

Cambio de suerte

Gian Maria Milesi-Ferretti

LA CRISIS financiera en curso ha causado una variación radical del tipo de cambio y el precio de los activos en todo el mundo. Las bolsas perdieron un 40% o más de su valor, tanto en economías avanzadas como emergentes. El diferencial de interés de los bonos empresariales y soberanos se amplió notablemente. El tipo de cambio registró gran volatilidad: las monedas de casi todas las economías emergentes y algunas avanzadas (como el Reino Unido) sufrieron profundas caídas, mientras que el yen se apreció de forma marcada. Además de su efecto sobre la actividad macroeconómica, estos cambios afectaron seriamente los activos y la deuda externa de los principales países acreedores y deudores.

Véase el ejemplo del mayor deudor mundial, Estados Unidos. ¿Cómo afectó la crisis su posición frente al mundo? Las estimaciones preliminares indican que en 2008 su posición externa (diferencia entre los derechos financieros de los residentes de Estados Unidos en el resto del mundo y los del resto del mundo en Estados Unidos) registró el peor deterioro de la historia: más de US\$2 billones. Esto ocurrió pese a la gran caída del valor de mercado de la riqueza estadounidense, que causó pérdidas a los tenedores extranjeros de activos en el país y superó con creces el endeudamiento neto del país (déficit en cuenta corriente) que fue de “apenas” unos US\$650.000 millones. De igual modo, la variación del precio de los activos y del tipo de cambio afectó seriamente la posición externa neta de los países que en 2008 tuvieron grandes superávits en cuenta corriente, como China, Japón y los exportadores de petróleo.

En este artículo se analiza el efecto de la crisis actual sobre la posición externa neta de países deudores y acreedores, y sus posibles consecuencias. Primero se explica cómo se mide la posición externa neta de un país, luego se trata en detalle la cambiante posición de Estados Unidos y de los países acreedores, y por último se presentan ideas sobre cómo estos y otros

hechos relacionados podrían afectar la corrección de los desequilibrios mundiales.

Medición de la posición externa neta

La inquietud por los persistentes “desequilibrios mundiales” —o sea, el gran déficit en cuenta corriente y el consiguiente endeudamiento externo de países como Estados Unidos, y el gran superávit en cuenta corriente y cuantioso crédito al exterior de países como China y los mayores exportadores de petróleo— es bastante simple de explicar. Tómese un país con déficit. Con el tiempo, acumulará un gran pasivo externo que es necesario pagar (y para lo cual se requiere un superávit comercial). Su capacidad de atraer capital externo también puede mermar con el deterioro de su posición externa, depreciando el tipo de cambio y elevando el costo de su deuda externa.

El riesgo de los grandes pasivos externos sin duda depende del contexto internacional. En épocas de creciente integración financiera internacional, los residentes de un país aumentan la porción de su riqueza invertida en el exterior, facilitando las operaciones de crédito internacional. En tiempos de turbulencia financiera, de la cual esta crisis es un caso extremo, el riesgo de recurrir en gran medida al crédito externo puede acrecentarse drásticamente, como lo demuestran claramente los casos de Hungría y Letonia.

Para medir la posición externa neta de un país, los economistas en general se fijan en la posición de inversión internacional neta (PIIN, o diferencia entre los derechos financieros de los residentes de un país en el resto del mundo y los del resto del mundo ante los residentes de un país). La PIIN puede variar por dos razones: el endeudamiento o crédito externo neto (contracara del déficit o superávit en cuenta corriente) y el cambio de valor de los activos y pasivos de un país al variar el tipo de cambio y el precio de los activos. Por ejemplo, si China detenta un gran volumen de bonos del Tesoro de Estados Unidos y su valor sube con la caída de la tasa de

Golpeados por la crisis financiera, los países prestamistas y prestatarios registran cambios radicales en las cuentas externas

interés de este país, la PIIN china mejorará. A la inversa, la apreciación del renminbi ante el dólar de EE.UU. tenderá a reducir el valor en renminbi de los activos chinos en dólares y empeorará la PIIN. La PIIN no debería confundirse con la riqueza total del país: por ejemplo, si crece la productividad de las empresas nacionales, subirá su valor de mercado y por ende la riqueza nacional. Sin embargo, si algunas acciones de las empresas pertenecen a extranjeros, es muy posible que la PIIN se deteriore, porque parte del beneficio irá a manos extranjeras.

Evolución en Estados Unidos

Entonces, ¿por qué la PIIN se deterioró tanto y qué consecuencias tendrá? Para entender esta evolución, es útil describir la posición de Estados Unidos a fines de 2007, que era negativa por US\$2,2 billones (gráfico 1). Sus activos externos se caracterizaban por una abundante inversión de cartera e inversión extranjera directa (IED), mientras que su pasivo externo se componía mayormente de títulos de deuda (como bonos del tesoro y de empresas). La posición de capital neta (la suma de los activos de cartera y de IED menos el total de pasivos de cartera e IED) era positiva, de unos US\$3 billones, y el saldo de deuda neta era negativo, de más de US\$5 billones. En cuanto a la composición por monedas, los activos externos del país se denominan mayormente en moneda extranjera mientras que sus pasivos se denominan casi totalmente en dólares de EE.UU.

En 2008, tras años de fuertes aumentos, la valoración bursátil se desplomó en todo el mundo, golpeada por la crisis financiera. Dado que Estados Unidos tiene una posición mucho más “larga” que el resto del mundo en renta variable, ello provocó graves pérdidas netas de capital para sus residentes. Estas pérdidas se agravaron porque la caída de las bolsas fue mayor fuera de Estados Unidos, lo que también reflejó una cierta apreciación del dólar. En definitiva, es probable que las bajas del precio de las acciones le hayan costado unos US\$1,3 billones a la posición de cartera. Además, el valor en dólares de su IED en el exterior sufrió por la apreciación de su moneda, lo que comportó un mayor deterioro de su posición neta en renta variable.

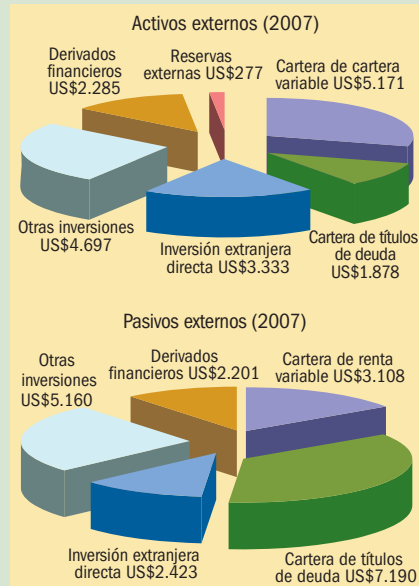
Aunque la crisis financiera mundial se inició en un sector del mercado de títulos de deuda de Estados Unidos y causó gran-

Gráfico 1

Valor neto negativo

A fines de 2007, la posición neta de cartera de Estados Unidos era positiva (US\$3 billones), pero el saldo neto de deuda fue negativo (más de US\$5 billones).

(Miles de millones de dólares de EE.UU.)



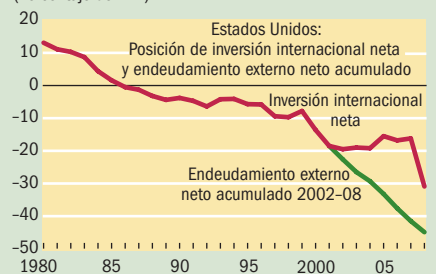
Fuente: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos.

Gráfico 2

Se invierte la tendencia

En 2008 se revirtieron las ganancias netas de capital de Estados Unidos registradas entre 2002 y 2007.

(Porcentaje del PIB)



Fuentes: Oficina de Análisis Económico de Estados Unidos y estimaciones del autor.

des cambios de precio de los bonos, es probable que el efecto neto de estas variaciones sobre su saldo de deuda sea leve. A fines de 2007, los extranjeros detentaban gran cantidad de bonos y letras del Tesoro de Estados Unidos (US\$2,4 billones), títulos de organismos autorizados (US\$1,6 billones) y bonos empresariales (US\$2,8 billones). Los bonos públicos se valorizaron con la caída de la tasa de interés, mientras que los empresariales (que incluyen títulos privados con respaldo hipotecario) perdieron valor. Es probable que la pérdida neta de los bonos empresariales haya superado los aumentos de los bonos públicos.

Sin embargo, al mismo tiempo, los residentes estadounidenses sufrieron pérdidas en sus carteras de bonos extranjeros por varias razones: la disminución del precio de los bonos de mercados emergentes denominados en dólares; el efecto de la apreciación del dólar sobre el valor de los bonos emitidos en moneda local y adquiridos por estadounidenses; la baja cotización de los bonos empresariales en Europa, y la pérdida de valor de los títulos respaldados por activos (bonos emitidos por entidades de Islas Caimán pero respaldados por hipotecas estadounidenses y comprados por residentes estadounidenses). Es muy posible que la pérdida neta de valor incurrida por los estadounidenses respecto de estos instrumentos supere a la incurrida por residentes extranjeros con los bonos estadounidenses.

En definitiva, es probable que la pérdida neta de la cartera externa de Estados Unidos alcance unos US\$1,5 billones, y sería aun mayor si la IED se estimara a valor de mercado. Esta gran cifra vuelve a mostrar cómo, dada la naturaleza internacional de la tenencia de instrumentos financieros hoy en día, la variación de su valor

puede superar el efecto del préstamo o endeudamiento neto. También ilustra el peligro de extrapolar una rentabilidad sistemáticamente superior a la media como alternativa al ajuste en cuenta corriente: como se observa en el gráfico 2, de 2002 a 2007 Estados Unidos registró enormes plusvalías que le permitieron mantener una PIIN generalmente estable pese a su gran dependencia del crédito externo. Estas plusvalías provinieron de los altísimos retornos de las carteras de renta variable extranjera de los inversionistas estadounidenses, que se valorizaron mucho más rápido que las acciones estadounidenses en

manos de extranjeros, y de la sensible depreciación del dólar de EE.UU., que aumentó el valor en dicha moneda de las tenencias estadounidenses de moneda extranjera. Ambas tendencias se invirtieron en 2008.

Evolución en los países acreedores

¿Qué países registraron los correspondientes incrementos netos sobre su posición externa neta en 2008? Y más en general, ¿cuál fue la repercusión de la drástica variación de los tipos de cambio y del precio de los activos sobre las carteras mundiales de activos y pasivos? En primer lugar, la caída mundial de las acciones redujo notablemente el valor de mercado de la riqueza financiera en casi todos los países, un shock agravado en algunos casos por el valor decreciente de los inmuebles residenciales y comerciales. Los países donde las acciones nacionales en poder de extranjeros superan marcadamente los títulos extranjeros que figuran en las carteras de sus residentes (la mayoría de los mercados emergentes y la zona del euro) registraron ganancias netas de capital en su posición externa aun cuando su riqueza agregada mermó. Mi estimación preliminar indica que la mejora de la posición externa neta derivada del cambio de precio de los títulos de renta variable podría rondar US\$1 billón para la zona del euro y US\$200.000 millones para varios mercados emergentes grandes, como Brasil, China, Corea, India y Rusia.

A más grandes rasgos, ¿cómo afectó la variación del precio de los activos y el tipo de cambio la posición externa de los grandes acreedores: China, Japón y los exportadores de petróleo? En 2008, todos ellos tuvieron grandes superávits en cuenta corriente que, *ceteris paribus*, mejoraron aún más su PIIN. Pero está claro que la variación de los tipos de cambio y el precio de los activos también tuvo un efecto destacado. En concreto:

- A valor de mercado, es probable que China obtuviera una importante plusvalía sobre su cartera de bonos del Tesoro de Estados Unidos y de otros organismos autorizados, cuyo valor subió por la caída del tipo de interés en este último país. Este aumento neto debería sumarse al de la posición en renta variable mencionada (los extranjeros tienen más acciones de empresas chinas —inclusive certificados americanos de acciones extranjeras— que los residentes chinos acciones extranjeras). Por otro lado, la apreciación del renminbi ante el dólar de EE.UU. y otras monedas elevó el valor en dólares de la IED en China. En definitiva, es probable que la ganancia de capital sea positiva, por lo que es posible que a valor de mercado la PIIN china haya mejorado más de lo que indicaría el superávit en cuenta corriente.

- En cambio, es probable que Japón haya registrado una pérdida neta de capital sobre su PIIN, que posiblemente se haya deteriorado a pesar del superávit en cuenta corriente. La principal razón es el tipo de cambio: en 2008 el yen tuvo una fuerte valorización (más de un 30% en términos efectivos reales) y, dado que los activos externos japoneses se denominan principalmente en monedas extranjeras y su pasivo en moneda local, el valor en yenes de los activos se redujo frente al pasivo.

- Para los países exportadores de petróleo, calcular el efecto de la variación del precio de los activos sobre el valor de sus activos externos es una tarea abrumadora en vista de la poca información disponible sobre el monto y composición de sus activos.

Es probable que sus activos externos registren cierta baja dada la caída mundial de la cotización de las acciones, pero no es posible precisar la medida de esta disminución (véase en Setser y Ziemba (2009) una estimación de la pérdida de riqueza soberana en los países del Consejo de Cooperación del Golfo).

Efecto sobre los desequilibrios mundiales

¿Cómo se vinculan en forma más general estos acontecimientos y la crisis económica y financiera en curso con la posibilidad de resolución de los desequilibrios mundiales? Si bien este tema no puede tratarse debidamente en pocos párrafos, he aquí algunas ideas generales:

- El proceso de ajuste externo estaba en curso, al menos en forma parcial, mucho antes de la crisis: salvo la importación de petróleo, afectada por el precio récord de los hidrocarburos, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos estaba en baja desde fines de 2005, ayudado por un marcado debilitamiento del dólar desde su máximo de 2002.

- Con reservas de capital muy disminuidas, el cuantioso saldo de la deuda estadounidense ahora luce más vulnerable, lo que subraya la importancia de una mayor reducción del déficit en cuenta corriente.

- Las proyecciones de *Perspectivas de la economía mundial* del FMI indican que dicha reducción tendrá lugar, favorecida por la marcada caída del precio del petróleo, que en 2009 podría contraer el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos en US\$150.000 millones o más, así como por la fortísima caída de la demanda.

- En forma más general, el volumen del comercio internacional se está desplomando junto con el gran descenso mundial de la producción y la demanda, y la evolución del saldo comercial y en cuenta corriente de Estados Unidos y los demás países dependerá de la relativa gravedad y duración de la desaceleración en cada país frente a sus socios comerciales, sobre lo que sin duda hay gran incertidumbre.

En cuanto a las principales regiones y países acreedores:

- Entre los países exportadores de petróleo, la caída del valor de los activos externos se agrava por la gran reducción de los ingresos del petróleo: en efecto, su superávit en cuenta corriente de US\$600.000 millones puede desaparecer totalmente en 2009.

- En Japón, la contracción del precio de las materias primas amortiguaría en general la reducción del superávit en cuenta corriente impulsado por la considerable apreciación del yen y la caída de la demanda externa.

- En China, cuya cuenta externa se beneficiará del menor precio de las materias primas, sería esencial dar un impulso considerable a la demanda interna para contrarrestar el riesgo de una grave desaceleración y contribuir a restaurar el equilibrio externo. ■

Gian Maria Milesi-Ferretti es Director Adjunto del Departamento de Estudios del FMI.

Referencia:

Setser, Brad, y Rachel Ziemba, 2009, "GCC Sovereign Wealth Funds: Reversals of Fortune", Council on Foreign Relations Working Paper (Washington); véase www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS_WorkingPaper_5.pdf.