

Crisis financiera en Estados Unidos: El lado de los flujos financieros

Por Leonardo Perichinsky

La presente nota analiza lo que sucedió con los flujos financieros entre Estados Unidos y el resto del mundo, a partir de los datos del cierre 2008 de su Balanza de Pagos. La fuerte repatriación de capitales financieros norteamericanos, por ahora, más que compensó el abrupto corte del financiamiento externo a Estados Unidos, y se explica más por una necesidad de liquidez que por un “vuelo a la calidad”.

Presentación

Como hemos planteado en una nota anterior de esta revista,¹ desde fines de los 80, Estados Unidos muestra una posición crecientemente deudora con el resto del mundo, que se profundizó durante el período 2003-2007. En esos cinco años los residentes del resto del mundo duplicaron sus tenencias de activos norteamericanos. El ingreso de capitales fue del orden de los 10 billones de dólares (10 millones de millones de dólares) que permitió financiar esta última expansión, y su contracara fue un sistemático y creciente déficit en su cuenta corriente con el resto del mundo (básicamente, déficit de balanza comercial). Estados Unidos mantuvo un déficit de cuenta corriente que promedió los 180.000 mil millones de dólares trimestrales, durante este período. Si bien también fue creciente el nivel de inversión financiera de los norteamericanos en el resto del mundo, su expansión fue menor que el ingreso de capitales de extranjeros a Estados Unidos.

Con este esquema, Estados Unidos pasó de ser el principal acreedor neto del mundo (hasta fines de los años 80) a convertirse en el principal deudor neto. Su posición deudora neta a fines de 2007 ascendía a 2,5 billones de dólares.

Durante el último año y medio, a partir de los crecientes problemas en la cadena de pagos del sistema financiero norteamericano, que culminó con un colapso financiero y bursátil,² la dinámica de la relación financiera entre Estados Unidos y el resto del mundo cambió abruptamente.

Utilizando como información de base la Balanza de Pagos de Estados Unidos, con el cierre provisorio del 2008, la presente nota analiza la relación de este país con el resto del mundo, desde el punto de vista de los flujos financieros, haciendo hincapié en los importantes cambios que se produjeron a partir del segundo trimestre de 2007, donde situamos el punto culmine de la fase expansiva anterior.³

Fue notable cómo se frenó primero y se contrajo después el ingreso de capitales financieros a Estados Unidos desde el resto del mundo, a la vez que la salida de capitales de Estados Unidos por parte de sus residentes se convirtió en una impresionante repatriación hacia su país, la cual más que compensó la ausencia de

1) Ver “Crisis financiera internacional. El lado oscuro de los fundamentos”, Leonardo Perichinsky, Revista “Entrelíneas de la política económica” N°14, CIEPYC, octubre 2008.

2) Ver Entrelíneas de la Política Económica, N° 7, “El eterno retorno de las crisis financieras... O cómo frenarlas”, por Frédéric Lordon

3) Ver Balanza de Pagos 2008 en Bureau of Economic Analysis (www.bea.gov)

inversión financiera extranjera.

A partir de este proceso, y en el marco de un fenomenal colapso de su sistema financiero, fuerte deflación de activos financieros privados, y con tasas de interés en los mínimos, el dólar se apreció contra el resto de las principales monedas mundiales. Es más, de no mediar la implementación de acuerdos de intercambios recíprocos de la FED con los principales bancos centrales europeos y Japón, la apreciación del dólar hubiese sido mayor todavía.

Si se observa la evolución del saldo de la cuenta corriente de Estados Unidos con el resto del mundo se pueden sacar conclusiones engañosas. El déficit de cuenta corriente de los Estados Unidos cayó de 180 mil millones de dólares en el tercer trimestre 2008 a 130 mil en el cuarto, lo cual podría suponer que dada la crisis financiera, colapso bursátil, etc. se produjo una salida de capitales financieros que exigió un ajuste en la relación comercial con el exterior, por el menor financiamiento externo.

Sin embargo, el ingreso neto de capitales privados fue récord durante los últimos dos trimestres de 2008, y superó ampliamente el promedio de la fase expansiva. A su vez, tal como demuestran los swaps acordados por Estados Unidos, la FED sigue manteniendo su capacidad de emitir divisa, al menos en Europa y Japón, más allá de que las condiciones han cambiado radicalmente.

En lo que sigue, analizamos con mayor detenimiento lo que sucedió con los flujos financieros en Estados Unidos, durante el desarrollo de la última burbuja financiera.

La dinámica de los flujos financieros 2001-2008

A grandes rasgos, la relación de flujos financieros entre Estados Unidos y el resto de mundo se comportó de la siguiente manera durante el período 2001-2008:

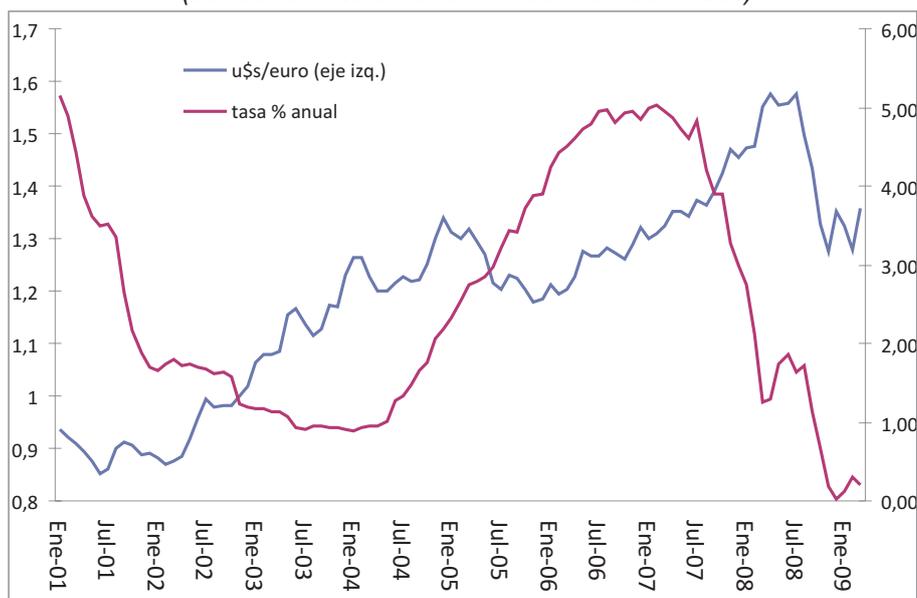
1. El ingreso de capitales financieros a Estados Unidos fue provisto enteramente por residentes del resto del mundo, y fue tendencialmente creciente desde el mínimo alcanzado en el tercer trimestre de 2001. El punto máximo se alcanza en el segundo trimestre de 2007 con un ingreso neto cercano a los 700 mil millones de dólares. A partir de ese momento, se produce una importante caída en el nivel de ingreso de capitales (cayó a la séptima parte en el trimestre siguiente), aunque de todas formas siguió siendo positivo hasta el primer trimestre de 2008. A partir del segundo trimestre de 2008 se verifica una salida neta de capitales financieros de Estados Unidos por parte de los no residentes.
2. Hasta el segundo trimestre de 2007 también fue creciente la salida de capitales por parte de los residentes de Estados Unidos hacia el exterior. Desciende abruptamente hacia fines de 2007, y a partir de mediados de 2008 se convierte en una significativa repatriación de capitales.
3. El dólar, que venía mostrando una tendencia a la depreciación a lo largo de todo el proceso (fue de 0,9 dólares por euro, a principios de 2002, a casi 1,6 a mediados de 2008) cambió su tendencia y comenzó a apreciarse a partir de los cambios en los flujos de capitales de mediados de 2008. Luego de la implementación de swaps alcanza un techo, y comienza a depreciarse

levemente.

4. Por su parte, las tasas de interés de las letras del tesoro norteamericano de corto plazo tienden a cero en la actualidad, luego de haber alcanzado un máximo, superior al 5% anual, a principios de 2007. Estas letras son las que la Reserva Federal le compra al Tesoro Norteamericano para realizar “el rescate” del sistema bancario. Es decir, son los títulos públicos que le otorga a los bancos a cambio de sus papeles incobrables.

5. En los últimos meses la base monetaria de la FED se ha duplicado, creció de 840 mil millones de dólares en agosto de 2008 a 1.700 a fin de año.⁴ Este mecanismo generó que en la actualidad la mitad del stock de dólares que tiene en su pasivo la FED, tenga como contrapartida en el activo, en vez de bonos del tesoro norteamericano como era hasta ahora (y oro, como fue hasta el quiebre de Bretton Woods), activos financieros incobrables de los bancos.⁵

Gráfico N° 1
Evolución de la relación dólar/euro y de la tasa de interés
(Letras del tesoro norteamericano a tres meses)



Fuente: CIEPYC en base a BEA y Reserva Federal

A continuación analizamos con mayor detenimiento esta relación entre flujos financieros.⁶ Para ello, construimos el siguiente gráfico N°2, donde se puede apreciar el comportamiento de la relación financiera de Estados Unidos con el resto del mundo. Planteamos cuatro series: las dos primeras muestran la compra de activos externos por parte de residentes norteamericanos. “USA total” es la compra total de activos externos tanto públicos como privados. “USA priv” es el comportamiento financiero de los residentes norteamericanos en relación con sus tenencias de activos privados externos, en el resto del mundo. Las otras dos series se refieren, al comportamiento de los no residentes en relación con los activos financieros privados norteamericanos (“mundo

4) Prácticamente, la totalidad del incremento se explica por incremento en las reservas de los bancos en la FED, que a partir de noviembre pagan interés, como las reservas exigidas. Es decir, el circulante prácticamente no aumentó. En la actualidad asciende a 1.640 billones de dólares (millones de millones de dólares).

5) Si bien este análisis es motivo de una próxima investigación, surge dos conclusiones preliminares. Una, la mayor fragilidad del dólar, debido al traspaso de los activos incobrables de los bancos a la FED. Dos, la dificultad de este mecanismo de “esterilización” (pago de intereses sobre exceso de reservas) para recrear el mercado interbancario de préstamos.

5) No incluyen Inversión Extranjera Directa.

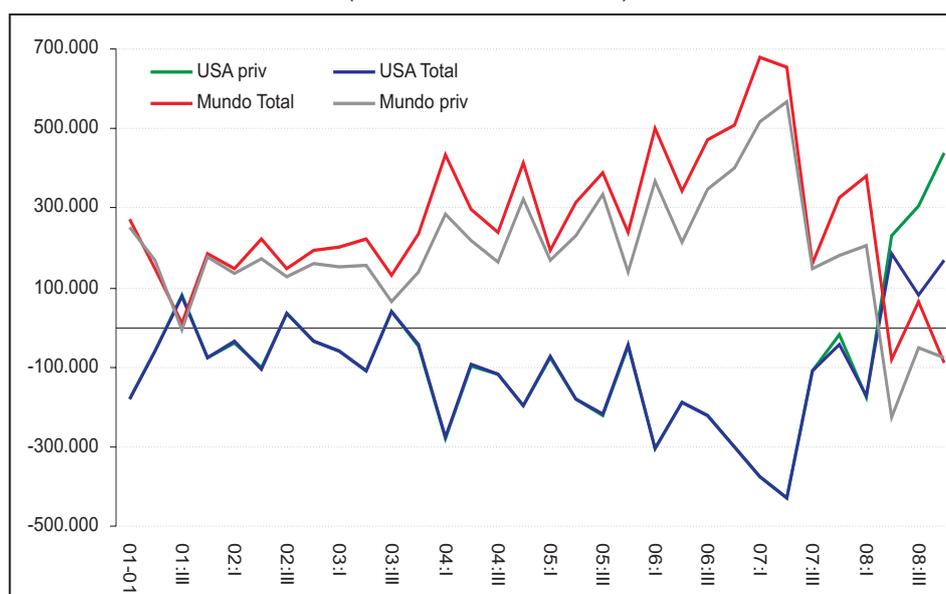
6) Si es negativo es compra afuera (salida de capitales desde USA) y si es positivo es venta de activos externos y reingreso o reflujo de capitales a USA.

priv”) y con el total de activos (“mundo total”). La brecha entre ambas series muestra la dinámica de los activos financieros oficiales en Estados Unidos.

En primer lugar, se destaca que, más allá de que la compra de activos públicos norteamericanos por parte del resto del mundo fue considerable, el principal destino del ingreso de capitales financieros externos en Estados Unidos fue la compra de activos financieros privados. Básicamente, hasta fines de los 90 adquiría la modalidad de compras de acciones no necesariamente vinculadas al sistema financiero. Durante esta última burbuja fue compra de activos de entidades financieras.

Este ingreso de capital financiero en los Estados Unidos por parte de no residentes permite verificar el final abrupto de una enorme burbuja financiera. La dinámica del ingreso fue creciente, hasta que llegó a un máximo en el segundo trimestre de 2007 y luego comenzó a caer (a crecer de manera decreciente, primero, y a convertirse en reflujos, después). El final de la expansión se produce entre el primer y segundo trimestre de 2007.

Gráfico N°2
Flujo financiero entre Estados Unidos y el resto del mundo
(en millones de dólares)



Fuente: Ciepvc en base a BEA

El comportamiento del ingreso de capitales financieros totales se explica, entonces, por el movimiento de los flujos privados: las series de ingresos financieros totales y privados se mueven prácticamente al mismo ritmo. La brecha entre ambas series, es el financiamiento provisto a través de la compra de títulos públicos norteamericanos. Básicamente, son las compras de bonos del tesoro norteamericano por parte de los estados de los países superavitarios para engrosar sus reservas internacionales.

La primera novedad es que hubo una reversión muy fuerte en el flujo de capitales del resto del mundo hacia los Estados Unidos. Ambas series (“mundo priv” y “mundo total”) se hacen negativas en el segundo trimestre de 2008. La brecha entre ambas series muestra que siguió habiendo ingreso de capitales desde el exterior para comprar activos financieros oficiales hasta el tercer trimestre de 2008. En el cuarto trimestre de 2008,

ambas series son negativas, y a su vez desaparece la brecha, lo cual indica que en términos agregados no hay compra de títulos públicos norteamericanos por parte de residentes del resto del mundo.

En relación con las inversiones financieras norteamericanas en el resto del mundo, el desempeño fue simétrico a lo que sucedió con el ingreso de capitales externos a Estados Unidos.

La serie "usa priv" (inversiones financieras norteamericanas en el resto del mundo) también llega a un máximo en el segundo trimestre de 2007, aunque con menor monto (lo cual explica la posición deudora creciente de Estados Unidos con el resto del mundo) y a partir de allí se contrae abruptamente, para convertirse en ingreso neto (venta y repatriación) a través de activos financieros privados de Estados Unidos.

¿Porqué se produjo esta fuerte repatriación de capitales por parte de los norteamericanos? Podemos pensar que hubo dos motivos principales. En primer lugar, hay un "efecto cobertura" por parte del sistema financiero norteamericano. En medio de la crisis y ante la falta de liquidez para cubrir sus compromisos, los bancos traen sus capitales del resto del mundo. No había opción: había que malvender activos antes que mostrar la falta de liquidez. Si una entidad financiera muestra que no tiene plata, directamente quiebra. En segundo lugar, debe operar una especie de "efecto reflejo" ante la crisis financiera. El "vuelo a la calidad". Históricamente, o por lo menos desde hace casi 40 años, los tenedores se refugian en los bonos del tesoro norteamericano cuando hay crisis financiera. Esta vez el epicentro fue el propio Estados Unidos, pero el reflejo funcionó como cuando ocurrieron crisis como la mexicana, asiática, rusa, turca, etc.

Sin embargo, es necesario considerar dos cuestiones muy diferentes a las crisis anteriores. En primer lugar, la compra neta de activos financieros en dólares se explica sólo por residentes norteamericanos. Fundamentalmente lo explica el retiro de capitales de los bancos norteamericanos desde sus filiales a su casa matriz. Durante los últimos tres trimestres de 2008, el 86% de los fondos regresados a Estados Unidos, para comprar activos privados, retornaron de la filial a la casa matriz. En segundo lugar, y en relación a los no residentes, no hubo en el último trimestre compra neta de títulos públicos norteamericanos. Si se registró un fuerte cambio en los flujos, ventas de bonos de largo plazo (menos que) compensado por compras de letras corto plazo.

Es decir, la repatriación se explica más por necesidad de cobertura ante la venta de activos de entidades financieras norteamericanas por parte del resto del mundo, que por una estrategia de reducir riesgo "volando hacia la calidad".

Por otra parte, hasta principios de 2008 la serie de activos externos privados de norteamericanos es coincidente con la serie de activos externos totales. A partir de allí se abre una importante brecha entre ambas, explicada por la salida de dólares a través del sector público norteamericano. Esta dinámica se debe a las operaciones de swap o acuerdo de intercambios recíprocos de moneda de Estados Unidos con los principales bancos centrales europeos.

Como resultado de este proceso, el ingreso neto de capitales financieros a Estados Unidos continuó siendo positivo, pero ahora de la mano de la repatriación de capitales de norteamericanos. De no haberse implementado los swaps de monedas con los principales bancos centrales de Europa y Japón, el ingreso neto de capitales hubiese sido record, a la vez que la apreciación del dólar contra las principales monedas habría sido muy superior.

Las cuentas de la Balanza de Pagos de los Estados Unidos

Resumimos en el cuadro 1 la evolución de los principales rubros de la balanza de pagos de Estados Unidos durante el 2008.⁸ Donde se destaca:

a. Un saldo de cuenta corriente deficitario del orden de los 180 mil millones de dólares promedio en los tres primeros trimestres de 2008, que se reduce a 132 mil millones en el cuarto trimestre. Este ajuste en las cuentas externas, explicado por el menor déficit comercial es lo que podría hacernos suponer que operó una restricción externa y que la fuerte caída en la actividad económica (6,3% cayó el PBI en el cuarto trimestre de 2008) tiene como causa el freno o la salida de capitales en Estados Unidos.

Cuadro N° 1
Principales rubros de la Balanza de Pagos de Estados Unidos
(En millones de dólares)

Conceptos	I 08	II 08	III 08	IV 08
1. Balanza Comercial	-178.443	-181.419	-180.882	-140.386
2. Cuenta Corriente	-176.909	-182.237	-181.299	-132.822
3. IED en usa	81.525	105.793	57.313	80.622
4. IED de usa afuera	-93.321	-86.838	-52.356	-85.319
5. Ingreso financiero NR	378.580	-82.585	66.033	-88.233
5.1. activos financieros públicos	173.533	145.391	116.078	-13.627
5.2. activos financieros privados	205.047	-227.976	-50.045	-74.606
6. Salida financiera R	-171.545	186.748	80.412	169.760
6.1. divisas y activos CP de USA afuera (swaps)	2.957	-40.983	-226.217	-265.455
6.2. activos financieros privados de USA afuera	-174.534	229.607	306.582	438.079
7. Ingreso Financiero Neto	207.035	104.163	146.445	81.527

Fuente: CIEPYC en base a BEA y Reserva Federal de Estados Unidos

b. El ingreso de capital financiero por parte de no residentes de Estados Unidos (renglón 5, en el cuadro) se contrae abruptamente primero y se convierte en salida de capitales en el segundo y cuarto trimestre de 2008. En los renglones 5.1. y 5.2. se puede verificar como se desglosa ese comportamiento entre activos públicos y privados. Los activos privados se contraen fuertemente en el segundo trimestre de 2008, marcando una fuerte venta y salida de capitales por parte de los no residentes. La compra de activos oficiales se mantiene hasta el cuarto trimestre, donde cae levemente. Básicamente, se deja de comprar títulos públicos, en términos agregados, pero no hay una reducción en el stock.

c. La salida de capitales de los norteamericanos (inversiones financieras en el resto del mundo) cambió abruptamente de signo en el segundo trimestre de 2008 y se convirtió en una impresionante repatriación, tal como puede verse en el renglón 6.

d. Pero el concepto agregado del renglón 6 tiene incorporado una salida importante de capitales, dado por los préstamos de dólares a través de los acuerdos de intercambios recíprocos de Estados Unidos (renglón 6.1). Si miramos el renglón 6.2, activos privados externos, el reflujo de capitales asciende para los tres últimos

8) No incluimos la variación de reservas y los derivados financieros netos porque en 2008 no fueron valores significativos.

trimestres del 2008 a 970 mil millones de dólares. Monto muy superior a cualquier déficit anual de cuenta corriente que haya experimentado Estados Unidos en los últimos años. Este monto es la repatriación de activos privados de norteamericanos en el resto del mundo.

e. El ingreso financiero neto fue positivo durante todo el 2008, pero en el cuarto trimestre mostró el valor mínimo de la serie, con un ingreso neto financiero del orden de los 80 mil millones de dólares. Durante la fase expansiva 2003-2007 el promedio fue cercano a los 200 mil millones de dólares trimestrales.

Pero el ingreso financiero neto entre activos privados - que fundamentalmente deja afuera la salida de dólares a través de los swap de monedas - en realidad fue récord durante los últimos dos trimestres de 2008.

f. Un dato adicional interesante es que se mantuvieron las inversiones de riesgo (las IED de Estados Unidos en el resto del mundo), en niveles similares a los previos a la crisis. También las inversiones extranjeras directas en Estados Unidos mantuvieron buena parte de su flujo anterior. Sólo en el tercer trimestre de 2008 hubo un menor flujo, pero sin llegar a cambiar de signo.

Principales conclusiones

1. El impresionante ingreso de capitales a la economía norteamericana, durante esta última burbuja, se explica fundamentalmente por la compra de activos de entidades financieras norteamericanas. El final de la burbuja se debe también a las ventas de estos activos por parte del resto del mundo.
2. El retorno de capitales financieros norteamericanos en el exterior, a través de sus filiales bancarias, se motivó fundamentalmente por la necesidad de cobertura ante la falta de liquidez que generó la interrupción de este proceso de ingreso.
3. Es decir, más que "vuelo a la calidad", lo que se verifica es una necesidad de liquidez.
4. Este reflujo cruzado de capitales financieros entre Estados Unidos y el resto del mundo generó una interrupción en el mercado de crédito.
5. A su vez, el retorno de capitales a Estados Unidos fue tan elevado que apreció transitoriamente al dólar contra el resto de las monedas.
6. Que el resto del mundo, en términos agregados, no está demandando títulos públicos norteamericanos. Mantiene su stock, pero con un cambio importante en su composición hacia los títulos de corto plazo. Este proceso implicaría una gradual desdolarización de los mercados, y por otro lado, una mayor fragilidad externa de la economía norteamericana, dado el acortamiento de los plazos de su deuda externa.
7. El nuevo balance de la FED, con un activo que ahora se reparte, a grandes rasgos, en partes iguales entre bonos del tesoro norteamericano y activos financieros incobrables de los bancos, genera una fragilidad extrema para el sistema financiero norteamericano y para el dólar.
8. Que el ajuste en los flujos reales (IED) es considerablemente más lento, si es que se produce, lo cual limitaría los grados de libertad de la política comercial a futuro.