

LA FINANCIACIÓN DEL DÉFICIT EXTERIOR DE ESTADOS UNIDOS

La financiación del déficit exterior de Estados Unidos

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Broto, Lucía Cuadro-Sáez, Maitena Duce y Sonsoles Gallego, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

En este artículo se describen los principales cambios en la financiación exterior de la economía de Estados Unidos desde el inicio de las turbulencias financieras en agosto de 2007. Para ello, se revisa la evolución de los flujos de capitales —hacia y desde Estados Unidos— con una perspectiva temporal amplia, lo que permite ilustrar las importantes modificaciones que ha producido la crisis financiera tanto en el volumen como en la composición de dichos flujos financieros y en la posición de inversión internacional (Pii) de Estados Unidos.

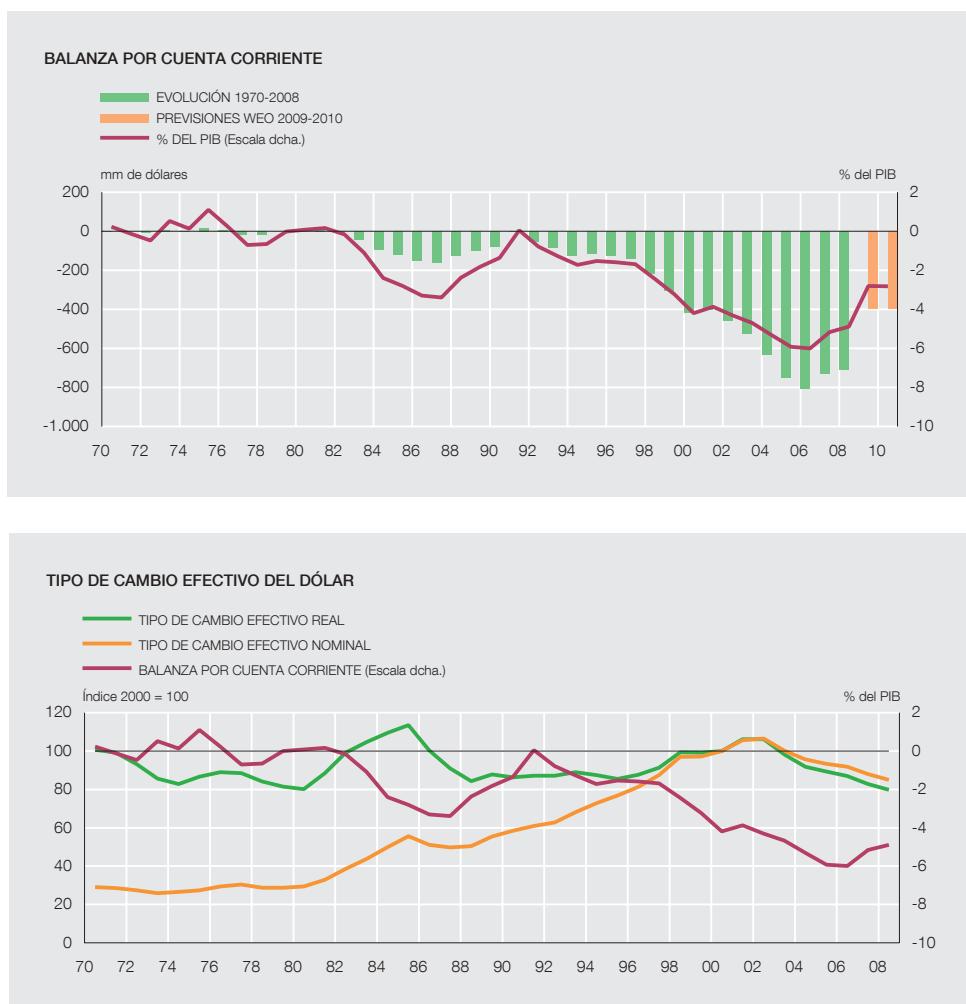
Desde el abandono del sistema monetario establecido en Bretton Woods, a comienzos de los setenta, Estados Unidos ha sido un prestatario neto frente al resto del mundo, es decir, ha mantenido, de forma prácticamente continuada, déficits por cuenta corriente, financiados por entradas netas de capital¹, como se refleja en el gráfico 1. Dicho déficit ha oscilado notablemente: a mediados de los años ochenta superó los 100 mm de dólares anuales (3% del PIB), para, tras una notable corrección del dólar, acercarse al equilibrio a principios de los años noventa. Desde entonces, el déficit por cuenta corriente de Estados Unidos se fue incrementando gradualmente, y entre 1998 y 2007 lo hizo de forma muy acusada, acercándose a los 800 mm de dólares en 2006 (un 6% del PIB). El continuado incremento de las necesidades de financiación de Estados Unidos —acompañado de desequilibrios externos igualmente amplios y de signo contrario en otros países— ha dado lugar a uno de los debates centrales de economía internacional en la última década. En particular, ha originado una amplia literatura que aborda las diferentes causas y las posibles implicaciones de una eventual resolución desordenada de los llamados «desequilibrios globales»; entre ellas, un incremento acusado de las primas de riesgo y de los tipos de interés a largo plazo, o una abrupta depreciación del tipo de cambio del dólar². Aunque los desequilibrios globales no son el tema central de este artículo, el análisis de los flujos financieros, de su composición y de la evolución temporal es un ingrediente esencial para valorar las perspectivas sobre el mantenimiento o ajuste de tales desequilibrios.

Las turbulencias que se iniciaron en agosto de 2007 y la posterior crisis financiera han alterado sustancialmente el panorama financiero internacional y pueden tener consecuencias duraderas sobre la capacidad de financiación del desequilibrio exterior estadounidense. Así, la paralización de los mercados de titulización y productos estructurados complejos, que se propagó a otros segmentos de los mercados financieros globales, y la generalizada pérdida de confianza de los inversores afectaron plenamente a los canales a través de los cuales Estados Unidos financiaba su déficit exterior. En ese contexto, desde el segundo semestre de 2007 y, sobre todo, desde el agravamiento de la situación en septiembre de 2008, la financiación neta recibida por Estados Unidos se ha reducido de forma acusada y, además, ha cambiado drásticamente su composición. Al mismo tiempo, el déficit por cuenta corriente se ha reducido notablemente, al hilo de la recesión económica y de la consiguiente contracción del saldo comercial, facilitada también por la depreciación del dólar en los últimos años (véase gráfico 1). No obstante, hasta la fecha no se han materializado los riesgos característicos

1. Las entradas netas de capital son la diferencia entre las inversiones del resto del mundo en Estados Unidos —pasivos de Estados Unidos— y las inversiones de Estados Unidos en el exterior —activos de Estados Unidos—. **2.** Véanse Bernanke (2005), Dooley, Folkerts-Landau y Gaber (2003) y FMI (2005), entre otros.

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL DÓLAR.
EVOLUCIÓN 1970-2010

GRÁFICO 1



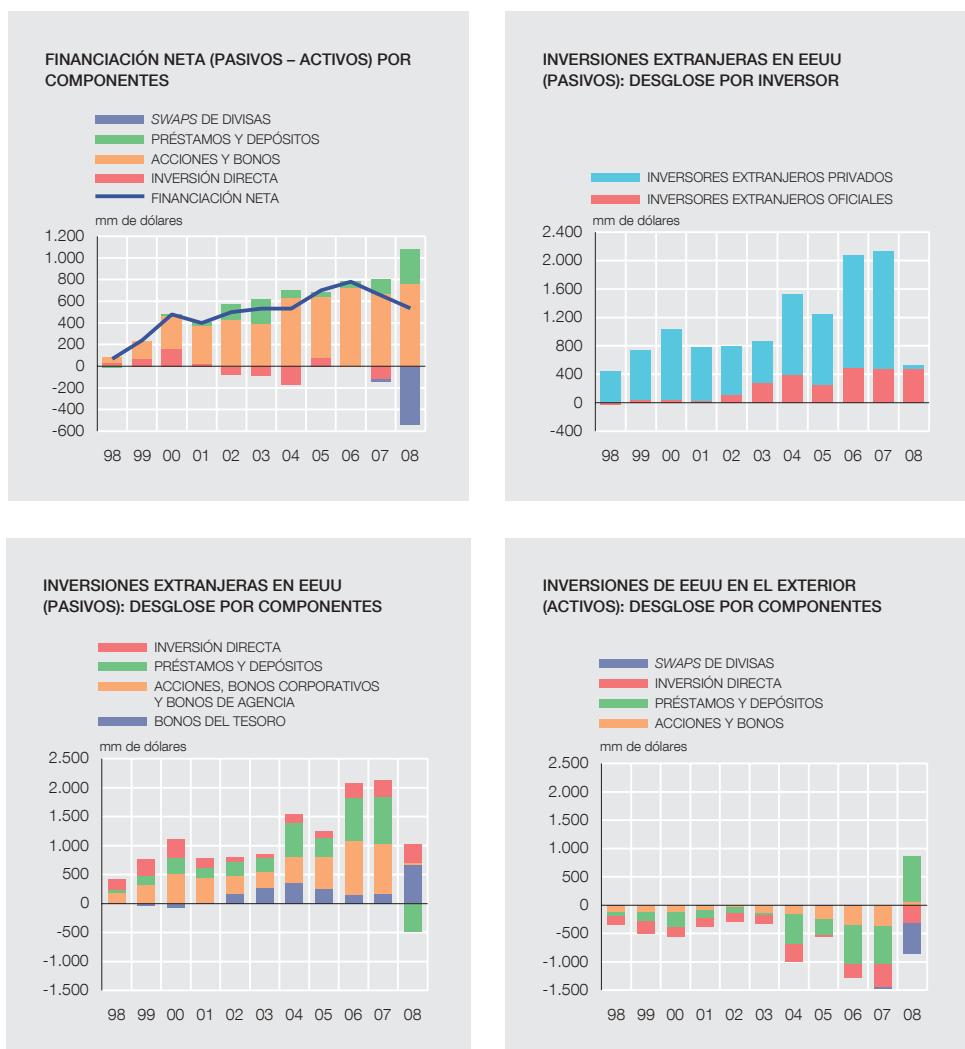
FUENTES: Bureau of Economic Analysis (BEA) y Fondo Monetario Internacional.

de un ajuste desordenado de los desequilibrios globales; por el contrario, tanto el dólar como los bonos del Tesoro se revalorizaron durante el período de estrés financiero, al actuar como refugio. En todo caso, la evolución de estas variables y del propio desequilibrio exterior en Estados Unidos es incierta, lo que subraya el interés en analizar cómo ha evolucionado su financiación.

El artículo se organiza del siguiente modo. En la próxima sección se revisan las principales tendencias en la evolución de los flujos financieros hacia Estados Unidos y desde Estados Unidos al exterior, hasta el comienzo de la crisis, con datos de la balanza de pagos del BEA (Bureau of Economic Analysis). A continuación, en la sección segunda se analizan los cambios en la financiación sucedidos en los últimos dos años, complementando los datos de la balanza de pagos con una fuente alternativa, los datos TIC (Treasury International Capital System), publicados por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos, que, con importantes matices, dan un mensaje coherente con los datos de la balanza de pagos. En la sección tercera se describe brevemente cómo ha evolucionado la PII de Estados Unidos. Las principales conclusiones se recogen en el último epígrafe, donde se retoman las implicaciones del análisis sobre las perspectivas respecto a los desequilibrios globales.

FLUJOS ANUALES DE FINANCIACIÓN EXTERIOR DE ESTADOS UNIDOS (a)

GRÁFICO 2



FUENTE: Bureau of Economic Analysis (BEA).

a. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) de capitales, desde la óptica de Estados Unidos.

La financiación del déficit exterior de Estados Unidos entre 1998 y 2007

El gráfico 2 recoge la evolución anual de la financiación externa de Estados Unidos en la última década, en volumen y en composición, observándose un cambio notable en ambos aspectos a partir de 2007. Así, entre 1998 y 2007, la financiación neta (pasivos menos activos) recibida por Estados Unidos fue aumentando —en consonancia con el incremento del déficit por cuenta corriente— hasta alcanzar un máximo en 2006 de 780 mm de dólares. Dicha financiación se obtuvo fundamentalmente a través de la inversión de cartera (acciones y bonos), que representó un 88% del total en el conjunto del período, mientras que los préstamos y depósitos cubrieron un 14% de las necesidades. La inversión directa, menos importante, osciló de signo, representando un -2% del total.

El análisis por separado de los dos componentes de la financiación —las inversiones extranjeras en Estados Unidos (pasivos) y las inversiones de Estados Unidos en el exterior (activos)— permite observar algunas tendencias adicionales interesantes. En concreto, en las inversiones extranjeras la financiación ha provenido mayoritariamente de inversores privados —que representaron más de un 80% del total en el conjunto del período—. Aunque los inversores oficiales (bancos centrales, en forma de reservas, y fondos de riqueza soberana) incrementaron de forma significativa sus inversiones en activos estadounidenses,

ses, su proporción sobre el total se mantuvo relativamente constante hasta el inicio de la crisis.

Si nos fijamos en la composición de ambos flujos de financiación (activos y pasivos), puede observarse que las inversiones extranjeras en Estados Unidos se canalizaron principalmente a través de la inversión de cartera en activos privados, lo que probablemente refleja la elevada amplitud, profundidad y liquidez de los mercados financieros americanos, potenciada aún más por la intensa innovación financiera de los últimos años. En esta categoría, cabe destacar el papel creciente de los bonos emitidos por entidades financieras oficiales asociadas al Gobierno estadounidense (bonos de agencia) desde 2004, en particular los de las agencias hipotecarias oficiales Fannie Mae y Freddie Mac, que llegaron a representar en torno a una quinta parte del total de la inversión de cartera a largo plazo entre 2004 y 2007. Por el contrario, hasta 2007, los bonos del Tesoro de Estados Unidos fueron cuantitativamente menos importantes como fuente de financiación. Por su parte, los préstamos y depósitos fueron ganando importancia y prácticamente igualaron en volumen a los flujos de cartera durante 2006 y 2007. Por lo que se refiere a las inversiones de Estados Unidos en el exterior, hasta 2007 estas se canalizaron fundamentalmente a través de préstamos y depósitos, siendo la inversión de cartera mucho menos relevante y comparativamente más parecida a la inversión directa.

Cambios en la financiación del déficit exterior desde el verano de 2007

La mayoría de las tendencias descritas se truncaron tras el inicio de las turbulencias en el verano de 2007. La financiación neta recibida por Estados Unidos se redujo sensiblemente a partir del tercer trimestre de ese año, y se produjeron una serie de cambios importantes en su composición. Estos cambios, que son habituales en períodos de estrés financiero, introdujeron un mayor «sesgo doméstico» o *home bias* en las decisiones de inversión, tanto en los flujos de entrada como en los de salida [véase Broner et ál. (2009)], como consecuencia de la mayor aversión al riesgo de los agentes.

En el gráfico 2 —panel superior izquierdo— se observaba que, en el conjunto del año 2008, la financiación neta recibida por Estados Unidos se redujo hasta 534 mm de dólares (4,6% del PIB), es decir, en torno a un 30% menos que en el máximo de 2006. En el gráfico 3, los datos trimestrales muestran de forma más detallada que, a partir de mediados de 2007, los flujos netos de financiación han presentado un perfil decreciente, con un ligero repunte en el segundo trimestre de 2009, hasta 58,3 mm de dólares —más del doble de lo que fueron en el primer trimestre—, pero todavía en niveles muy inferiores a los 200 mm de dólares registrados en promedio trimestral hasta mediados de 2007.

Los dos flujos que componen la financiación neta —las inversiones del exterior en Estados Unidos (pasivos) y las inversiones de Estados Unidos en el exterior (activos)— aparecen también por separado en el gráfico 3. Este gráfico muestra dos cambios fundamentales en el patrón de financiación. En primer lugar, las inversiones extranjeras en Estados Unidos, que llegaron a situarse en casi 740 mm de dólares en el segundo trimestre de 2007, se han reducido progresivamente a lo largo de la segunda mitad de 2007 y en 2008 (con algunos altibajos), hasta hacerse negativas en el cuarto trimestre de ese último año. En segundo término, las inversiones de Estados Unidos en el exterior, que también alcanzaron su máximo en el segundo trimestre de 2007 —545 mm de dólares—, fueron disminuyendo hasta revertir su tendencia, de forma que desde el segundo trimestre de 2008 se ha producido una fuerte repatriación de capitales hacia Estados Unidos, algo que no había ocurrido desde la quiebra del sistema de Bretton Woods, al inicio de los años setenta. En consecuencia, la financiación neta recibida por Estados Unidos desde el segundo trimestre de 2008 se ha debido en buena medida a dicha repatriación, y en el cuarto trimestre de 2008 y en el primero de 2009, exclusivamente a ella.

FLUJOS TRIMESTRALES DE FINANCIACIÓN EXTERIOR DE ESTADOS UNIDOS DESDE 2006 (a)

GRÁFICO 3



FUENTE: Bureau of Economic Analysis (BEA).

a. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) de capitales, desde la óptica de Estados Unidos.

La desagregación de los pasivos y activos por tipo de inversor y por instrumentos permite detectar otro cambio importante (véase gráfico 4). En las inversiones extranjeras en Estados Unidos, desde el inicio de la turbulencia, el peso de los inversores privados en la financiación ha registrado una significativa disminución. Esta tendencia se acentuó durante 2008, y su contribución se hizo negativa a mediados de año. No obstante, esta evolución se vio compensada por el incremento de la financiación por parte de los inversores oficiales en los trimestres inmediatamente posteriores a la turbulencia (desde el último trimestre de 2007 hasta el segundo de 2008). Sin embargo, a partir de la segunda mitad de 2008 también se redujeron significativamente estas inversiones oficiales, llegando a ser nulas en el último trimestre. Con todo, hay que destacar que, en el conjunto de 2008, los inversores extranjeros oficiales proporcionaron prácticamente la totalidad de la inversión extranjera en Estados Unidos.

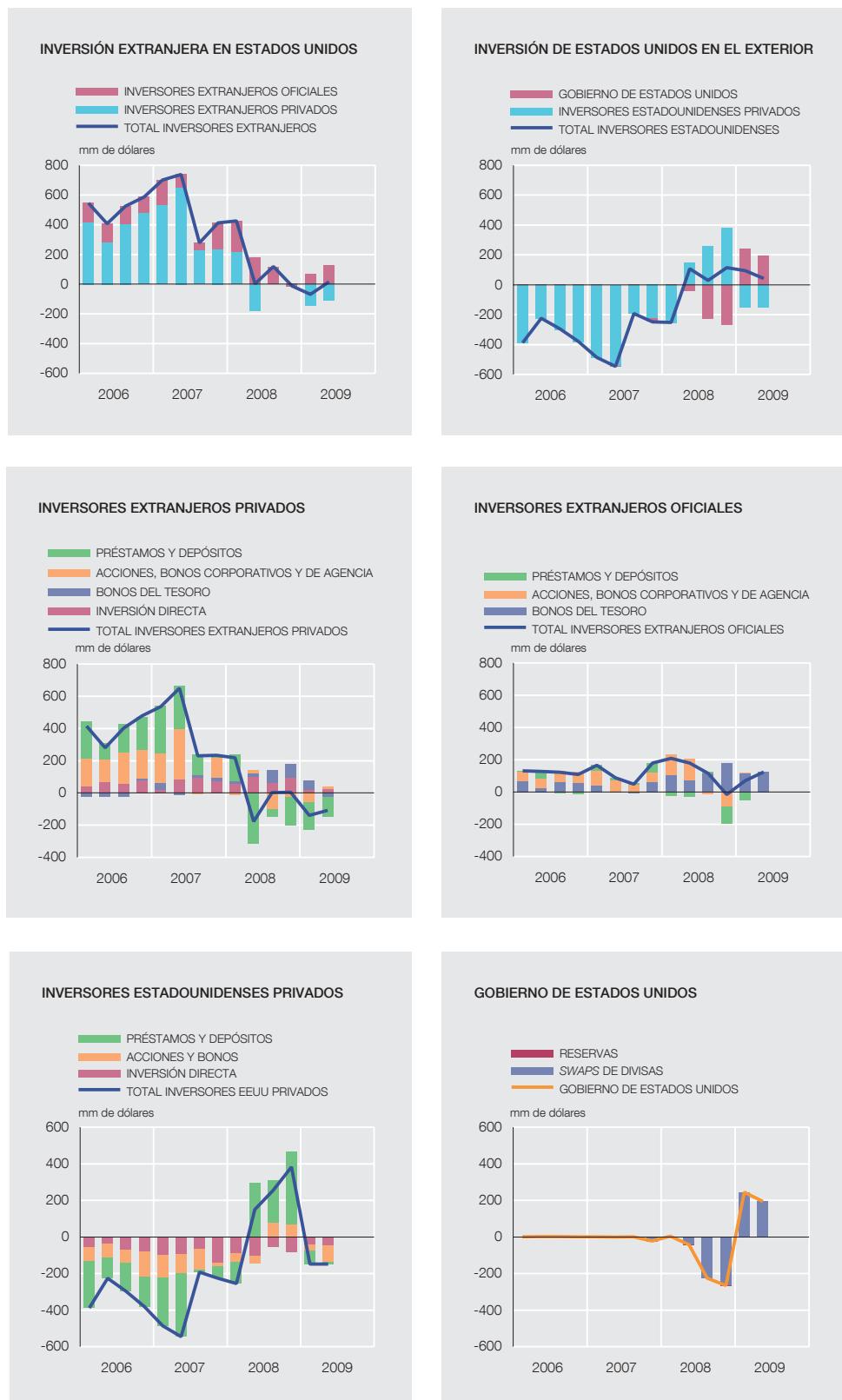
En cuanto a la composición por instrumentos, desde el tercer trimestre de 2007 desaparece prácticamente la inversión extranjera privada en acciones, bonos corporativos y bonos de agencia de Estados Unidos, y se hacen fuertemente negativos los préstamos y depósitos. Los únicos flujos de financiación positivos en el conjunto de este último período han sido la inversión en bonos del Tesoro de Estados Unidos y la inversión directa. Por su parte, los inversores extranjeros oficiales han aumentado considerablemente la proporción de sus carteras en bonos del Tesoro de Estados Unidos desde comienzos de 2008, aunque en el cuarto trimestre las desinversiones en préstamos y bonos de agencia³ llegaron a superar a las compras de bonos del Tesoro.

En definitiva, los inversores oficiales hicieron posible que en el conjunto de 2008 el total de las inversiones extranjeras fuera positivo, pero su soporte se agotó a finales de año, dejando como única fuente de financiación la obtenida de la repatriación de capitales a Estados Unidos por parte de los inversores estadounidenses privados. Esta repatriación procedió principalmente de la cancelación de préstamos y depósitos, seguida por la inversión de cartera, mientras que la inversión directa fue el único componente que se mantuvo relativamente constante como flujo de financiación al exterior. Por otra parte, los flujos de inversores esta-

3. En años anteriores, los bonos de agencia habían sido considerados como sustitutos cercanos de los bonos del Tesoro, dado el carácter semipúblico de sus emisores principales —Fannie Mae y Freddie Mac—, pero estas instituciones pasaron a estar en una situación financiera muy complicada tras las turbulencias.

FLUJOS TRIMESTRALES DE FINANCIACIÓN EXTERIOR DE ESTADOS UNIDOS DESDE 2006. DESGLOSE POR INVERSOR Y POR COMPONENTES (a)

GRÁFICO 4



FUENTE: Bureau of Economic Analysis (BEA).

a. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) de capitales, desde la óptica de Estados Unidos.

dounidenses oficiales hacia el exterior, que tradicionalmente no han sido relevantes, adquirieron importancia desde el tercer trimestre de 2008, debido a los swaps de divisas que la Reserva Federal concertó con numerosos bancos centrales. Estos swaps supusieron una financiación al resto del mundo superior a 500 mm de dólares en 2008, es decir cercana a los 4 puntos porcentuales (pp) del PIB estadounidense.

Los datos de los dos primeros trimestres de 2009 muestran una gradual recuperación de los flujos de financiación en ambos sentidos —inversiones hacia y desde Estados Unidos—, aunque en niveles muy alejados de los previos a la crisis. En el segundo trimestre, las inversiones extranjeras vuelven a registrar signo positivo —tras dos trimestres consecutivos con signo negativo—, gracias a las compras de bonos del Tesoro por parte de los inversores oficiales y a la menor repatriación de los inversores extranjeros privados. Además, estos últimos inversores vuelven a comprar —aunque todavía por importe reducido— acciones y bonos de agencia, en detrimento de los bonos del Tesoro. Por otra parte, se sigue produciendo en el inicio del año una repatriación de capitales desde el exterior hacia Estados Unidos, pero a menor ritmo, y debido a las operaciones oficiales⁴; de hecho, los inversores privados estadounidenses dejaron de repatriar capitales desde el comienzo de 2009 y, en el segundo trimestre, hicieron inversiones de cartera en el exterior, compensando la disminución en préstamos.

Por último, según la información proporcionada por los datos TIC (véase recuadro 1) entre febrero y julio de 2009⁵, la relativa estabilización de los mercados propició, en conjunto, una tímida recuperación de la inversión de cartera a largo plazo en ambos sentidos —inversiones tanto en valores estadounidenses como en valores extranjeros— con respecto al período comprendido entre octubre de 2008 y enero de 2009. No obstante, estos flujos netos (pasivo menos activo) acumulados en los últimos cuatro meses —hasta julio de 2009— representan un 40% de los contabilizados en el mismo período de 2008.

La posición de inversión internacional de Estados Unidos en 2008

Los saldos de los activos y pasivos financieros externos de la economía de Estados Unidos —medidos a través de la PII— permiten analizar cómo ha evolucionado el endeudamiento exterior y sus posibles implicaciones en términos de sostenibilidad, y complementan la información ofrecida por los flujos financieros. La evolución de la PII refleja, por un lado, las transacciones con activos y pasivos financieros realizadas a lo largo del año —que son consecuencia de la evolución de la capacidad o necesidad de financiación de la balanza de pagos y están estrechamente vinculadas con la evolución del saldo por cuenta corriente—; por otro lado, también recoge los cambios de valoración que se hayan producido en los activos y pasivos (tanto por variaciones en los tipos de cambio como en los precios de los instrumentos financieros), además de otras variaciones en el volumen de dichos activos y pasivos —por ejemplo, la cancelación unilateral de un préstamo por parte del acreedor—, tal y como se resume a continuación:

$$\text{Variación de la PII} \approx \text{Saldo balanza cuenta corriente} + \text{cambios en los precios de los instrumentos financieros} + \text{variaciones del tipo de cambio} + \text{otros ajustes}$$

En los últimos años, los efectos de valoración han provocado una notable discrepancia en el caso de Estados Unidos entre la acumulación de déficits por cuenta corriente y la evolución de la PII. Así, como se observa en el gráfico 5, entre 2005 y 2007 la posición exterior deudora

4. El comportamiento de los flujos oficiales se deriva de la reversión de una gran parte de las operaciones swaps de divisas concertadas por la Reserva Federal en la segunda mitad de 2008 (véase gráfico 4, paneles superior e inferior derechos). 5. Último dato disponible a cierre de este artículo.

LA EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CARTERA SEGÚN LOS DATOS DEL TREASURY INTERNATIONAL CAPITAL SYSTEM (TIC)

RECUADRO 1

Los TIC (*Treasury International Capital System*) son una base de datos recopilada por el Tesoro de Estados Unidos a partir de la información mensual proporcionada de manera voluntaria por una muestra de entidades financieras. En esta base de datos se recogen las transacciones entre residentes en Estados Unidos y en el extranjero con valores cotizados cuyo vencimiento original es superior a un año (fundamentalmente, bonos y valores de renta variable), es decir, representan una aproximación a los flujos de inversión de cartera de la balanza de pagos que elabora el BEA¹. Al igual que estos datos, los TIC distinguen, por un lado, entre las inversiones en activos financieros estadounidenses por parte de no residentes (pasivos desde el punto de vista de Estados Unidos) y, por otro lado, las inversiones en activos financieros extranjeros por parte de estadounidenses (activos desde el punto de vista de Estados Unidos). Además, los datos TIC se publican desagregados por tipo de inversor (privado u oficial), por

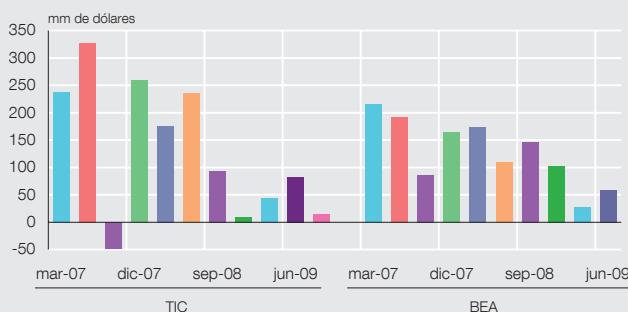
tipo de activo (bonos del Tesoro de Estados Unidos, bonos de agencia, bonos corporativos y acciones) y según su procedencia geográfica.

Una de las limitaciones de esta base de datos es precisamente la determinación geográfica del verdadero tenedor de los valores, ya que algunas operaciones pueden presentar un sesgo de custodia o transacción. Eso significa que tanto las compras como las ventas de valores se atribuyen al país que actúa como custodio o intermediario financiero de la transacción, que puede ser distinto del país de residencia del inversor. Este hecho, unido a las discrepancias en la cobertura de información con respecto a los datos de la balanza de pagos, distorsiona en ocasiones tanto el volumen como la dirección de flujos de capital (véase gráfico 1)². Sin embargo, al tratarse de

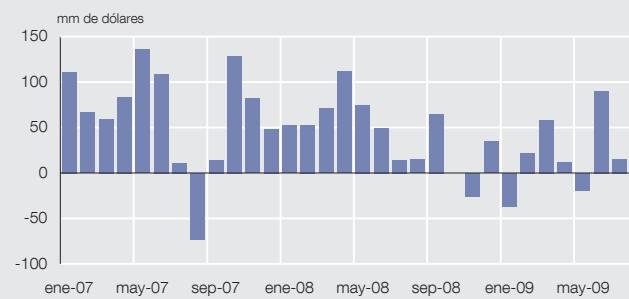
1. Los datos TIC excluyen inversión directa, préstamos intracompañía, préstamos entre residentes y no residentes, depósitos de residentes en el exterior y de no residentes en Estados Unidos, crédito comercial y crédito a la exportación —entre otras partidas—. Para más información, véanse las páginas web del Tesoro y del BEA, <http://www.treas.gov/tic/> y <http://www.bea.gov/international/>.

2. Algunos analistas han mostrado preocupación por la disparidad entre ambas fuentes desde el inicio de la crisis financiera, que han llegado a marcar discrepancias incluso en el signo de las entradas y salidas (véase gráfico 1). Véase también Goldman Sachs, *Does the TIC still tick?* (14 de abril de 2009), para un análisis de estas discrepancias en la composición de los flujos. Esta limitación es particularmente relevante a la hora de utilizar los TIC como indicadores adelantados de corto plazo de los datos trimestrales de la balanza de pagos del BEA.

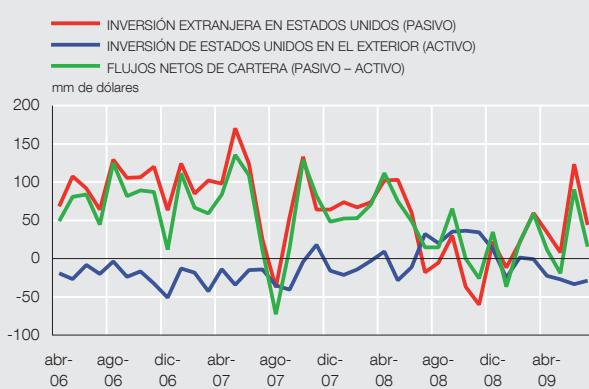
1 TIC Y BEA: COMPARACIÓN TRIMESTRAL



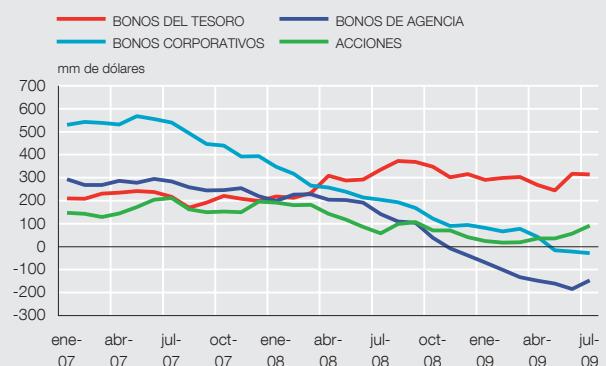
2 EVOLUCIÓN MENSUAL DE LOS TIC (PASIVOS – ACTIVOS)



3 FLUJOS DE CARTERA A Y DESDE ESTADOS UNIDOS SEGÚN LOS TIC (a)



4 INVERSIÓN EXTRANJERA EN VALORES NEGOCIAZABLES EMITIDOS POR ESTADOS UNIDOS (PASIVO) (b)



FUENTES: US Treasury y Bureau of Economic Analysis (BEA).

- a. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) de capitales, desde la óptica de Estados Unidos.
b. Suma acumulada de 12 meses.

datos mensuales, se han utilizando —teniendo en cuenta estas limitaciones— para anticipar tendencias en la inversión de cartera.

Los principales rasgos mostrados por los flujos TIC desde el inicio de la turbulencia en el verano de 2007 y hasta enero de 2009 han sido los siguientes. En primer lugar, se observó una tendencia a la disminución de las inversiones de cartera netas (pasivos menos activos) en Estados Unidos durante todo el período, hasta alcanzar en enero de 2009 un mínimo desde agosto de 2007 (véase gráfico 2). En segundo lugar, las inversiones de cartera de Estados Unidos en el exterior se redujeron y se convirtieron en repatriaciones relativamente notables entre los meses de julio y diciembre de 2008 (véase gráfico 3). Un tercer rasgo relevante fue la fuerte disminución de las inversiones extranjeras de cartera, especialmente acusada en las acciones, bonos corporativos y bonos de agencia —coincidiendo estos últimos con los problemas financieros de las agencias hipotecarias Fannie Mae y Freddie Mac, asociadas al Gobierno—. Sin embargo, esta reducción se compensó, en parte, con la inversión en bonos del Tesoro de Estados Unidos, que ganó peso sobre el total de inversiones desde comienzos de 2008 (véase gráfico 4). Este aumento se puede asociar a su papel de activo refugio en períodos de inestabilidad y, también, desde noviembre de 2008, a los importantes volúmenes de emisiones que han tenido lugar. Por último, cabe destacar que, desde el

inicio de la turbulencia los inversores extranjeros oficiales, ganaron peso frente a los inversores privados, pero ambos inversores vendieron activos estadounidenses en los meses de octubre y noviembre de 2008.

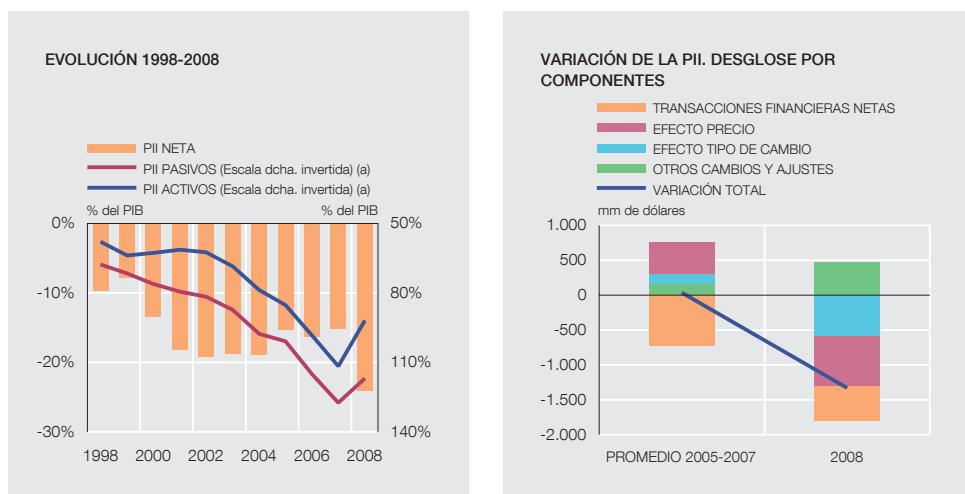
Los datos más recientes muestran que, desde febrero de 2009, en línea con la menor aversión al riesgo en los mercados internacionales, la recuperación de los inversores extranjeros privados ha sido muy superior a la de los oficiales. Desde entonces se apuntaría a una moderada recuperación de los flujos netos de entrada, con un predominio todavía de la inversión en bonos del Tesoro y un mejor comportamiento de las acciones, que compensan la evolución negativa de los bonos de agencia y la atonía de los bonos corporativos (véase gráfico 4). Pese a la cifra negativa de mayo, atribuible a la fuerte volatilidad de estos datos, hay signos de recuperación de las inversiones extranjeras de cartera. Por otra parte, también se observan indicios de que la repatriación de capitales por la venta de valores extranjeros por parte de los residentes en Estados Unidos podría estar remitiendo.

En resumen, aunque hay diferencias en la evolución, a grandes rasgos, los datos TIC son coherentes con las tendencias observadas en las cifras de la balanza de pagos. Ello no excluye que en períodos de turbulencia hayan mostrado algunas señales contradictorias.

de Estados Unidos se mantuvo estable en torno a un 15% del PIB, a pesar de que en ese período se fue ampliando el déficit exterior acumulado —reflejado en las transacciones financieras netas—. Por un lado, los efectos de valoración favorables que se derivaron de la depreciación del dólar se reflejaron en un incremento del valor de los activos estadounidenses en el exterior, mayoritariamente denominados en moneda local, mientras que apenas afectaron a la valoración de los pasivos estadounidenses, por estar en su mayor parte denominados en dólares⁶. Por otro lado, la elevada rentabilidad relativa de los activos estadounidenses en el exterior también jugó a favor de la estabilización de la posición exterior deudora [véase Gourinchas y Rey (2007)]. La primera columna del panel derecho del gráfico 5 muestra que estos factores —en particular, el segundo— contrarrestaron en gran medida el aumento del déficit por cuenta corriente en el período mencionado.

Por el contrario, en 2008, a pesar de la reducción de las necesidades de financiación, la posición deudora neta se amplió notablemente, hasta los 3.469 mm de dólares, casi el 24% del PIB, con un incremento de 8,8 pp respecto a finales de 2007. Este deterioro se ha debido principalmente al efecto de valoración, que ha operado en la dirección opuesta al período anterior. En concreto, el impacto negativo de la apreciación del dólar, junto con la caída de los precios de los instrumentos financieros (parcialmente compensados por «otros cambios»), explicaría en torno a un 60% de la ampliación del saldo deudor de la economía estadouniden-

6. Esta es una situación que se da en la mayoría de países desarrollados, pero contrasta con la de los países emergentes, muchos de cuyos pasivos están denominados en dólares o en euros. En estos casos, el impacto de una depreciación de sus monedas sobre la sostenibilidad exterior es negativa y ha sido el origen de crisis de balanza de pagos en muchos casos.



FUENTE: Bureau of Economic Analysis (BEA).

a. Se excluyen las operaciones con derivados financieros.

se: la mayor aportación negativa desde el inicio de registro de la serie. En cambio, las transacciones financieras netas —que reflejan la evolución del déficit corriente— contribuyeron a incrementar el endeudamiento en 505 mm de dólares, inferior a los 724 mm, en promedio, para el período 2005-2007.

Tanto los activos como los pasivos exteriores registraron una notable contracción en 2008, más intensa por el lado del activo⁷. Por lo que se refiere a las transacciones financieras —excluyendo los derivados—, las operaciones de activo prácticamente no aumentaron en volumen, mientras que las operaciones pasivas aumentaron en 534 mm de dólares —una cuarta parte del incremento en 2007—. En cuanto a los efectos de valoración, la caída del precio de los instrumentos financieros afectó en mayor medida a los activos, dada la mayor proporción de inversiones en renta variable —las más castigadas por la crisis— frente a valores de renta fija. Aunque en menor medida, las variaciones del tipo de cambio afectaron negativamente, sobre todo a los activos, por la fuerte depreciación de muchas de las monedas frente al dólar en el período de turbulencia. En consecuencia, los activos descendieron 19,9 pp, en relación con el PIB, hasta el 91,8%, mientras que la ratio de pasivos sobre PIB disminuyó en 10,4 pp, situándose en el 117% del PIB (véase panel izquierdo del gráfico 5).

Resumen y conclusiones

La crisis financiera ha traído consigo cambios notables, tanto en el volumen de financiación exterior que Estados Unidos ha recibido como en su composición. El volumen de financiación medio recibido en los últimos trimestres —de mantenerse en los siguientes— permitiría sostener un déficit por cuenta corriente en Estados Unidos en torno al 3% del PIB, es decir, la mitad del valor máximo alcanzado en 2006, y alrededor de 2 pp menos que el registrado en 2008.

Desde el verano de 2007, las necesidades de financiación han ido disminuyendo. En un primer momento, hasta el primer trimestre de 2008 se produjo una reducción en paralelo de las

7. Un aspecto relevante en este período ha sido la evolución del monto de las operaciones con derivados financieros, que parecen estar relacionadas con posiciones de cobertura ante la caída de los tipos de interés en el tercer y cuarto trimestre de 2008. Puesto que afectan de modo similar a los activos y pasivos, de tal modo que en neto prácticamente se compensan, se han excluido del cómputo de activos y pasivos brutos, pues distorsionan las cifras.

inversiones extranjeras privadas y de las inversiones estadounidenses en el exterior, mientras que aumentaron los flujos oficiales. Posteriormente, durante la mayor parte de 2008, pero muy acusadamente en el último trimestre, las tendencias en los flujos privados se agudizaron (tanto de los inversores extranjeros como de los estadounidenses), con repatriaciones en ambas direcciones, si bien los inversores estadounidenses han vuelto a invertir en el exterior desde comienzos de 2009. En el segundo semestre de 2008, las inversiones extranjeras oficiales descendieron —aunque esta situación se ha revertido en 2009—, dado que el aumento de la inversión en bonos del Tesoro de Estados Unidos no logró compensar la desinversión en el resto de valores. En sentido contrario, la Reserva Federal financió a otros bancos centrales extranjeros a través de sus líneas de swaps, operaciones que también han registrado una reversión en 2009. Por otra parte, la relativa estabilización de los mercados financieros en los últimos meses ha propiciado una tímida recuperación de la inversión de cartera a largo plazo.

Dada esta evolución, podría argumentarse que los cambios en la composición de la financiación indican que no se ha recuperado aún la confianza de los inversores extranjeros —en especial, los privados—, de forma que los residentes americanos han tenido que financiarse en gran medida con la repatriación de capitales. Ello sugiere, si prosiguiera esta tendencia, un posible debilitamiento de las fuentes de financiación externa de la economía de Estados Unidos y apuntaría a que, a pesar de que las necesidades de financiación son más reducidas, la PII de Estados Unidos presenta puntos de vulnerabilidad.

Todos estos cambios en la financiación exterior añaden una nueva perspectiva al análisis de los desequilibrios globales, con elementos que pueden ser interpretados favorablemente, pero también con riesgos nuevos.

La reducción de los flujos de financiación a Estados Unidos ha estado determinada por las alteraciones generadas por el intenso período de estrés financiero; esta situación ha coincidido con una fuerte caída de la demanda interna en Estados Unidos y con los efectos de la depreciación del dólar y la caída del precio del petróleo, que han propiciado una reducción paralela del déficit exterior y por cuenta corriente, que es el que determina fundamentalmente las necesidades de financiación exterior. Esta simultaneidad ha podido mitigar los riesgos asociados a un «ajuste desordenado» de los desequilibrios globales, que no se han materializado. Sin embargo, la dependencia de la repatriación de activos por parte de los residentes americanos y de los flujos de los inversores extranjeros oficiales ha dado lugar a una forma de financiación inusual, mucho menos diversificada, y con un límite a medio plazo.

En todo caso, no parece adecuado extrapolara hacia el futuro lo ocurrido en los últimos trimestres, debido a que la evolución de los flujos de capitales hacia y desde Estados Unidos ha estado determinada por una coyuntura extraordinaria y difícilmente repetible, que ha llevado a un retramiento de los capitales a sus bases. Así, los últimos datos conocidos apuntan a una tímida reactivación de los flujos. No obstante, si se puede argumentar que, pasada esta etapa, cabría esperar una mayor cautela en la reactivación de algunos tipos de inversiones (dadas las pérdidas acumuladas) y una mayor consideración de los desequilibrios por parte de los inversores privados. También es probable que los inversores oficiales sean más remisos a invertir en Estados Unidos, bien porque prefieran una mayor diversificación, bien porque la capacidad de acumulación futura no sea tan elevada⁸.

8. Véase Alberola y Serena (2008) en relación con la importancia de los flujos externos del sector público en la financiación del déficit de Estados Unidos.

En definitiva, la configuración reciente de los flujos y la continuada dependencia de la financiación exterior en Estados Unidos plantean la posibilidad de que, en la fase de recuperación de la economía estadounidense, las necesidades de financiación puedan llegar a constituir una restricción externa al crecimiento, o generar, en última instancia, tensiones en los mercados financieros y cambiarios.

18.9.2009.

BIBLIOGRAFÍA

- ALBEROLA, E., y J. M. SERENA (2008). «Reserves, Sovereign Wealth Funds and the Resilience of Global Imbalances», *Economic Notes*, 37, pp. 315-343.
- BERNANKE, B. S. (2005). «The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit», discurso para el *Sandridge Lecture* en la Virginia Association of Economists (Richmond, 10 de marzo), www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm.
- BRONER, F., T. DIDIER, A. ERCE-DOMÍNGUEZ y S. SCHMUKLER (2009). *Sovereign Risk and International Portfolio Dynamics*, mimeo.
- DOOLEY, M. P., D. FOLKERTS-LANDAU y P. GABER (2003). *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper n.º 9971.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2005). «Global Imbalances: A Saving and Investment Perspectiva», en *World Economic Outlook*, septiembre, cap. II, Washington, DC.
- GORINCHAS, P. O., y H. REY (2007). «From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege», publicado en *G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, NBER, pp. 11-66.