



ANÁLISIS / POR JOSÉ GARCÍA MONTALVO

¿EXCESO DE LIQUIDEZ O EXCESO DE AHORRO?

Mario Draghi nos confirmó esta semana que no hay riesgo de burbujas en la eurozona y que los mercados están solo un poco *espumosos*. ¡Horror! Si recuerdan esta es la misma frase que utilizó Greenspan poco antes del comienzo de la crisis financiera. Caruana, desde el BIS, habla del riesgo de excesiva euforia en los mercados financieros. Cosas de una expansión cuantitativa sustancial en varios bancos centrales que está provocando una búsqueda de rentabilidad y una minusvaloración del riesgo hasta el punto que la deuda pública griega renta solo un 6%. La Bolsa sube rápido incluso con bajas perspectivas de crecimiento y todas las clases de activos suben simultáneamente (acciones, bonos soberanos, bonos basura, etc.). Un claro *déjà vu*.

Mientras tanto, ¿qué está sucediendo con los movimientos de capitales internacionales? Recordemos que Bernanke siempre se negó a aceptar que los bajos tipos de la Reserva Federal hubieran tenido nada que ver con la burbuja crediticia e inmobiliaria que desembocó en la crisis financiera. Su explicación era el llamado *savings glut* o exceso de ahorro y su movimiento desde zonas que lo producían (léase China) hacia países que necesitaban financiación (léase deuda pública de Estados Unidos) haciendo bajar la rentabilidad de sus activos financieros.

Vale la pena recordar que, por definición, no puede existir superávit o déficit de la balanza de pagos. Lo que sí puede existir es un superávit o déficit por cuenta corriente o de capitales. Si se exportan más bienes y servicios, y se reciben más transferencias que las que se importan (superávit por cuenta corriente), entonces se producen flujos de capitales de salida del país (invierte en el extranjero más de lo que los extranjeros invierten en el país). Por tanto los flujos de capitales son la otra cara de la balanza por cuenta corriente.

Durante las últimas décadas se ha producido una situación especial en los flujos de capitales internacionales. El capital ha fluido desde países en desarrollo hacia países desarrollados contradiciendo la teoría económica. En segundo lugar, se incrementó el superávit por cuenta corriente de algunos países mientras aumentó mucho el déficit de otros, por ejemplo EEUU o España. La idea de Bernanke se basa precisamente en cómo el exceso de ahorro de algunos países se invirtió en activos de otros manteniendo muy bajos los tipos de interés e inflando burbujas. Para evitar que este

crisis ha sido espectacular, especialmente en créditos y, aunque menos, en inversión directa. EEUU, mediante el *fracking*, está consiguiendo autoabastecerse de petróleo lo que reduce su dependencia energética y su déficit exterior. El superávit comercial chino también se ha moderado desde 2009. Por su parte, el apagón nuclear en Japón hace que este país haya tenido que incrementar significativamente las importaciones de petróleo. De esta forma un país con enormes superávits comerciales ha tenido ya varios meses de déficit. ¡Quién lo hubiera sospechado cuando hace cinco años se oponía a poner un límite a su superávit!

En España, tras un periodo de recuperación de la balanza por cuenta corriente, se ha vuelto al déficit. Las importaciones son muy sensibles al aumento de la inversión en bienes de equipo y el consumo lo que ha provocado, junto con un cierto parón de las exportaciones, la reversión al menos temporal de la mejora. Es decir, seguimos coqueteando con una posición de inversión internacional neta exterior negativa de casi el 100% del PIB.

En los últimos tiempos Bernanke parece que ha reinterpretado su idea del exceso de ahorro: no es que la gente quiera ahorrar demasiado sino que invierte menos. Es posible que, por ejemplo, las demandas medioambientales y laborales de la población china hagan caer la rentabilidad de la inversión respecto a la media de las últimas décadas. Esta sería una posible razón, la ausencia de inversiones disponibles con buena rentabilidad, por la que las empresas no financieras de EEUU acumulan 1,5 billones de dólares en efectivo. Por tanto, la opción es acostumbrarse a los bajos rendimientos, en términos históricos, de las nuevas inversiones o subirse a la burbuja.

AJUBEL



problema se volviera a producir el G-8 intentó, sin éxito, poner un límite del 5% al superávit por cuenta corriente. Hoy, hasta el FMI, garante de la libertad de capitales, acepta la necesidad de controles en algunas circunstancias.

Desde el comienzo de la crisis financiera se ha producido un cambio muy significativo en los intercambios internacionales: mientras que el comercio de bienes y servicios se ha recuperado, el flujo de activos financieros no lo ha hecho. La caída en los flujos de capitales post-

problema se volviera a producir el G-8 intentó, sin éxito, poner un límite del 5% al superávit por cuenta corriente. Hoy, hasta el FMI, garante de la libertad de capitales, acepta la necesidad de controles en algunas circunstancias.

José García Montalvo es catedrático de Economía de la Universidad Pompeu Fabra.