

---

# Estados Unidos. Desequilibrios de ahorro e inversión y cuentas financieras

*Este artículo ha sido elaborado por Miguel Navascués, del Servicio de Estudios.*

## 1. INTRODUCCIÓN

Desde hace algunos años, el comportamiento de la economía de Estados Unidos ha venido suscitando un enorme debate entre los analistas económicos. La prolongada fase de expansión que viene atravesando, en un entorno de baja inflación, ha llegado a sugerir la posibilidad de que se haya producido un incremento del crecimiento potencial de esta economía ligado a las mejoras tecnológicas y a la adopción de políticas económicas favorecedoras de una adecuada asignación de los recursos. No obstante, existe un consenso relativamente generalizado de que la economía norteamericana incorpora, en estos momentos, elementos de inestabilidad que podrían propiciar un ajuste brusco de la actividad. Así, los bajos niveles de ahorro del sector privado y el creciente endeudamiento de la economía frente al exterior, en un contexto donde las cotizaciones bursátiles han alcanzado un nivel difícilmente conciliable con el comportamiento histórico de los beneficios empresariales, constituyen elementos de riesgo.

En efecto, desde que en 1992 Estados Unidos comenzó su actual fase de expansión económica, el sector privado ha ido acumulando progresivamente desequilibrios financieros importantes. Estos desequilibrios ya se venían observando desde mediados de los años ochenta, cuando las cada vez menores tasas de ahorro de los consumidores, junto con las crecientes tasas de inversión privada, condujeron a un diferencial negativo creciente entre el ahorro y la inversión del sector privado (familias y empresas). Este proceso ha adquirido especial intensidad en el período 1992-1998, en el que las familias y empresas han pasado de mostrar un ahorro neto positivo de un 3,2 %, a otro negativo del 3,1 % del PIB. Durante ese tiempo, el comportamiento del sector público ha permitido limitar el desequilibrio exterior del conjunto de la economía, ya que ha registrado superávits cada vez mayores que han compensado, aunque de modo parcial, los desequilibrios privados. En todo caso, el saldo exterior por cuenta corriente se ha deteriorado, hasta alcanzar un déficit cercano al 3 % del PIB en 1998.

Aunque el análisis de los flujos de ahorro e inversión resulta ilustrativo de los desequilibrios de la economía norteamericana, cualquier valoración de su sostenibilidad y del previsible impacto de eventuales correcciones en los precios de los activos financieros o en el flujo de capitales exteriores debe tener en cuenta la situación patrimonial de las familias y la del conjunto de

la economía frente al resto del mundo. Según cuál sea el saldo de la cuenta financiera de las familias y de la composición de sus activos y pasivos, será más o menos probable que una corrección de las cotizaciones bursátiles genere situaciones de inestabilidad financiera que agudicen el posible impacto sobre el consumo privado del efecto riqueza negativo. Similarmente, la probabilidad de que se produzcan revisiones sustanciales en la propensión de los inversores internacionales para adquirir activos emitidos en Estados Unidos, y la magnitud de su impacto previsible sobre la actividad económica interna, dependen crucialmente del nivel de endeudamiento neto de la economía y de la naturaleza de los activos y pasivos frente al exterior.

El objetivo de este artículo es analizar los desequilibrios financieros intersectoriales, con objeto de contribuir al análisis sobre la vulnerabilidad del patrón de crecimiento seguido por la economía de Estados Unidos en los últimos años. En el epígrafe 2 se describe la evolución de los procesos de formación del ahorro y su utilización en los últimos años. En la sección 3 se analiza la forma en la que estos flujos se han plasmado en las cuentas patrimoniales de las familias. En la sección 4 se realiza un análisis similar para el sector exterior. En el epígrafe 5 se resumen las principales conclusiones del análisis.

## 2. LOS PROCESOS DE AHORRO E INVERSIÓN

En el cuadro 1 y el gráfico 1 se reflejan, en términos de PIB, la evolución del ahorro de los distintos sectores. Como puede verse, las tasas de ahorro financiero bruto de las empresas y las familias han disminuido en el período 1984-1998. Sin embargo, mientras que en el caso de las empresas (financieras y no financieras) esta reducción ha sido moderada, las familias han rebajado su tasa de ahorro (en términos del PIB) en casi seis puntos porcentuales: desde el 6,2 % de 1984 al 0,3 % de 1998 (1). Por su par-

(1) Por razones de claridad expositiva, en este artículo, si no se especifica lo contrario, el término ahorro se refiere al *ahorro neto de las familias*, o ahorro de la contabilidad nacional, que se diferencia del *ahorro bruto* de la cuenta financiera en que este último suma al ahorro neto la *depreciación* y el consumo de *bienes duraderos*. Los datos recogidos en el texto y en los cuadros y gráficos se corresponden con series de contabilidad nacional que no recogen las revisiones metodológicas hechas públicas recientemente. El motivo es que no se dispone, hasta el momento, de series históricas de cuentas financieras compatibles con la nueva metodología de contabilidad nacional. Entre otros cambios, el ahorro privado incorpora —según la nueva metodología— los planes de pensiones de los empleados públicos, que, con anterioridad, se consideraban dentro de la rúbrica de ahorro público. Una consecuencia de los cam-

te, el esfuerzo ahorrador de las Administraciones Públicas ha compensado, en parte, el comportamiento de las familias. Así, el continuo proceso de consolidación fiscal ha propiciado un aumento del ahorro público desde las cantidades negativas registradas en 1984 hasta el 3,4 % de PIB en 1998.

Si al ahorro total de cada sector se le resta la inversión del período, se obtienen las necesidades financieras, que para el conjunto de los sectores nacionales es el saldo exterior neto (véase gráfico 1). El saldo financiero de las familias muestra una clara trayectoria descendente, al pasar del 6,9 % del PIB en 1994 al -0,7 % en 1998. De nuevo, es la constante mejora de las necesidades financieras del sector público la que permite compensar en alguna medida el aumento de las necesidades de financiación de los demás sectores: así, tras registrar un saldo negativo del 4,7 % de PIB en 1984, las necesidades de financiación de las Administraciones Públicas han pasado a ser de un -0,3 % del PIB en 1998, siendo muy probable que en 1999 se alcance un superávit público significativo.

Para cubrir el diferencial entre la oferta de ahorro interno y las necesidades financieras totales, la economía norteamericana ha debido, lógicamente, recurrir al ahorro exterior. Desde 1992, el desajuste entre el gasto de los sectores residentes y la renta nacional ha requerido una aportación neta de ahorro del exterior, que ha crecido hasta alcanzar, en 1998, el 2,8 % del PIB.

Habida cuenta de la importancia cuantitativa de los cambios percibidos en los flujos financieros, tiene sentido preguntarse por las implicaciones de tales procesos sobre la solidez financiera de los distintos sectores de la economía. A continuación se analizan los cambios más importantes en los saldos de activo y de pasivo en los dos sectores más afectados por la caída del ahorro: las familias y el resto del mundo.

## 3. LOS ACTIVOS Y PASIVOS DE LAS FAMILIAS

Con objeto de analizar la evolución de la situación patrimonial de las familias en los últi-

bios efectuados es que el nivel de la tasa de ahorro de las familias es sensiblemente superior al recogido en las antiguas series (3,7 % en lugar de 0,5 %, en términos de la renta disponible, en 1998). No obstante, el perfil claramente descendente de las series en los últimos 15 años permanece inalterado, por lo que el análisis efectuado en el artículo no se ve afectado por la utilización de unos u otros datos de contabilidad nacional.

CUADRO 1

## Cuentas de ahorro e inversión por sectores

	PIB	Instituciones financieras		Administraciones Públicas		Familias			Empresas no financieras		Total economía (c)	
		Ahorro	Ahorro-inversión	Ahorro	Ahorro-inversión	Ahorro bruto financiero (a)	Ahorro neto (b)	Ahorro-inversión (a)	Ahorro	Ahorro-inversión	Ahorro	Ahorro-inversión
1984	3.902	0,4	-0,5	-0,7	-4,7	17,6	6,2	6,9	10,9	-2,0	-2,3	-2,1
1985	4.181	0,3	-0,3	-0,3	-5,1	16,9	5,0	5,5	10,5	-3,5	-2,8	-2,5
1986	4.422	0,2	-0,2	-0,3	-5,4	16,9	4,3	5,7	9,7	-1,1	-3,2	-2,8
1987	4.692	0,3	-0,3	0,0	-4,0	15,9	3,6	3,7	9,9	-1,4	-3,3	-3,8
1988	5.050	0,6	-0,3	0,7	-4,2	16,0	3,9	4,3	10,0	-1,6	-2,3	-2,9
1989	5.439	0,6	0,3	1,0	-3,2	15,6	3,6	3,0	9,1	-2,7	-1,7	-1,0
1990	5.744	0,7	-0,4	-0,9	-3,2	15,1	3,7	6,0	7,2	-1,6	-1,4	-1,2
1991	5.917	0,9	-0,2	-1,1	-4,7	15,0	4,1	3,4	8,9	1,1	0,1	-0,9
1992	6.244	0,8	-0,9	-2,0	-4,9	15,4	4,2	5,1	8,8	0,2	-0,8	-1,7
1993	6.553	0,6	-0,3	-1,9	-4,0	14,3	3,2	3,2	9,1	0,5	-1,3	-1,2
1994	6.936	0,5	-1,0	-0,7	-3,9	13,9	2,5	3,2	9,1	0,0	-2,0	-1,9
1995	7.265	0,1	-0,4	0,0	-2,1	13,5	2,5	1,7	9,4	-0,1	-1,7	-1,9
1996	7.636	0,0	0,0	0,6	-2,4	13,5	2,1	0,4	9,3	-0,5	-1,3	-2,5
1997	8.110	0,0	-0,3	1,8	-1,1	12,8	1,5	0,2	9,2	-1,2	-1,7	-3,1
1998	8.511	0,0	0,2	3,4	0,3	11,5	0,3	-0,7	9,1	-1,0	-2,5	-2,8

Fuentes: OCDE y Reserva Federal de Estados Unidos.

(a) Ahorro bruto: incluye la amortización de capital, el consumo de bienes duraderos y las reservas de pensiones y seguros del gobierno. Es superior, por ello, a la tasa de ahorro que calcula la contabilidad nacional.

(b) Ahorro de la contabilidad nacional: excluye las partidas de la nota (a).

(c) Equivalente a resto del mundo con signo cambiado.

mos años, resulta útil describir, en primer lugar, los cambios producidos en la composición del ahorro financiero neto.

En el cuadro 2 se presentan los distintos componentes del ahorro financiero neto de las familias en 1994 y 1998 en relación con su renta disponible. En dicho cuadro se pone de manifiesto una ligera disminución de los recursos financieros disponibles para la adquisición de activos, propiciada por la reducción de la propensión al ahorro. La disminución relativa del ahorro bruto como fuente financiera ha sido parcialmente compensada por un aumento del endeudamiento (del 6,3 % al 8,5 % de la renta disponible). Por el lado de la utilización de los recursos, en 1998 se observa una menor propensión a la inversión que en 1994, siendo particularmente significativa la reducción del porcentaje de la renta disponible dedicado a la adquisición de activos financieros (del 10,7 % al 7,5 % de la renta disponible). En todo caso, el resultado neto es una caída sustancial del ahorro financiero, desde el 4,4 % al -0,9 % de la renta disponible.

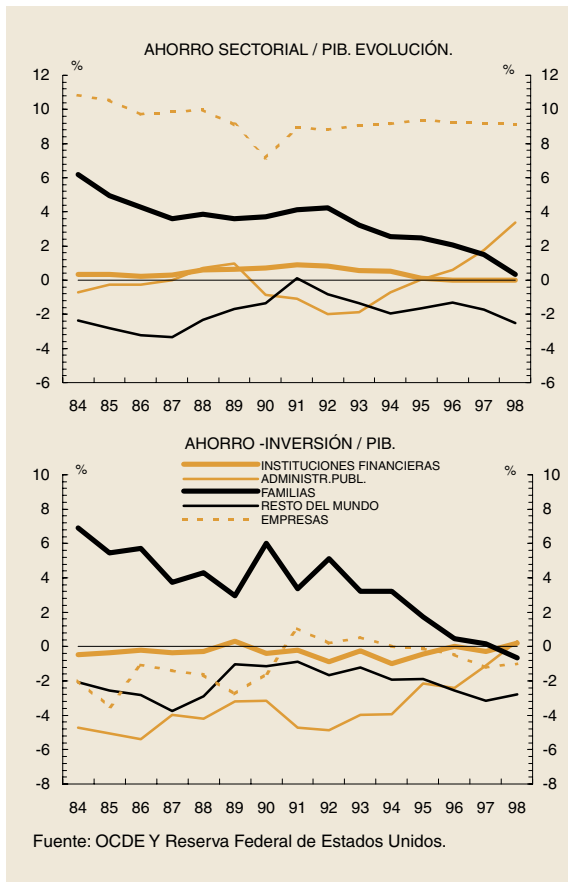
En el cuadro 3 puede observarse la manera en la que los cambios en la cuantía y composición del ahorro se han reflejado en los saldos patrimoniales de la cuenta financiera de las familias. La reducción de la propensión al ahorro

no ha impedido el incremento de su posición neta patrimonial (activos menos pasivos), que de un 496 % de la renta disponible en 1994 pasa a un 610 % en 1998. Este aumento de la posición neta del sector se debe, principalmente, a un aumento de los activos (del 588 % al 714 %), sustancialmente mayor que el producido en los pasivos (de un 92 % a un 104 %).

Con objeto de profundizar en el análisis de la evolución del patrimonio de las familias, resulta conveniente observar los cambios producidos en la composición de la cartera del sector y la medida en la que estos obedecen a adquisiciones netas de los distintos instrumentos o a las variaciones registradas en su valor de mercado. Este análisis resulta particularmente relevante en el caso de los activos de renta variable, habida cuenta de que entre 1994 y 1998 la bolsa de Nueva York se ha revalorizado en un 139,4 %. Tal y como se aprecia en el cuadro 3, el incremento patrimonial registrado entre 1994 y 1998 se debe en su totalidad al aumento de la partida «acciones, participaciones y reservas de seguros», pues los demás componentes del activo disminuyen o aumentan ligeramente en términos relativos. De esta partida, el aumento más significativo es el correspondiente al componente de acciones y participaciones, que pasa de representar un 148 % de la renta a un 215 %.

GRÁFICO 1

Estados Unidos. Ahorro e inversión



CUADRO 2

Familias: usos y recursos financieros (% renta disponible)

	1994	1998
<b>A) Recursos</b>	<b>25,5</b>	<b>24,7</b>
Ahorro bruto	19,2	16,2
Variación neta de pasivos	6,3	8,5
<b>B) Usos</b>	<b>27,9</b>	<b>25,5</b>
Inversión real bruta	17,2	18,0
Variación neta de activos financieros	10,7	7,5
<b>C) Ahorro financiero neto</b>	<b>4,4</b>	<b>-0,9</b>
<b>Discrepancia = A - B</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,8</b>

Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

propensión de los agentes a adquirir, de forma directa, activos de renta variable ha permitido que, a pesar del incremento del endeudamiento, este pueda continuar siendo cubierto, en 1998, con activos relativamente poco arriesgados, tales como depósitos, instrumentos de crédito y reservas de seguros de vida.

El hecho de que el incremento del patrimonio neto de las familias proceda, en su mayor parte, de la revalorización de los activos y que esta se deba, fundamentalmente, al extraordinario incremento de las cotizaciones bursátiles registrado en los últimos años, puede resultar un elemento de preocupación en la medida en que correcciones súbitas en los precios de los activos de renta variable puedan situar a las familias en una situación patrimonial frágil. No obstante, como se observa en el cuadro 3, si los activos poseídos por las familias perdieran súbitamente todo el incremento de valor experimentado entre 1994 y 1998, el patrimonio neto resultante sería aún superior, en términos nominales, al correspondiente a 1994, aunque, en términos de la renta disponible, pasaría a representar un 434 %, frente al 496 % de 1994. Nótese, sin embargo, que esta pérdida de valor, en lo que respecta al mercado de acciones, equivaldría a una corrección bursátil equivalente al 50 % del valor del mercado en la actualidad.

De la estimación del efecto revalorización presentada en el cuadro 3, se desprende que el aumento del activo de las familias producido entre 1994 y 1998 se debe, en sus tres cuartas partes, al incremento de valor de los instrumentos negociables poseídos al comienzo del período. De hecho, de forma coherente con la progresiva reducción en las tasas de ahorro del sector, los activos poseídos en 1998, netos del efecto revalorización, suponen tan solo un 537 % de la renta disponible, frente al 588 % correspondiente a 1994.

Ahora bien, a pesar de que la adquisición neta total de activos ha sido proporcionalmente inferior al incremento producido en la renta disponible, no todos los componentes han evolucionado de la misma manera. Así, resulta significativo que la reducción observada en la propensión de las familias a adquirir activos se concentra en los instrumentos de renta variable. En cambio, se han producido incrementos en las adquisiciones de depósitos y fondos de inversión y de pensiones superiores al aumento registrado en la renta disponible. También es de destacar la estabilidad mostrada por la evolución de la cartera de inmuebles. La menor

Correcciones algo más moderadas, aunque todavía muy pronunciadas, apenas supondrían un quebranto en el patrimonio neto del sector con respecto a la situación de 1994. Así, tal y como pone de manifiesto el cuadro 3, una pérdida de valor equivalente al 50 % del incremento experimentado entre 1994 y 1998 situaría el patrimonio de las familias en un nivel igual al 522 % de la renta disponible de 1998, sensiblemente por encima del nivel correspondiente a 1994. Nótese que esta desvalorización de los

CUADRO 3

**Familias. Saldo de activo y pasivo**  
(mm de dólares y % sobre renta disponible)

	SalDOS				Efecto revalorización	Saldo 1998 neto del efecto revalorización (b)			
	1994		1998			Del 100 % del efecto		Del 50 % del efecto	
	mm	% renta disponible	mm	% renta disponible	mm	mm	% renta disponible	mm	% renta disponible
	1	2	3	4	5	6=3-5	7	8=3-5/2	9
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>29.529</b>	<b>588,3</b>	<b>43.037</b>	<b>714,1</b>	<b>10.654</b>	<b>32.383</b>	<b>537,3</b>	<b>37.710</b>	<b>625,7</b>
<b>A) Financieros</b>	<b>19.213</b>	<b>382,8</b>	<b>30.121</b>	<b>499,8</b>	<b>9.161</b>	<b>20.960</b>	<b>347,8</b>	<b>25.540</b>	<b>423,8</b>
De los que:									
1. Depósitos	3.157	62,9	4.089	67,8	0	4.089	67,8	4.089	67,8
2. Instrumentos de crédito	1.979	39,4	1.739	28,9	-41	1.780	29,5	1.759	29,2
3. Acciones y participaciones	7.413	147,7	12.930	214,5	6.224	6.706	111,3	9.818	162,9
3.1. Acciones empresas	6.361	126,7	10.444	173,3	5.571	4.873	80,9	7.658	127,1
3.2. Acciones de fondos	1.052	21,0	2.486	41,2	653	1.833	30,4	2.159	35,8
4. Reservas seguros y pensiones	5.557	111,1	9.477	157,2	2.639	6.838	113,5	8.157	135,3
4.1. Reservas fondos pensiones	5.057	100,8	8.770	145,5	2.639	6.131	101,7	7.450	123,6
4.2. Reservas seguros vida	520	10,4	707	11,7	0	707	11,7	707	11,7
5 = 3 + 4. Acciones y reservas	12.990	258,8	22.407	371,8	8.863	13.544	224,7	17.975	298,2
<b>B) Inmuebles</b>	<b>10.316</b>	<b>205,5</b>	<b>12.916</b>	<b>214,3</b>	<b>1.493</b>	<b>11.423</b>	<b>189,5</b>	<b>12.169</b>	<b>201,9</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>4.640</b>	<b>92,4</b>	<b>6.250</b>	<b>103,7</b>	<b>0</b>	<b>6.250</b>	<b>103,7</b>	<b>6.250</b>	<b>103,7</b>
Instrumentos de crédito	4.454	88,7	5.958	98,9	0	5.958	98,9	5.958	98,9
NETO:									
<b>TOTAL NETO (ACTIVO - PASIVO)</b>	<b>24.889</b>	<b>495,9</b>	<b>36.787</b>	<b>610,4</b>	<b>10.654</b>	<b>26.133</b>	<b>433,6</b>	<b>31.460</b>	<b>522,0</b>

Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

(a) Calculado por diferencia entre la variación de los saldos (saldo final - saldo inicial) y el volumen de operaciones del período 1994-1998.

(b) Estas columnas expresan cuáles serían los saldos de 1998, eliminando el 100 % de la revalorización (columnas 6 y 7) o el 50 % de la revalorización (columnas 8 y 9) que ha tenido lugar entre 1994 y 1998.

activos financieros implicaría, en el caso de las acciones, un desplome permanente de las cotizaciones superior al 25 %.

De este modo, el desahorro acumulado por las familias no parece, al menos hasta el momento, haber originado una situación de inestabilidad financiera latente susceptible de provocar cambios radicales en las decisiones de los agentes como consecuencia de una posible corrección en las cotizaciones bursátiles o en los tipos de interés. En la medida en que el aumento de los pasivos financieros ha venido respaldado, no solo por la revalorización de los activos de renta variable, sino también por el mantenimiento de una cartera de activos de renta fija relativamente elevada, y una notable estabilidad relativa del mercado y la cartera de activos inmobiliarios, un posible cambio de tendencia en los índices bursátiles no debería impedir una recomposición patrimonial ordenada, a no ser que la corrección de las cotizaciones adquiriera una magnitud y una velocidad sin precedentes. De este modo, aunque una eventual pérdida de valor de las cotizaciones afecta-

ría de modo sensible a la propensión de los agentes a consumir, este efecto no tendría por qué verse exacerbado por la aparición de dificultades objetivas para que el sector privado pudiera hacer frente a sus compromisos financieros.

#### 4. LOS ACTIVOS Y PASIVOS DEL SECTOR EXTERIOR

Como resultado de las decisiones de ahorro y de inversión del conjunto de agentes económicos nacionales y la política de inversión de los agentes localizados en el resto del mundo, Estados Unidos viene registrando, desde principios de los ochenta, saldos negativos en su balanza por cuenta corriente. Como se observa en el cuadro 4, en 1998 el déficit ascendió al 2,8 % del PIB, y se prevé que en 1999 pueda aumentar hasta una cifra cercana al 3,5 %.

Para valorar las consecuencias derivadas de los desequilibrios exteriores sobre el patrimonio de la nación, en el cuadro 5 se han reco-

Sector exterior				
	1995	1996	1997	1998
<b>A) BALANZA POR CUENTA CORRIENTE</b>				
1. Bienes	-173,7	-191,3	-198	-248
2. Servicios	73,8	82,8	87,7	78,9
3. Bienes y servicios	-99,9	-108,5	-110,3	-168,1
4. Rentas de inversión	19,3	14,2	-5,3	-22,5
5. Transferencias	-34,7	-40,5	-39,7	-41,9
<b>6. Total neto</b>	<b>-115,3</b>	<b>-134,8</b>	<b>-155,3</b>	<b>-233,5</b>
<b>B) OPERACIONES FINANCIERAS</b>				
VARIACIÓN NETA DE PASIVO:				
<b>7. Total</b>	<b>446</b>	<b>534</b>	<b>624</b>	<b>511</b>
Activos interbancarios y otros	35	18	59	-25
Bonos del Tesoro	197	312	189	94
Bonos privados	58	84	87	122
Acciones	17	11	64	43
Inversión directa	58	78	93	196
Otros	81	31	132	81
VARIACIÓN NETA DE ACTIVO:				
<b>8. Total</b>	<b>308</b>	<b>340</b>	<b>369</b>	<b>274</b>
Depósitos	35	86	107	42
Bonos	50	56	47	13
Acciones	50	60	41	76
Inversión directa	97	81	122	132
Otros	76	57	52	11
NETO:				
Por diferencia activo – pasivo	-138	-194	-255	-237
Discrepancia con 6	-13	-61	-100	-4

Fuentes: OCDE, Goldman Sachs y Reserva Federal de Estados Unidos.

gido las partidas más significativas del activo y del pasivo de la nación frente al resto del mundo, tal como vienen contabilizadas en las cuentas financieras. Con el fin de tener una perspectiva temporal, se han incluido los activos y pasivos desde el año 1984, último ejercicio en el que Estados Unidos fue prestamista neto al resto del mundo.

Lógicamente, la acumulación de déficit exteriores durante tan largo período ha empeorado, inevitablemente, la posición exterior neta. Así, desde 1986, Estados Unidos ha mantenido una posición crecientemente deudora frente al resto del mundo, de forma que, en 1998, la deuda exterior neta global ascendía a 2,7 billones de dólares, es decir, alrededor de un 33 % del PIB (véase cuadro 5). Este aumento de los pasivos exteriores se ha dejado sentir, a su vez, en la balanza de rentas de inversión, cuyo saldo ha ido disminuyendo a lo largo de todo el período 1981-1998, hasta hacerse deficitario a partir de 1997.

En un contexto de liberalización de los flujos exteriores de capital, resulta complejo extraer

conclusiones sobre la sostenibilidad del endeudamiento exterior del conjunto de la economía. Más adecuado resulta referirse a la capacidad de los distintos sectores receptores del ahorro exterior para hacer frente a sus compromisos con los agentes no residentes y a la naturaleza de los instrumentos en que se han materializado los pasivos frente al resto del mundo.

Los pasivos exteriores de la economía de Estados Unidos, que en 1994 se situaban en un 41 % del PIB, han pasado a representar un 64 % en 1998. Este incremento de los pasivos frente al exterior se ha materializado, fundamentalmente, en la adquisición de bonos y acciones por parte de no residentes, permaneciendo prácticamente constante la partida de créditos en términos del PIB de Estados Unidos.

El importante incremento registrado en la exposición de los inversores extranjeros a instrumentos negociables norteamericanos introduce un elemento de riesgo en la medida en que puedan producirse recomposiciones de las carteras que provoquen una salida de capitales de Estados Unidos. No obstante, en el momen-

CUADRO 5

Sector exterior								
	1984		1994		1997		1998	
	mm	% PIB	mm	% PIB	mm	% PIB	mm	% PIB
SALDOS DE PASIVO								
<b>Total</b>	<b>818</b>	<b>22</b>	<b>2.852</b>	<b>41</b>	<b>4.846</b>	<b>60</b>	<b>5.410</b>	<b>64</b>
Instrumentos líquidos	...	...	501	7	582	7	556	7
Instrumentos negociables	433	11	1.094	16	2.116	26	2.367	28
<i>Públicos</i>	...	...	311	5	540	7	662	8
<i>Privados</i>	...	...	783	11	1.576	19	1.705	20
Créditos a empresas	...	...	122	2	143	2	141	2
Acciones	...	...	398	6	916	11	1.110	11
Inversión directa	...	...	561	8	752	9	948	11
Otros	...	...	126	2	280	3	231	3
PRO MEMORIA:								
PIB nominal	3.777		6.931		8.111		8.511	
SALDOS DE ACTIVO								
<b>Total</b>	<b>885</b>	<b>23</b>	<b>1.705</b>	<b>25</b>	<b>2.503</b>	<b>31</b>	<b>2.667</b>	<b>31</b>
Reservas y otros	...	...	53	1	49	1	60	1
Depósitos	...	...	374	5	619	8	661	8
Instrumentos negociables	253	7	371	5	570	7	592	7
Inversión directa	...	...	752	11	1.024	13	1.156	14
Otros	...	...	155	2	241	3	198	2
POSICIÓN NETA % PIB (ACTIVO – PASIVO)								
	67	1	-1.147	-17	-2.343	-29	-2.743	-33

Fuentes: OCDE y Reserva Federal de Estados Unidos.

to actual resulta improbable que este cambio en la propensión de los inversores internacionales a adquirir activos norteamericanos se modifique súbitamente. Como puede comprarse en el cuadro 5, gran parte del incremento registrado en las tenencias de instrumentos negociables por parte de no residentes corresponde a títulos de deuda pública y privada. De los datos disponibles en las cuentas financieras, se desprende que tanto el sector público como el de empresas financieras y no financieras han mantenido una posición patrimonial muy holgada durante el período, a lo que han contribuido el proceso de consolidación fiscal, en el primer caso, y los elevados excedentes, en el segundo. De este modo, resulta, en principio, poco verosímil que se produzca una revisión significativa a la baja de la calidad crediticia percibida de los emisores norteamericanos que motive una reducción masiva y veloz de las tenencias de bonos por parte de no residentes.

Por lo que respecta a los activos de renta variable en manos del resto del mundo, parece claro que una eventual crisis bursátil podría conllevar una revisión de las carteras internacionales

en perjuicio de las acciones de empresas norteamericanas. No obstante, la magnitud del efecto es incierta, en la medida en que, *caeteris paribus*, la reducción del precio de los activos proporcionaría, por sí misma, un incentivo a la adquisición de títulos de la bolsa norteamericana, y, por otra parte, como pone de manifiesto el cuadro 5, tan solo una quinta parte del incremento de los pasivos exteriores observada entre 1994 y 1998 corresponde a activos de renta variable.

## 5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La continuada reducción de la tasa de ahorro norteamericana en los últimos años y la acumulación de saldos por cuenta corriente deficitarios por la economía norteamericana ponen de manifiesto que el mantenimiento durante un largo período de tiempo de tasas de crecimiento económico elevadas ha exigido un cambio en las pautas de financiación de la nación, que conlleva algunos elementos de vulnerabilidad. Sin embargo, la observación de los flujos anuales de ahorro e inversión no es suficiente para



obtener conclusiones certeras sobre la fragilidad financiera y sus posibles consecuencias sobre la actividad económica. En este sentido, resulta relevante prestar atención a la situación patrimonial de los sectores de la economía norteamericana utilizando las cuentas financieras disponibles, donde se reflejan tanto los procesos de ahorro e inversión como su materialización en activos y pasivos financieros cuyo valor puede cambiar con el tiempo.

Así, de manera aparentemente paradójica, pese a la caída de las tasas de ahorro privado (bruto y neto), el patrimonio neto de las familias se ha incrementado enormemente en el período analizado, como consecuencia, fundamentalmente, de la elevada revalorización de los activos de renta variable en poder de los agentes. Aunque la dependencia del incremento de la posición financiera neta del sector privado de la revalorización bursátil genera dudas sobre la sostenibilidad en el tiempo de las elevadas tasas de consumo, no resulta evidente que ello implique riesgos para la solvencia financiera del sector. Como se ha visto, el incremento registrado en los pasivos no impide que estos puedan continuar siendo respaldados por activos con un valor de mercado relativamente estable. Por otra parte, a pesar del deterioro de las tasas de ahorro y del incremento del endeudamiento, la situación patrimonial parece suficientemente sólida como para soportar correcciones severas en los precios de los activos, sin requerir, en principio, ajustes en las decisiones de gasto distintos de los que pueda ocasionar de modo directo la reducción de la riqueza.

Por lo que respecta a la situación patrimonial de la nación frente al exterior, la acumula-

ción prolongada de déficit exteriores por un período de quince años ha producido un aumento sustancial de los pasivos netos exteriores. Esto, a su vez, ha invertido el signo de la balanza de pagos por rentas de inversión, que de ser tradicionalmente positivo ha pasado a ser crecientemente negativo. Sin embargo, la mayor parte del incremento registrado en los pasivos exteriores se debe a la adquisición de valores negociables —principalmente, de renta fija— emitidos por el sector público y las empresas. Aunque, lógicamente, resulta posible que se produzcan modificaciones en la proporción de activos norteamericanos en las carteras de los inversores internacionales, el estado patrimonial actual de los sectores emisores no parece favorecer la aparición de procesos súbitos de desinversión provocados por una revisión radical de la solvencia percibida de los agentes receptores del ahorro exterior.

Naturalmente, estas conclusiones deben tomarse con la debida cautela. En particular, la situación patrimonial agregada de un sector puede esconder una distribución muy desigual entre sus integrantes. Así, no es posible descartar que, a pesar de que el sector privado estadounidense esté en condiciones de soportar una corrección bursátil severa, y que las instituciones que captan la inversión internacional sean capaces, en su conjunto, de hacer frente a sus compromisos financieros, determinadas perturbaciones en los mercados puedan situar eventualmente a una parte de los agentes en un estado financiero precario, y que esto pudiera tener repercusiones relevantes sobre el conjunto de la economía.

29.11.1999.