino Unido, Canadá, Australia y Países Bajos, existe una sincronización de los precios de la vivienda. El 40% del movimiento en los precios se explica por factores globales como bajas tasas de interés, crecimiento económico, entre otras variables, que reflejan los choques comunes entre dichos países (WEO sep 2004).

De otro lado, el superávit de ahorro de las economías emergentes ha estado financiando gran parte del consumo de la economía norteamericana. El actual nivel del déficit en cuenta corriente es superior al 6% del PIB, el nivel más alto en su historia (Gráfi-

co 8). Según el FMI entre 1997-2004 el déficit en los Estados Unidos ha sido financiado en un 66% por el ahorro de las economías emergentes como China y los países productores de petróleo (*World Economic Outlook*, 2005, p. 98).

**Gráfico 8**  
**Balance en Cuenta Corriente**  
**(Porcentaje del PIB)**

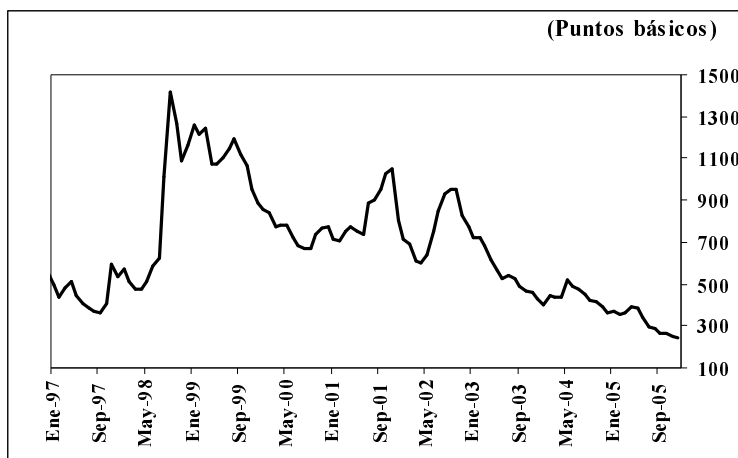


Fuente: *Datastream*

Finalmente, la caída en las tasas de interés de largo plazo de las economías desarrolladas ha aumentado el “apetito” por el riesgo de los mercados emergentes. El aumento en los precios de los *commodities*, especialmente el petróleo, las reformas fiscales, junto con políticas monetarias y cambiarias mucho más creíbles han impulsado una fuerte demanda por títulos de estas econo-

mías. Como resultado las primas de riesgo han caído a niveles relativamente bajos, favoreciendo especialmente a las economías latinoamericanas, que poseen importantes necesidades de financiación externa (Gráfico 9). La mayor confianza también se ha observado en sus monedas, permitiendo una apreciación de estas con respecto al dólar.

**Gráfico 9**  
**Prima de riesgo país (Embi+) Economías emergentes**



Fuente: *Bloomberg*

## V. ¿Cómo se podrían reducir estos desbalances?

El papel de la política monetaria ha retardado el proceso de ajuste del desbalance entre ahorro e inversión de las economías emergentes y las economías desarrolladas, los cuales por el contrario, parecen ampliarse. En este sentido algunos analistas han venido sugiriendo medidas que podrían reducirlos, aunque la corrección del amplio déficit fiscal y en cuenta corriente de la economía norteamericana, financiada en gran parte por los excesos de ahorro de las economías emergentes, será un proceso lento y prolongado.

Para una corrección del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos es necesari-

rio un aumento en el ahorro de los hogares. La actual política monetaria de incrementos graduales en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos podría motivar una reducción en el consumo (además de una corrección en el precio de la vivienda) y por ende incentivar más el ahorro. Sin embargo, para que esto tenga lugar, es necesario que las tasas de largo plazo aumenten en la misma forma<sup>16</sup>. De otro lado, el déficit fiscal es una fuente importante de desequilibrio, de ahí la importancia de un conjunto de reformas que permitan aumentar los ingresos del Gobierno vía mayores impuestos<sup>17</sup>. Según un ejercicio realizado por el FMI (*World Economic Outlook*, 2005, p. 113) un incremento permanente

<sup>16</sup> Como ya se ha indicado, el aumento en las tasas de interés de largo plazo ha sido muy inferior al observado en las tasas de corto plazo, siendo esto el reflejo de un amplio exceso de ahorro de los países emergentes.

<sup>17</sup> Hasta ahora la administración del Gobierno norteamericano no ha impulsado propuestas para reducir los actuales alivios tributarios, y aunque ha presentado varios proyectos para reducir el gasto muy pocos han sido aprobados. Véase Informe sobre Inflación, Banco de la República, marzo 2005, p. 33.

de 1% del PIB en la tasa de ahorro de la economía norteamericana podría reducir el déficit en cuenta corriente en 0,5% luego de tres años.

Las medidas anteriores deben ir acompañadas de reformas adicionales en China. Se requieren importantes reformas estructurales como una política cambiaria mucho más flexible que permita una apreciación del yuan y un menor superávit de cuenta corriente, de igual manera es importante la mejor regulación de la inversión que aumenten la eficiencia de ésta y reduzca el riesgo de una sobre inversión en algunos sectores, así como reformas en salud y educación que permitan un aumento en el consumo de los hogares y una caída del ahorro. Todo lo anterior podría impulsar una importante reducción en el déficit en cuenta corriente de la economía norteamericana.

Adicionalmente, este ajuste mundial requiere de un mayor crecimiento de las economías japonesa y la zona del euro, pues una favorable demanda externa para los bienes norteamericanos podría mejorar su déficit comercial. Un aumento en la inversión y mayor consumo de los hogares podría impulsar el crecimiento de estas economías. Para esto es necesaria la culminación de varias reformas que mejoren la situación fiscal; además, de una mayor flexibilización en el mercado laboral que reduzca los costos de la mano de obra e incentiven aún más la inversión, especialmente en la zona del euro. El ejercicio del FMI indica que el incremento permanente de 0,5% del PIB en el crecimiento de Japón y la zona del euro podría reducir el déficit en cuenta corriente en 0,4% del PIB después de tres años.

Como se puede observar el cambio en el comportamiento del ahorro y la inversión requiere tiempo. Algunos analistas temen que esta corrección no se pueda dar de manera gradual. Si los agentes que han estado financiando el déficit en cuenta corriente de la economía norteamericana comenzaran a preocuparse por el tamaño del mismo y decidieran sorpresivamente dejar de refinanciarlo, impulsarían una fuerte devaluación del dólar, y un aumento en las tasas de interés de largo plazo, que tendría repercusiones en los precios de la vivienda y en el crecimiento de la economía norteamericana. Sin embargo, como ya se ha indicado es difícil que aquellos países que por condiciones estructurales y de largo plazo han venido financiando dicho déficit puedan dejarlo de hacer repentinamente. Como se ha observado los excesos de ahorro podrían mantenerse por un buen tiempo.

## VI. Conclusiones

El comportamiento del ahorro y la inversión mundiales ha presentado un cambio importante en el último lustro. Este cambio ha permitido una transferencia de recursos de las economías emergentes hacia las economías desarrolladas. La evolución del ahorro y la inversión puede estar explicada en parte por un choque negativo de productividad sufrido por las economías desarrolladas y un choque positivo para las economías en desarrollo, además del comportamiento de la política monetaria en ambas regiones.

El exceso de ahorro de las economías emergentes ha permitido gran parte de la financiación del déficit en cuenta corriente de la economía norteamericana, el cual se ubica

actualmente en sus máximos históricos. Además de una fuerte caída en las tasas de largo plazo de las economías desarrolladas y un aumento en los precios de la vivienda.

El ajuste del desbalance entre ahorro e inversión de las economías emergentes y desarrolladas será lento y prolongado. El aumento en el ahorro norteamericano junto con un menor gasto público, la mayor flexibilización de la política cambiaria en la

economía china y el mayor crecimiento en la zona del euro y Japón son factores importantes para este ajuste. El riesgo para la economía mundial es que este no se pueda dar de manera gradual y por el contrario, un ajuste brusco de estos desbalances traiga consigo una fuerte recesión mundial, sin embargo la probabilidad de que esto ocurra, en el mediano plazo, es aún muy limitada.

## Referencias

- BANCO DE LA REPUBLICA (2005). "Informe sobre Inflación". Marzo 2005, [Artículo en internet], <http://www.banrep.gov.co/inflaci/2005-4.htm>, acceso diciembre 2005.
- \_\_\_\_\_ (2005). "Informe sobre Inflación". Junio 2005, [Artículo en internet], <http://www.banrep.gov.co/inflaci/2005-4.htm>, acceso diciembre 2005.
- BANK of ENGLAND (2005). "Inflation Report", May 2005, [Artículo en internet], <http://www.bankofengland.co.uk/publications/mainpublications/index.htm>, acceso diciembre 2005.
- \_\_\_\_\_ (2005). "Quarterly Bulletin", Spring 2005, [Artículo en internet], <http://www.bankofengland.co.uk/publications/mainpublications/index.htm>, acceso diciembre 2005.
- BERNANKE, Ben (2005). "The Global Saving Glut and the U.S Current Account Déficit", April 2005, [Artículo en internet], <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>, acceso diciembre 2005.
- FELDSTEIN, Martin y HORIOKA, Charles (1980). "Domestic savings and international capital flows", *Economic Journal* N° 90.
- FRIEDMAN, Milton (1957). "A Theory of the Consumption Function", Princeton, *Princeton University Press*.
- HU, Zuli y KHAN, Mohsin (1997). "Why Is China Growing so Fast?", *Economic Issues* N° 8. *FMI*.
- OBSTFELD, Maurice y ROGOFF, Kenneth (1996). "Foundations of International Macroeconomics", *The MIT Press*.
- THE ECONOMIST (2005). "The Great Thrift Shift", September 2005. *Newspaper Group, Inc.*
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2005). "World Economic Outlook, Global Imbalances: A saving and Investment Perspective", Sep, [Artículo en internet], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/02/index.htm>, acceso diciembre 2005.
- (2004). "World Economic Outlook, Three Current Policy Issues", Sep, [Artículo en internet], <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/02/index.htm>, acceso diciembre 2005.