



# Economicwatch

Diciembre 2004

## Flujos de capital: ¿cómo se reparte el pastel?

- En los últimos años se han acentuado los desequilibrios existentes en los flujos de capital internacionales. EE.UU. sigue siendo el país con mayor necesidad de financiación. Actualmente, EE.UU. representa más del 75% de la importación mundial de capital.
- Los países asiáticos y los exportadores de petróleo son los principales países exportadores de capital. Economías que, en los últimos años, han aumentado su protagonismo entre los países con exceso de ahorro en menoscabo de otras como la UEM.
- La variación en el stock de reservas está teniendo un papel determinante en la dinámica de los flujos de capital.

### 1. Se acentúan los desequilibrios

Las expectativas sobre el saldo de la balanza por cuenta corriente son que los países intensifiquen su posición deudora o acreedora previa, por lo que los desequilibrios existentes desde una perspectiva global tienden a acentuarse. Es decir, que se espera un aumento de los saldos por cuenta corriente (tanto nominal como en porcentaje del PIB). Más de la mitad de los países mundiales (según FMI) incrementarán el saldo en términos absolutos de su cuenta corriente en los próximos dos años.

En el análisis de la última década destaca la economía de EE.UU. que en 2003 alcanzó un déficit cinco veces superior al déficit de 1994 (en términos nominales). En porcentaje del PIB, éste aumentó 3,1 puntos porcentuales (del 1,7% al 4,8%). Actualmente se estima que el déficit por cuenta corriente en 2004 será seis veces superior al de hace diez años, alcanzando el 5,5% del PIB. A su vez, otras economías también han seguido las pautas de EE.UU., aunque a un ritmo menor. Como por ejemplo Reino Unido, que en 2004 su déficit será cuatro veces superior en términos nominales a la situación de hace diez años, pasando del 1% del PIB en 1994 a niveles próximos al 2,5% y España, con un déficit estimado para este año cinco veces superior al de 1994 (de hecho se espera que se aproxime a niveles del 5% del PIB en 2004). En el lado contrario se encuentran economías como Rusia y la UEM, cuyo superávit en los últimos diez años se ha multiplicado por diez y por seis respectivamente. Japón, por su parte, no ha presentado un cambio significativo en el saldo por cuenta corriente en los

### Unidad Flujos de Fondos

Javier Rodríguez

Servicio de Estudios Económicos

[javier.rogarcia@grupobbva.com](mailto:javier.rogarcia@grupobbva.com)

Rocío Aramendia

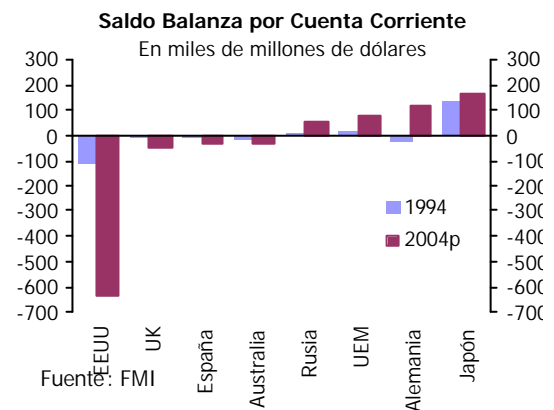
Gestión Financiera

Montse Martínez

Servicio de Estudios Económicos

Mario Pérez-Labarta

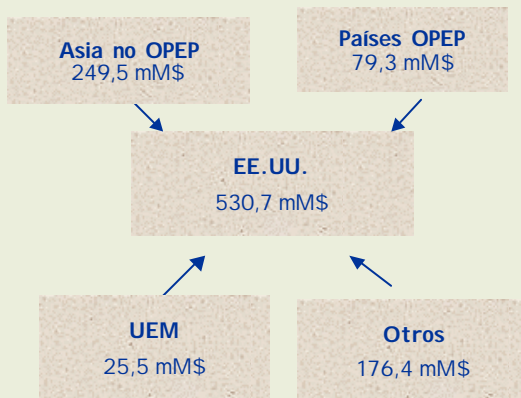
Gestión de Activos



últimos diez años, mientras que Alemania ha pasado de presentar déficit durante la década de los noventa a mostrar superávit desde el año 2000. En concreto, la economía alemana ha pasado de un déficit del 1,4% del PIB en 1994 a un superávit corriente del 2,2% en 2003 y próximo al 4% en 2004.

Las elevadas necesidades de financiación de la economía estadounidense le convierten en el principal receptor de capital mundial, compensando su balanza de pagos. Para cubrir el total del déficit estadounidense son necesarios los superávit por cuenta corriente que presentan los países de Asia no OPEP, los países de la OPEP, la UEM<sup>1</sup> y otros países de Europa y Canadá. Esto hace de EE.UU. el mayor importador de capital del mundo, absorbiendo más del 75% de los flujos de capital exportados por los países que presentan superávit en su cuenta corriente.

**Flujos de capital hacia EE.UU.**  
Datos a 2003



Fuente FMI y BBVA

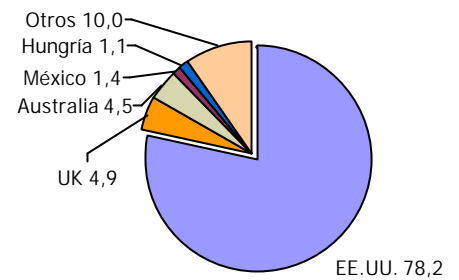
En consecuencia, respecto a mediados de los noventa, se observa que se ha intensificado la concentración en unos países de los flujos de capital importados. Esta concentración se ha producido principalmente en EE.UU., que ha pasado de importar alrededor del 40% del ahorro total en 1994 a importar más del 75% del total actualmente. A su vez, también se observa la misma tendencia en el Reino Unido, aunque a menor escala, ganando 1,3 puntos porcentuales del total de las importaciones. Por otro lado, el gran perdedor ante esta mayor concentración de los flujos ha sido México, en parte como consecuencia de la situación de la economía en 1994. Aunque la interpretación se mantiene desde la perspectiva del promedio de los últimos años. Las previsiones para 2004 no muestra un cambio de tendencia. La concentración continúa y EE.UU. y Reino Unido absorben el 78,9% y el 5,4% del total, respectivamente.

## 2. Los países asiáticos y los exportadores de petróleo: nuevos financiadores mundiales

A diferencia de la evolución observada en los países importadores de capital, la distribución del exceso de ahorro mundial se ha diversificado en los últimos años. En concreto, en la última década, el exceso de ahorro mundial ha pasado de estar concentrado en unos pocos países, con Japón como máximo

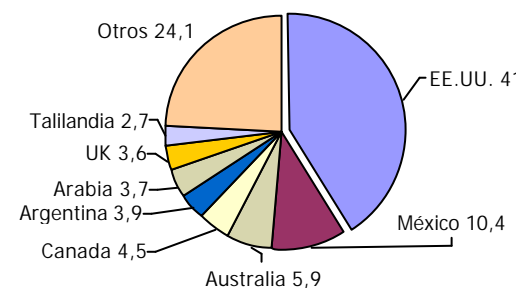
<sup>1</sup> Se habla de la UEM en su conjunto como una sola economía, con superávit neto, aunque existen posiciones bien diferenciadas entre los distintos estados miembros.

**Países importadores de Capital 2003**  
En porcentaje del total



Fuente FMI y BBVA

**Países importadores de Capital 1994**  
En porcentaje del total



Fuente FMI y BBVA

representante, a estar constituido por una mayor diversidad de economías, restando peso a Japón aunque permanece como máximo exportador de capital.

Diez años atrás las exportaciones de capital japonesas representaban el 57,1% del exceso de ahorro mundial, seguidas de las de Suiza (7,6%) y las de la UEM (5,3%). En la actualidad, son los países asiáticos y los exportadores de petróleo los que agrupan el exceso de ahorro mundial, en detrimento de las economías europeas.

En concreto, Japón permanece como principal exportador neto (23,4% del total), pero también cabe destacar otras economías como China, Taiwán, Singapur (que junto a Japón ascenderían al 41,2% del total) y Rusia, Arabia Saudí y Noruega (que sumarían el 16,2% del total cuando en 1994 sólo representaban el 3,9%). El cambio que se ha producido en la composición de los países que más capital exportan muestra que los países europeos pierden peso: la UEM y Suiza representaban en 1994 el 13% del total de las exportaciones de capital (superior al 11,2% que sumaban Singapur, China y Taiwán), mientras que en 2003 sólo ascendían al 10% de las exportaciones totales (muy inferior al porcentaje alcanzado por las tres economías asiáticas antes mencionadas, 17,8%).

Los datos preliminares para 2004 confirman una mayor diversificación entre los países ahorradores de capital, entre los que Japón continuaría ocupando la primera posición (24% del total del ahorro mundial), seguido de Rusia (8,5%), Arabia Saudí (7,4%), Noruega (5,8%) y China (5,8%). A su vez, se aprecia como los países exportadores de petróleo ganan importancia gracias en parte a la evolución del precio del petróleo durante el presente año.

En resumen, el análisis muestra que en los últimos años los países financiadores netos han aumentado, concentrándose en las economías asiáticas y exportadoras de petróleo; mientras que la financiación se dirige de forma muy concentrada a la economía de EE.UU.

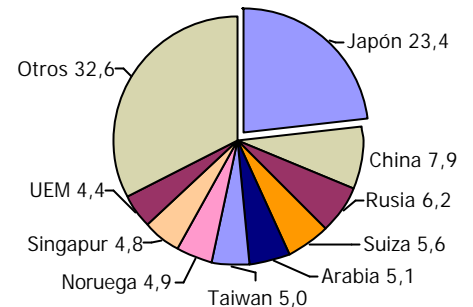
### 3. El protagonismo de las reservas

En la Balanza de Pagos (ver su estructura en el anexo), el espejo del saldo por cuenta corriente lo forman la cuenta financiera (incluyendo la variación de reservas) y la cuenta de capital. Antes de entrar a analizar con detalle la calidad de los flujos de la cuenta financiera, que represente prácticamente la totalidad del saldo corriente, cabe mencionar el protagonismo de los cambios en los *stocks* de reservas en algunos países en la determinación de los flujos de capital mundiales.

La variación del stock de reservas suele tener poco peso en la composición de la balanza de pagos. Esto es lo que se observa, por ejemplo, en la economía de EE.UU., donde el saldo de la cuenta financiera apenas varía al incluir o no las variaciones de las reservas. No obstante, en las economías asiáticas la variación de reservas ha tenido un papel fundamental en los últimos años, el caso de Japón y de China así lo ilustran. En ambos casos, las economías presentan entradas netas de capital en la cuenta financiera sin reservas, pero el fuerte proceso de acumulación de reservas de estas economías conlleva que el saldo total de la cuenta financiera sea de salidas de capital (en concreto, Japón aumentó sus reservas en 187 mM\$ y China en más de 100 mM\$ en el año 2003).

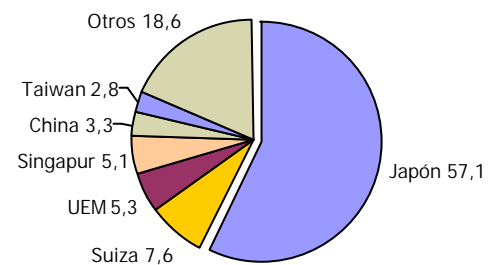
Esta situación contrasta con la observada hace unos años. Mientras a mediados de los noventa, tanto EE.UU., Reino Unido, Australia o España mostraban una

**Países exportadores de Capital 2003**  
En porcentaje del total



Fuente FMI y BBVA

**Países exportadores de Capital 1994**  
En porcentaje del total



Fuente FMI y BBVA

estructura similar de la cuenta financiera a la actual, economías como Rusia o Japón eran exportadoras netas de capital, pero no se debía a una acumulación de reservas como en la actualidad, sino que era, principalmente, por salidas de capital netas de la cuenta financiera excluyendo reservas.

Por otro lado, Alemania y China presentan un cambio de signo en la cuenta financiera, ya que pasan de ser importadoras de capital a mediados de los noventa a ser exportadoras de capital en la actualidad. En China se debe al menor peso que representaba la variación de reservas anteriormente (como ocurría con el resto de las economías asiáticas) y en Alemania al propio cambio que se realiza en la cuenta financiera (ya que se mantiene la poca importancia de las reservas).

#### 4. La calidad de los flujos

Un análisis más detallado de la estructura de la cuenta financiera permite analizar la calidad de los flujos de capital en los países analizados, así como los cambios experimentados en los últimos años. Esto es, no debe importar sólo la magnitud o el volumen del saldo, sino también el tipo de flujo en cuestión.

##### 4.1. EEUU: La aspiradora de flujos

La composición de la cuenta financiera (sin reservas) ha variado en los últimos años, concediendo un mayor peso a la inversión en cartera. Actualmente, las entradas de capital en la economía estadounidense se deben principalmente a las inversiones en cartera y a otras inversiones (aunque éstas han perdido peso a favor de las inversiones en cartera a lo largo del tiempo). A su vez, se observa salidas de capital en el componente de inversión directa, lo que aumenta la preocupación en la medida en que la financiación mediante inversiones con un carácter más de corto plazo.

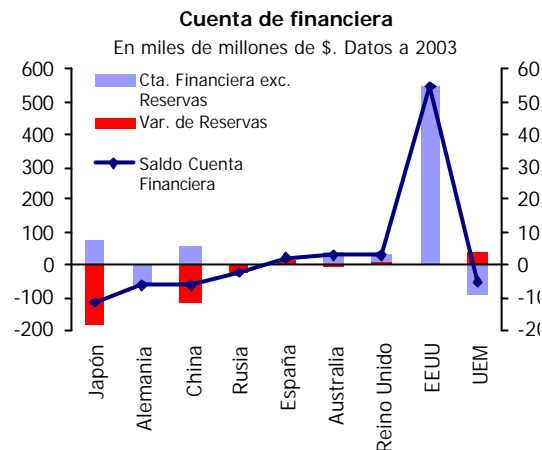
A su vez, las entradas en cartera se producen en su mayoría en deuda, alcanzando en 2003 el 93% del total de las entradas de capital en cartera. Respecto a las entradas de otras inversiones, la mayor parte se produce por la fuerte recepción de préstamos bancarios extranjeros (115 mM \$ netos en 2003), siendo EE.UU. el principal receptor de flujos bancarios del mundo absorbiendo el 22,5% de los préstamos bancarios otorgados por la banca privada en el periodo 2trim03 – 2trim04 (según datos del BIS).

##### 4.2. Japón: el papel de las reservas

Como se ha comentado, la variación de reservas desempeña un papel determinante en las economías asiáticas, y en concreto en Japón, el país del mundo que más reservas acumula. De hecho, Japón es una economía exportadora neta de capital gracias a que la variación de reservas más que compensa las entradas de capital de la cuenta financiera excluyendo reservas.

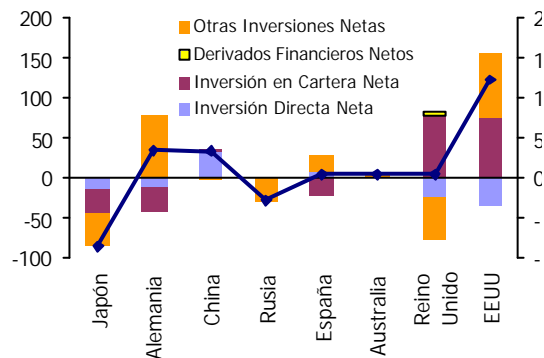
Las entradas netas se deben en su mayoría a los préstamos bancarios extranjeros que recibe, también tiene entradas netas, aunque en menor proporción de inversiones en derivados financieros (Japón es el país en el mundo con mayor movimiento de flujos debido a derivados).

Las salidas netas se producen en inversión directa e inversión en cartera, con mayor importancia de las salidas en cartera. Estas se deben a unas mayores salidas de inversión en deuda que entradas de inversión en "equity".



Fuente FMI y BBVA

Cuenta financiera exc. var. reservas 1994  
En miles de millones de dólares



Fuente FMI y BBVA

Que Japón presente entradas netas (excluyendo reservas) en el año 2003 es insólito, ya que esto no ocurría desde principios de los ochenta el año 1980. Japón a mediados de los 90, por ejemplo, se encontraba con salidas netas en todas las partidas de la cuenta financiera exceptuando en inversiones en derivados financieros en donde existía una pequeña entrada neta de capital. Esta diferencia con el año 2003 se debe a que en la década de los 90 Japón realizaba préstamos bancarios netos al extranjero, mientras que en 2003 ha recibido 113 m.M. \$ que son los “culpables” de la entrada neta de capital en la cuenta financiera sin reservas.

No obstante, los datos de 2004 muestran un cambio significativo. En los tres primeros trimestres del año se aprecia una nueva tendencia en la cuenta financiera sin reservas, que deja de indicar entradas de capital, y muestra desde abril salidas. Estas salidas son debidas a la reducción de las entradas de capital obtenidas por otras inversiones que han llegado incluso a presentar salidas en los meses de abril, mayo, julio y agosto. Pero éste no es el único cambio que se está produciendo desde abril, ya que también se observa una reducción del ritmo de acumulación de reservas, pasando de acumular 44 m.M \$ en el mes de marzo a acumular por debajo de los 3 m.M. \$ en los seis meses siguientes.

De continuar este comportamiento observado, la cuenta financiera total estará determinada a finales de año por las salidas de capital que provocan la acumulación de reservas, ya que la cuenta financiera excluyendo reservas será prácticamente nula. Por tanto, el papel de las reservas en la determinación del signo de la cuenta financiera en 2004 será más importante que el que desempeñaron en 2003.

### 4.3. UEM: Alemania manda

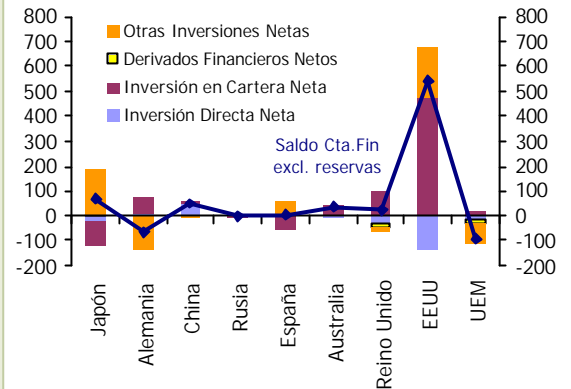
La cuenta financiera de la UEM en su conjunto en 2003 indica que el área es exportadora neta de capital a pesar de la pequeña variación de reservas que se produjo, en concreto salida de reservas. Todas las partidas de su cuenta financiera sin reservas reflejan salidas netas de capital exceptuando la de flujos de cartera, en la que se producen entradas.

El principal determinante de las salidas de capital son las inversiones que realiza la UEM al extranjero mediante la banca privada y otros sectores. El factor determinante de las entradas de flujos en cartera es la inversión que recibe en “equity” (mayor a la salida de inversión que realiza en deuda extranjera, a esto se debe la entrada neta en los flujos de cartera).

A pesar de que España, Italia, Grecia y Portugal se encuentren entre los diez principales países receptores de capital del mundo, la UEM es exportadora de capital gracias a países que poseen fuertes salidas y que se encuentran entre los veinte países que más exportan capital en el mundo, como Alemania, Bélgica, Holanda y Finlandia. Pero la salida neta del área se debe sobre todo a Alemania, que realiza salidas por un volumen de capital tan elevado que podría cubrir las entradas de los tres principales países receptores de la UEM (España, Italia y Grecia). Esta particularidad de Alemania es el resultado del cambio que ha experimentado en los últimos años, pasando de ser el tercer máximo importador de capital a mediados de los noventa a ser el segundo máximo exportador en 2003.

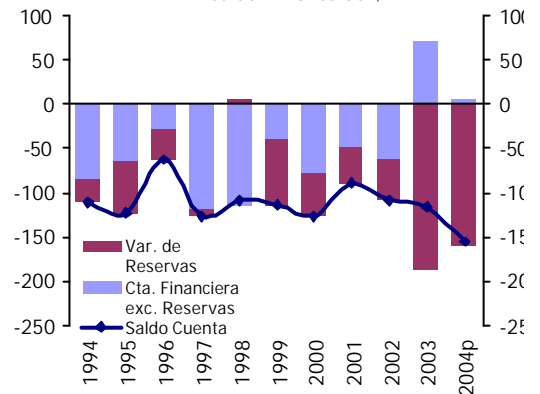
En concreto, Alemania presentaba en 1994 una cuenta financiera caracterizada por fuertes entradas en otras inversiones (recibía un elevado volumen de préstamos bancarios) y salidas de inversión directa y de inversión en cartera (con

**Cuenta financiera exc. var. Reservas 2003**  
En miles de millones de dólares



Fuente FMI y BBVA

**Japón: saldo cuenta financiera**  
En miles de millones de \$



Fuente FMI y MoF Japón

Japón: Cuenta Financiera y reservas		
	Cuenta Financiera exc. Reservas	Variación de Reservas
ene-04	53,29	-68,10
feb-04	20,22	-33,93
mar-04	35,24	-44,07
abr-04	-20,30	-2,05
may-04	-11,69	-2,10
jun-04	-2,74	-0,72
jul-04	-9,48	-1,37
ago-04	-17,86	-2,82
sep-04	-7,17	-1,02

Fuente: Ministry of Finance, Japan

salidas tanto en “equity” como en deuda). Actualmente se han invertido las partidas, teniendo salidas fuertes en otras inversiones (realiza muchos préstamos bancarios al exterior) y entradas en inversión directa y en inversión en cartera (con entradas tanto en “equity” como en deuda). Según datos del BIS, en el periodo 2trim03 – 2trim04, Alemania ha sido el principal financiador bancario representando el 16,4% de la financiación mundial.

## Anexo. La estructura de la Balanza de Pagos

La balanza de pagos de un país está determinada por la suma de la cuenta corriente, la cuenta de capital y la cuenta financiera (incluyendo variación de reservas). Los flujos de capital se ven reflejados en la cuenta de capital y financiera que debe de contrarrestar el superávit o déficit de la cuenta corriente de modo que se equilibre la balanza de pagos que por definición tiene saldo igual a cero. La cuenta de capital presenta un peso menor reducido en la mayoría de los países. Por ello los estudio de los movimientos de capital suelen centrarse en el estudio de la cuenta financiera. La cuenta financiera incluyendo la variación del stock de reservas puede dividirse a su vez en:

- Inversión directa
- Inversión en cartera (que incluye inversión en *equity* y deuda)
- Inversión en derivados financieros
- Otras inversiones (según el origen de las inversiones, ya sea de las autoridades monetarias, del gobierno, de la banca privada o de otros sectores)
- Variación de Reservas