

# Los desequilibrios mundiales en la balanza

## ¿Qué revelan los nuevos datos sobre la riqueza externa de las naciones?

Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti

Una planta automotriz estadounidense en China.

LOS DESEQUILIBRIOS de la balanza de pagos y la globalización de los mercados financieros son un tema prioritario para los gobiernos del mundo entero desde hace años. De hecho, observadores del calibre de Alan Greenspan, ex Presidente de la Reserva Federal estadounidense, y Ben Bernanke, actual titular de la institución, opinan que la rápida integración del sistema financiero internacional ha contribuido decisivamente a la persistencia de estos desequilibrios y a su fácil financiamiento. Al mismo tiempo, las economías de mercados emergentes, que suelen ser las que reciben capital extranjero, se han transformado en una fuente importante de capital externo neto y, sobre todo, han

ayudado mucho a financiar colectivamente el voluminoso y creciente déficit en cuenta corriente de Estados Unidos.

¿Por qué preocuparse entonces, si la actual estructura de los desequilibrios no es más que un régimen nuevo, pero sostenible, para la economía mundial? Para responder a esta pregunta hay que decidir cómo medir la integración financiera internacional, calcular qué países son acreedores o deudores netos, y evaluar la magnitud de las tenencias externas acumuladas.

Hacer que esa información salga a la luz no es una tarea fácil. Por ejemplo, pese al importante avance logrado en estos últimos años, hay mucho espacio en blanco en las estadísticas sobre las tenencias de activos y pasivos externos (es decir, la posición de inversión internacional, que forma parte de la balanza de pagos de un país), y la situación empeora si nos remontamos a unos cuantos años. Eso significa que desconocemos la posición externa neta y el tamaño y composición de las carteras externas de un grupo sustancial de países, lo cual dificulta un análisis verdaderamente mundial.

Para soslayar este problema, hemos armado un conjunto de datos con estimaciones de los activos y pasivos externos de más de 140 países durante el período 1970–2004. Si bien hay probabilidades de errores sustanciales cuando se analizan varios países y se dispone de una cantidad limitada de información sobre las tenencias y la circulación transfronteriza de capitales, la amplitud de la cobertura abre una perspectiva mundial provechosa.

### La vulnerabilidad a la luz del día

Obviamente, para evaluar la sostenibilidad externa de un país hay que conocer su exposición financiera frente al resto del mundo; por otra parte, la información sobre el tamaño y la composición de las carteras internacionales es indispensable para comprender las relaciones de dependencia entre países y sus respectivas vulnerabilidades financieras.

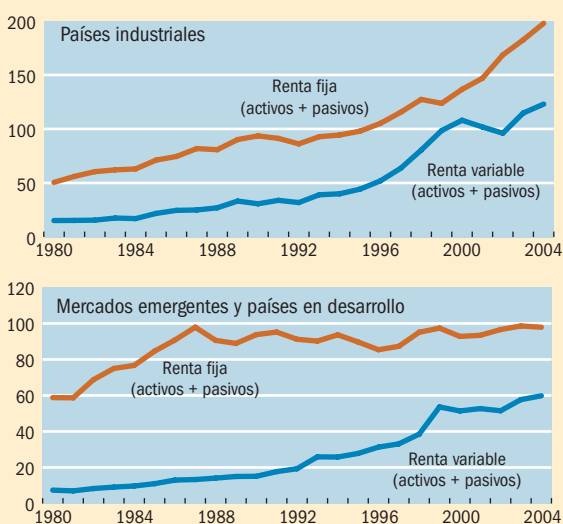
Por ejemplo, un país de mercado emergente que sufre repentinamente una disminución de las entradas de capital, será más vulnerable a la crisis si tiene voluminosos pasivos de deuda denominados en moneda extranjera —ya que el servicio de la deuda se encarece cuando la moneda nacional se deprecia— que

Gráfico 1

### Lazos cada vez más estrechos

La integración financiera internacional se está intensificando a escala mundial, pero sobre todo entre los países industriales.

(suma de los activos y pasivos externos como porcentaje del PIB total del grupo)



Fuente: Lane y Milesi-Ferretti (2006).

si recurrió más bien a la inversión extranjera directa, cuya rentabilidad está vinculada al desempeño de la economía nacional.

De igual manera, la internacionalización de las carteras significa que los shocks que golpean a un país repercuten de inmediato en los extranjeros que le han comprado instrumentos financieros. Es verdad que ese tipo de interdependencia financiera es muestra de una saludable expansión de la distribución internacional del riesgo; pero también implica una mayor repercusión de los sucesos internacionales en el ámbito nacional, y mayores probabilidades de un temblor sistémico si la sacudida es fuerte, lo que exige un monitoreo más estricto por parte de los entes reguladores y demás autoridades.

### Tres tendencias importantes

Este estudio, descrito con más detalle en Lane y Milesi-Ferretti (2006), divide los datos sobre activos y pasivos en categorías generales: inversión de renta variable, inversión extranjera directa, reservas de divisas, y deuda (que incluye títulos de deuda en cartera e instrumentos como préstamos, depósitos y créditos comerciales). La posición externa neta —la diferencia entre el total de activos externos y el total de pasivos externos— indica la posición de un país como acreedor o deudor neto frente al resto del mundo.

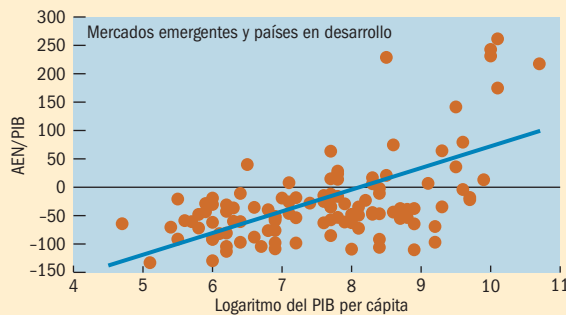
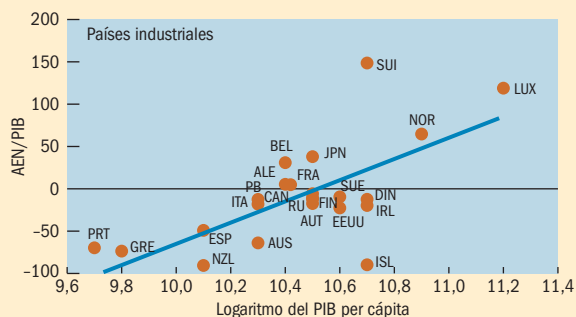
Primero, aunque ocurría ya a principios de los años setenta, **la integración financiera internacional se ha acelerado de manera notable, sobre todo entre las economías avanzadas**, desde mediados de los años noventa (gráfico 1). Dentro de ese grupo, las tenencias transfronterizas de activos han experimentado un sólido aumento en instrumentos de deuda tanto fija como variable (esta última incluye inversión extranjera directa e inversiones de cartera). Los mercados emergentes y las economías en desarrollo también han experimentado un incremento importante de las tenencias transfronterizas de renta variable, pero el saldo global de los instrumentos de deuda (activos, incluidas las reservas oficiales, y pasivos) se ha mantenido relativamente estable desde mediados de los ochenta. No cabe duda de que el refuerzo de los vínculos comerciales, el desman-

Gráfico 3

### Ricos y pobres

Los países más prósperos tienen más probabilidades de ser acreedores que los países menos favorecidos.

Activos externos netos (AEN) y PIB per cápita, 2004



Fuente: Lane y Milesi-Ferretti (2006).

Nota: ALE = Alemania, AUS = Australia, AUT = Austria, BEL = Bélgica, CAN = Canadá, DIN = Dinamarca, EEUU = Estados Unidos, ESP = España, FIN = Finlandia, FRA = Francia, GRE = Grecia, IRL = Irlanda, ISL = Islandia, ITA = Italia, JPN = Japón, LUX = Luxemburgo, NOR = Noruega, NZL = Nueva Zelanda, PB = Países Bajos, PRT = Portugal, RU = Reino Unido, SUE = Suecia, SUI = Suiza.

telamiento de los controles de capital, la profundización de los mercados financieros nacionales, el avance de las telecomunicaciones y una mayor disponibilidad de la información han contribuido a acelerar la integración financiera internacional.

Segundo, **los desequilibrios mundiales se han agudizado drásticamente** en los últimos años. Las economías emergentes de Asia y los países exportadores de petróleo se están convirtiendo en acreedores y Estados Unidos asiste al deterioro de su posición externa neta (gráfico 2). Sin embargo, a pesar de su gigantesco déficit en cuenta corriente, Estados Unidos ha mantenido una posición externa sorprendentemente estable durante estos tres últimos años, un misterio que examinaremos más adelante. ¿Cuáles son los principales acreedores y deudores en relación con el PIB? Aunque los países más ricos suelen ser acreedores, la correlación no está garantizada (gráfico 3). De hecho, más allá del nivel de desarrollo, hay factores que pueden influir en la posición externa de un país, como la demografía, la magnitud de la deuda pública y los recursos naturales.

Tercero, como los activos y pasivos externos suelen superar ahora el 100% del PIB, **las diferencias de rentabilidad entre activos y pasivos externos producen un movimiento considerable de recursos entre países**, un movimiento mucho mayor que el que se registraba con menor integración financiera internacional. Por ejemplo, si los activos y pasivos externos

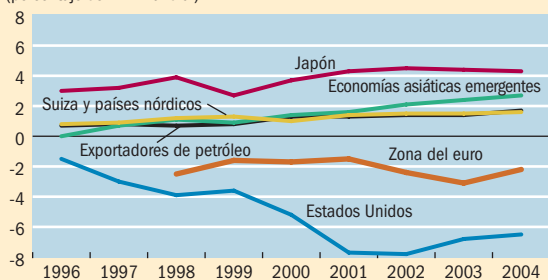
Gráfico 2

### La evolución de los desequilibrios

La posición estadounidense de activos externos netos empeoró drásticamente en 1999-2001, pero se ha estabilizado pese a un déficit en cuenta corriente sin precedentes.

Posición de los activos externos netos de los principales países y regiones deudores y acreedores

(porcentaje del PIB mundial)



Fuente: Lane y Milesi-Ferretti (2006).

representan 100% del PIB, un diferencial de rentabilidad de 2 puntos porcentuales entre activos y pasivos tiene el mismo efecto sobre la posición externa de un país que un superávit o déficit comercial equivalente a un 2% del PIB. Estas diferencias de rentabilidad pueden obedecer a varios motivos, como la moneda de denominación y la estructura de la cartera (la renta variable, por ejemplo, generalmente es más rentable a mediano plazo que la renta fija). Y a nivel más general, las carteras más arriesgadas rendirán en promedio más que las conservadoras.

### La sostenibilidad de la situación estadounidense

Tomemos a Estados Unidos como ejemplo. En promedio, los inversionistas estadounidenses han obtenido mayor rendimiento con activos que con pasivos, sobre todo durante el período 2002–04 (gráfico 4). Ese rendimiento se ha canalizado a través de rentas de inversión —dividendos o pagos en concepto de intereses sobre títulos de deuda— que se registran en la cuenta corriente, y de ganancias y pérdidas de capital producidas por la fluctuación del valor de los activos y pasivos. Estos efectos de valoración, generados por la fluctuación de los precios bursátiles, tasas de interés y tipos de cambio, no figuran en la cuenta corriente, por lo que pueden alterar la posición externa neta aunque el país no tenga ninguna deuda con el extranjero.

Para entender estas diferencias es necesario observar más de cerca la estructura de la cartera de activos y pasivos estadounidenses. A fines de 2004, los activos externos consistían mayormente en renta variable e inversión extranjera directa, y del lado del pasivo predominaban los instrumentos de deuda (gráfico 5). Dado el papel central del dólar como moneda de reserva mundial y la importancia del mercado estadounidense de bonos, es natural que la inversión en renta fija ocupe un porcentaje importante (y creciente) dentro de los pasivos. El predominio de la renta variable en la cartera de activos y de la renta fija en la cartera de pasivos es uno de los factores que explican el diferencial de rendimiento positivo entre los activos y pasivos estadounidenses.

Pero la fluctuación de los tipos de cambio y de los precios de los activos en 2002–04 también tuvo una gran influencia. Los pasivos estadounidenses estaban denominados casi en su totalidad en dólares, mientras que una parte sustancial de los activos

(inversión extranjera directa, inversión en renta variable, parte de la inversión en renta fija y reservas de divisas) estaba denominada en moneda extranjera y en manos de inversionistas de Europa y otras economías avanzadas. La considerable caída del dólar en 2002–04 incrementó el rendimiento de los activos externos de Estados Unidos a través de la vertiente de la valoración, y a ese efecto se ha sumado la variación de los precios relativos de las participaciones de capital, que han experimentado un alza más brusca fuera de Estados Unidos. Pero también hay que considerar, en promedio, los inversionistas estadounidenses obtienen un rendimiento mayor en ciertas categorías de activos, como la inversión extranjera directa.

Esto explica por qué la posición externa de Estados Unidos no empeoró sustancialmente en 2002–04 pese a un endeudamiento externo neto de enorme envergadura. Desde la perspectiva del dólar, la fluctuación de los tipos de cambio y de los precios de los activos incrementó el valor de las tenencias estadounidenses de activos en el extranjero, mientras que del lado del euro, la caída del dólar acarrió fuertes pérdidas de capital para los tenedores de instrumentos de deuda denominados en dólares.

Sería natural pensar que la recuperación del dólar durante 2005 significa que Estados Unidos sufrirá una pérdida de capital por el juego de divisas. Pero es una conclusión apresurada. A juzgar por los datos recopilados hasta el momento —y no olvidemos que se trata de estadísticas incompletas—, esa pérdida quedó ampliamente compensada por el desempeño de la renta variable en el resto del mundo (incluidos Europa, Japón y las economías emergentes asiáticas), que superó al de Estados Unidos. Desde el punto de vista del capital externo neto, 2005 será el cuarto año consecutivo de ganancias sustanciales para la economía estadounidense. En 2005 el índice de Morgan Stanley Capital International Inc. de datos bursátiles del mundo entero subió un 12% medido en dólares si se excluye a Estados Unidos, en comparación con el alza del 4% del índice S&P 500.

Pero ¿cuánto tiempo puede durar un diferencial importante entre el rendimiento de los activos y los pasivos estadounidenses para que el país pueda mantener un déficit comercial pesado sin que se venga abajo su posición externa? Aunque es muy posible que persista cierto diferencial positivo de rendimiento y que su importancia vaya en aumento mientras haya más integración financiera, no tiene lógica pensar que se puedan mantener durante un período prolongado diferenciales de la magnitud registrada en estos últimos tres o cuatro años: el dólar probablemente tendría que sufrir una depreciación persistente, que terminaría reflejada en las expectativas inflacionarias y en los diferenciales de las tasas de interés. Ese aumento de las tasas de interés, sumado a una caída mundial de los valores bursátiles, produciría un vuelco en el diferencial de rendimiento y un deterioro sustancial de la posición externa estadounidense. En resumidas cuentas, la corrección de los desequilibrios externos exigirá en algún momento una corrección sustancial del déficit comercial de Estados Unidos.

### Oportunidades y riesgos para los mercados emergentes

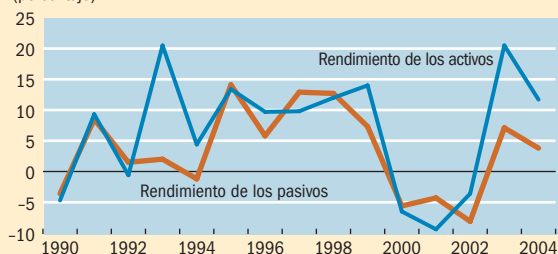
Es bien sabido que esos mismos “efectos de valoración” que contribuyen a estabilizar la posición externa de Estados Unidos

Gráfico 4

#### Mejor rentabilidad

Los inversionistas estadounidenses han ganado más con los activos externos en su poder que los extranjeros que han invertido en Estados Unidos.

Estados Unidos: Tasas de rendimiento real de los activos y pasivos externos (porcentaje)



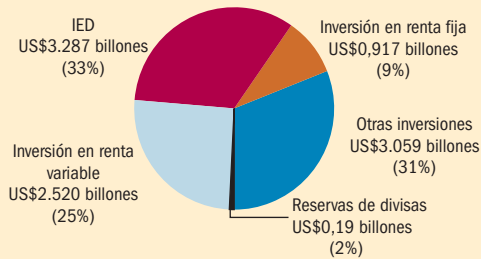
Fuente: Lane y Milesi-Ferretti (2005b).

Gráfico 5

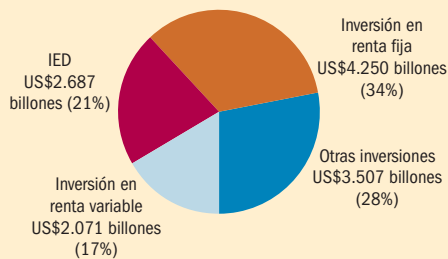
### Cartera de inversiones

Los inversionistas estadounidenses se concentraron en la inversión extranjera directa (IED) y la renta variable, en tanto que los extranjeros absorbieron masivamente títulos de deuda de EE.UU.

Composición de los activos externos de EE.UU., 2004



Composición de los pasivos externos de EE.UU., 2004



Fuentes: Oficina de Análisis Económico, y Lane y Milesi-Ferretti (2006).

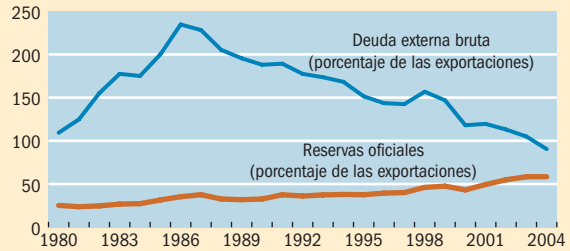
han hecho estragos en la balanza de pagos de los países de mercados emergentes. De hecho, una depreciación cambiaria sorpresiva tiene efectos contradictorios para una economía de mercado emergente típica: aunque la balanza comercial termina mejorando, el saldo de los activos externos netos puede deteriorarse si el país es un deudor neto con tenencias de instrumentos denominados en moneda extranjera. Este conflicto entre la vertiente del comercio y la vertiente de la valoración explica en parte la inquietud de las economías de mercados emergentes frente a la volatilidad del tipo de cambio y la dificultad de fijar políticas cambiarias adecuadas, sobre todo en época de crisis. Asimismo, pone de manifiesto la importancia de promover mercados de deuda en moneda local, estimular la inversión extranjera directa y de renta variable para distribuir mejor el riesgo, y recurrir a otros instrumentos financieros, como los bonos indexados según el PIB, cuyo rendimiento depende del desempeño de la economía nacional.

El marcado aumento de las tenencias transfronterizas de inversión directa y de renta variable y la constante fluidez de los préstamos y empréstitos internacionales podrían considerarse como paliativos de la vulnerabilidad de los mercados emergentes ante los shocks externos. Los pasivos por inversión de renta variable (incluida la inversión extranjera directa) representan ahora alrededor de la mitad del total de pasivos externos de los mercados emergentes y los países en desarrollo en conjunto. Además, varios mercados emergentes han recortado drásticamente sus pasivos externos o incluso se han convertido en acreedores netos gracias a fuertes superávits en cuenta corriente y a la acumulación de reservas (gráfico 6), lo cual obviamente

Gráfico 6

### Mejor amortiguación

Los mercados emergentes y los países en desarrollo han acumulado constantemente reservas oficiales y al mismo tiempo han recortado la deuda externa.



Fuente: Lane y Milesi-Ferretti (2006).

alivia el riesgo de crisis financieras. Otros, como la mayoría de los países de Europa central y oriental, han acumulado rápidamente un volumen sustancial de pasivos externos netos; pero, como se han concentrado en la renta fija, el riesgo está mejor distribuido.

Con todo, la intensificación de la integración financiera internacional naturalmente deja a las economías más expuestas a los shocks financieros externos. Eso significa que habrá que observar de cerca las vulnerabilidades de los balances, sobre todo en los países en desarrollo con sistemas financieros menos avanzados. ■

*Philip R. Lane es profesor de Macroeconomía Internacional y Director del Instituto de Estudios sobre Integración Internacional de Trinity College en Dublín. Gian Maria Milesi-Ferretti es Jefe de División en el Departamento de Estudios del FMI.*

#### Referencias:

- Borensztein, Eduardo, y Paolo Mauro, 2002, "Reviving the Case for GDP-Indexed Bonds", *IMF Policy Discussion Paper 02/10* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Fondo Monetario Internacional, 2005, "Globalización y desequilibrios con el exterior", *Perspectivas de la economía mundial, capítulo III, abril* (Washington).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, y Hélène Rey, 2005, "International Financial Adjustment", *NBER Working Paper 11155* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Lane, Philip R., y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2001, "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries", *Journal of International Economics*, vol. 55, págs. 263-94.
- , 2005a, "Financial Globalization and Exchange Rates", *IMF Working Paper 05/03* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2005b, "A Global Perspective on External Positions", *IMF Working Paper 05/161* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- , 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities", *IMF Working Paper, de próxima publicación* (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Tille, Cédric, 2003, "The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt", *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 9, No. 1 (Nueva York: Banco de la Reserva Federal de Nueva York).