

V. Los mercados de divisas

Aspectos más destacados

La marcada apreciación del dólar estadounidense, la estabilidad del euro y la tendencia generalizada del yen a la baja fueron las características más destacadas de los mercados de divisas durante gran parte de 2005. Hasta diciembre de ese año, el dólar se apreció notablemente frente al euro, el yen y otras monedas con tipo de cambio flexible, en particular la libra esterlina y los dólares australiano y neozelandés. Sin embargo, su tendencia frente a las divisas de economías de mercado emergentes resultó menos uniforme. Las monedas asiáticas permanecieron bastante estables o se depreciaron, mientras que algunas divisas latinoamericanas se fortalecieron. A partir de diciembre de 2005, revirtió la tendencia alcista del dólar estadounidense.

Al igual que en años precedentes, tres fueron los principales factores que condicionaron la evolución de los tipos de cambio durante el periodo analizado. En primer lugar, en un contexto de mayor normalidad de los tipos de interés oficiales en las principales economías, pese a mantenerse la abundante liquidez internacional, los diferenciales de tipos de interés continuaron siendo determinantes para la evolución de los tipos de cambio. En este sentido, las estrategias de búsqueda de alta rentabilidad se materializaron a menudo en operaciones de *carry trade*. En segundo lugar, tanto el déficit por cuenta corriente como la posición deudora neta de Estados Unidos frente al exterior crecieron nuevamente, aunque suscitando menos atención que en el periodo 2002–04. Pese a la creciente carga de esta deuda, la balanza de rentas registró saldos positivos durante la mayor parte de 2005, lo que atenuó las presiones para una corrección inmediata. El presente capítulo explora las tendencias y los determinantes de la balanza de rentas en Estados Unidos y otros países industrializados y analiza sus posibles repercusiones sobre la sostenibilidad de los desequilibrios externos. En tercer lugar, la continua acumulación de reservas en China limitó la depreciación del dólar frente al renminbi. En cambio, en otros mercados emergentes asiáticos las reservas de divisas crecieron pero a un ritmo más lento. La revisión de la política cambiaria china en julio de 2005 despertó gran interés, aunque a mediados de mayo de 2006 sus efectos sobre los mercados de divisas eran todavía escasos.

Los mercados de divisas se caracterizaron por una intensa actividad y por una volatilidad en general reducida, aunque algunos mercados más pequeños registraron fuertes incrementos de la inestabilidad, especialmente en 2006.

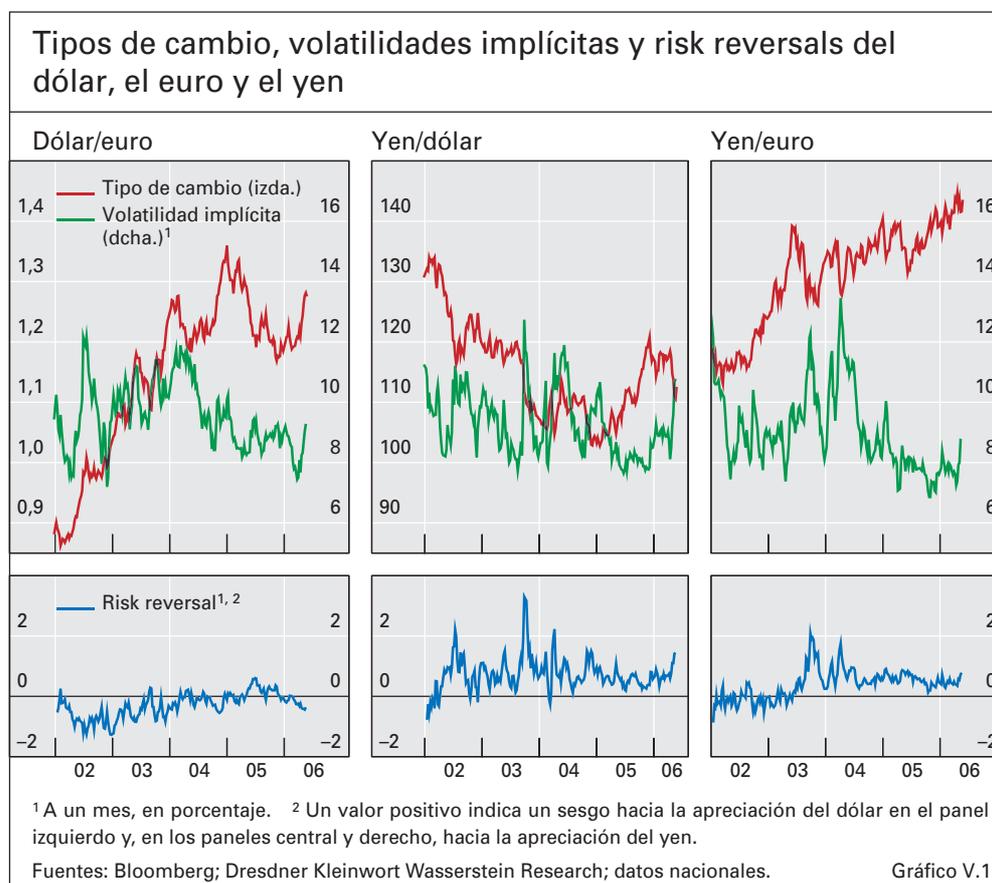
Evolución de los mercados de divisas

La apreciación generalizada del dólar entre febrero y finales de noviembre...

El periodo examinado puede dividirse en dos etapas bien diferenciadas. Durante la primera, de febrero a finales de noviembre de 2005, el dólar estadounidense se apreció en líneas generales, avanzando un 5% en términos efectivos nominales y en torno al 10% y al 15% frente al euro y el yen respectivamente (véase el Gráfico V.1). También se fortaleció con respecto a otras monedas con tipo de cambio flexible, en particular frente a los dólares australiano y neozelandés y a la mayoría de las divisas europeas no pertenecientes a la zona del euro, sobre todo frente a la libra esterlina (véase el Gráfico V.2). En cambio, el dólar canadiense se apreció un 5% frente al dólar de Estados Unidos, rompiendo así la amplia sincronización observada en el pasado con la evolución de los dólares australiano y neozelandés.

El euro se mantuvo básicamente estable en términos efectivos nominales hasta diciembre de 2005, con tendencia a apreciarse frente al yen. Su evolución frente a otras divisas europeas fue dispar, fortaleciéndose con respecto a la corona sueca, mostrando una tendencia poco definida frente al franco suizo y cediendo terreno frente a la libra esterlina y la corona noruega. Por su parte, el yen presentó una tendencia generalizada a la baja, depreciándose en forma significativa frente al dólar, el euro y la mayoría de las divisas de las economías de mercado emergentes de Asia.

La evolución de las monedas de las economías emergentes fue menos uniforme, puesto que algunas de ellas —concretamente el baht tailandés,



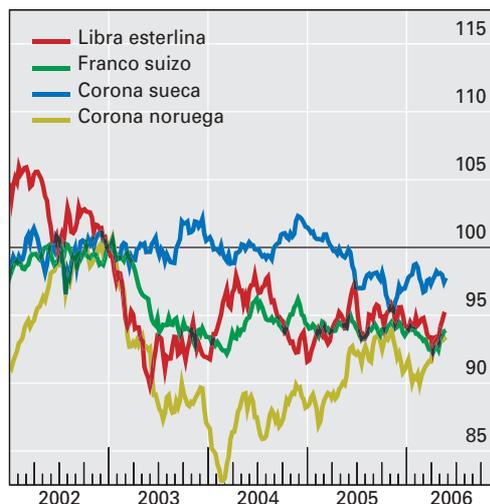
Tipos de cambio de otros países industrializados

Medias semanales, finales de 2002 = 100

Frente al dólar de EEUU



Frente al euro



Nota: un ascenso indica una apreciación.

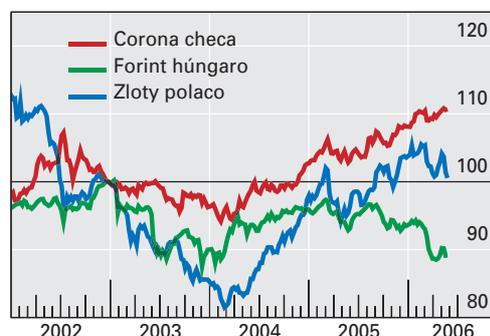
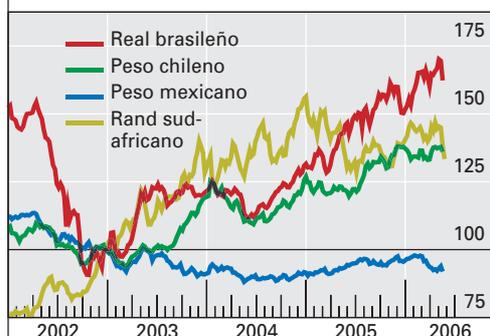
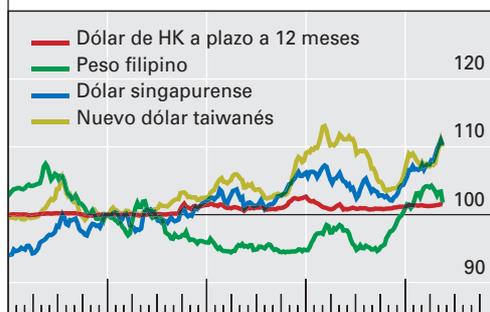
Fuente: datos nacionales.

Gráfico V.2

el nuevo dólar taiwanés y la rupia indonesia— se depreciaron considerablemente frente al dólar estadounidense (véase el Gráfico V.3), mientras que varias divisas latinoamericanas se apreciaron. Las cotizaciones del rand sudafricano y de las monedas de diversos países de Europa oriental no siguieron una tendencia tan clara.

Tipos de cambio en economías emergentes¹

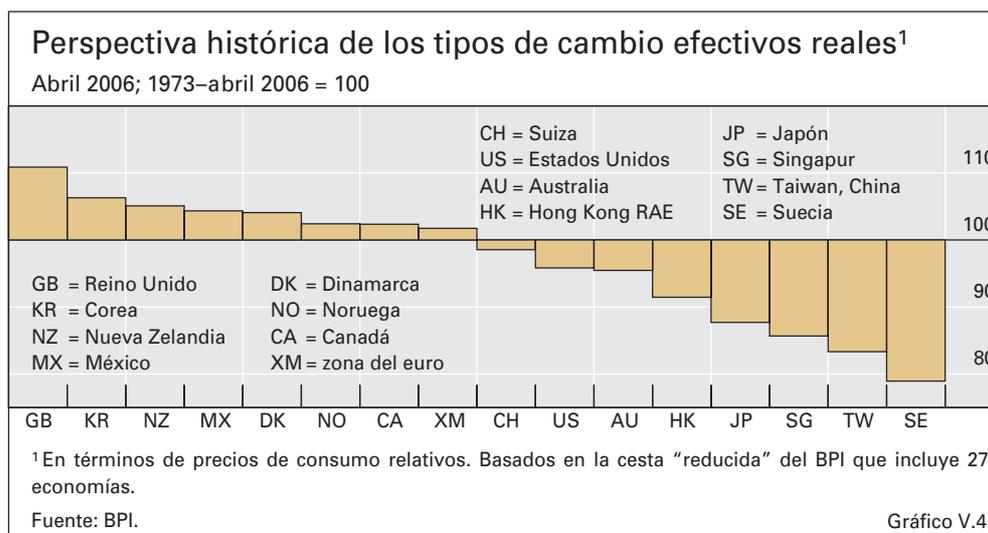
Medias semanales, finales de 2002 = 100



¹ Frente al dólar de EEUU (para las monedas del panel inferior derecho, frente al euro); un ascenso indica una apreciación. Panel inferior izquierdo: escala comprimida.

Fuentes: BCE; Bloomberg; Datastream.

Gráfico V.3



... revirtió en cierta medida a partir de diciembre de 2005

En la segunda fase, entre diciembre de 2005 y mediados de mayo de 2006, el dólar cedió terreno frente a algunas divisas, depreciándose en torno al 9% frente al yen, y el 10% frente al euro y la libra esterlina. El yen revirtió su tendencia general a la depreciación, coincidiendo con el cambio de la percepción desfavorable de los inversionistas respecto al futuro fortalecimiento del dólar, conforme sugiere la cotización de los *risk reversals* (véase el Gráfico V.1). Por su parte, el euro tendió a apreciarse con respecto a un conjunto de monedas y también en términos efectivos nominales, mientras que el dólar canadiense persistía en su escalada generalizada.

Durante esta segunda fase, las divisas de algunos países industrializados se debilitaron ostensiblemente, como ocurrió con los dólares australiano y neozelandés hasta abril de 2006. Otro aspecto destacado fue la desvinculación de la evolución del franco suizo con respecto al euro. En cambio, las monedas de los mercados emergentes asiáticos en general —y el won, la rupia, el baht, el peso filipino y el dólar de Singapur en particular— tendieron a apreciarse notablemente frente al dólar y, en menor medida, frente al yen.

Desde una perspectiva de largo plazo, los niveles actuales de los principales tipos de cambio indican que la cotización del dólar y del euro en términos efectivos reales permanece próxima a su promedio de largo plazo, mientras que la libra esterlina continúa apreciada en torno al 10% (véase el Gráfico V.4). Sin embargo, la corona sueca, el yen y las monedas de algunas economías de mercado emergentes asiáticas están infravaloradas en más de un 10% con respecto a sus promedios históricos.

Condiciones en los mercados de divisas

Mercados en calma pero activos

La volatilidad y la actividad fueron en cierta forma similares a lo largo de estas dos fases en la evolución de los tipos de cambio. Entre enero y noviembre de 2005, en un contexto de abundante liquidez internacional, los mercados de divisas se mostraron bastante calmados con un volumen de transacciones elevado. La volatilidad implícita de los principales tipos de cambio fue menor que en años anteriores, y con tendencia a la baja (véase el Gráfico V.1).

No obstante, a partir de diciembre, se produjo un aumento de la volatilidad en algunos mercados, principalmente en las cotizaciones yen/dólar y yen/euro, indicando así un aumento de la incertidumbre. Conforme se analiza más adelante, esta mayor incertidumbre respecto al yen obedeció a especulaciones sobre el final de la política de relajación cuantitativa en Japón y sus posibles repercusiones en los mercados financieros, en concreto para la financiación de las operaciones de *carry trade*. Asimismo, el aumento de la incertidumbre provocó notables depreciaciones en algunos de los mercados de menores dimensiones, que se propagaron a otras monedas.

El elevado nivel de actividad continuó reflejando grandes volúmenes de fondos de inversionistas que buscaban altas rentabilidades en una amplia gama de divisas. Esta búsqueda de rentabilidad también presionó al alza el precio de las materias primas, cuyos mercados han recibido elevados flujos de inversión respaldados por una robusta demanda mundial. Desde comienzos de 2002, los incrementos anualizados de los índices generales de precios de las materias primas han rozado el 10%, con aumentos incluso superiores en el caso del oro, que se revalorizó a una tasa anualizada cercana al 14% entre mediados de 2001 y septiembre de 2005. A mediados de mayo de 2006, su precio batió el récord de los últimos 25 años al situarse en 726 dólares la onza *troy*, tras haber crecido a una tasa del 60% desde septiembre.

Tendencias en las reservas oficiales

Los bancos centrales continuaron acumulando volúmenes considerables de reservas oficiales de divisas (véase el Cuadro V.1). A diferencia de años anteriores, cuando diversos bancos centrales asiáticos acumularon ingentes cantidades de reservas, el 80% del incremento registrado en la región en 2005 se concentró en China. Las tenencias de divisas en este país crecieron otros 200.000 millones de dólares, hasta superar los 800.000 millones a finales de 2005, lo que equivale al 20% de las reservas mundiales. El ritmo de acumulación de reservas también fue elevado en los países exportadores de petróleo, con Rusia en el papel estelar. En cambio, la acumulación de reservas se desaceleró en la mayoría de las economías restantes, especialmente en Corea, la India, Malasia y Taiwan (China).

Continúa la acumulación de reservas

Evolución de los tipos de cambio: factores determinantes

Una vez más, tres fueron los factores primordiales que parecen haber condicionado la evolución de los tipos de cambio durante el periodo examinado. En primer lugar, las perspectivas de crecimiento interno y los diferenciales de tipos de interés parecen haber afectado tanto a las principales monedas como a otras divisas de economías de mercado emergentes. En segundo lugar, el deterioro del desequilibrio externo de Estados Unidos repercutió en ocasiones sobre la cotización del dólar, aunque tuvo una influencia menor que en años precedentes. Por último, las políticas cambiarias y las prácticas intervencionistas de algunas economías de mercado emergentes, especialmente las asiáticas, continuaron influyendo

Tres factores primordiales para la evolución de los tipos de cambio

Variación anual de las reservas oficiales de divisas

En miles de millones de dólares de EEUU

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	<i>Pro memoria: cantidades en circulación (dic 2005)</i>
	A los tipos de cambio vigentes						
Total	158,8	110,5	356,0	620,0	720,3	421,7	4.170,8
Países industrializados	59,6	3,1	112,3	218,5	195,5	-22,3	1.292,2
Estados Unidos	-0,9	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	37,8
Zona del euro	-9,4	-10,7	7,9	-27,8	-7,3	-13,4	167,3
Japón	69,5	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	828,8
Mercados emergentes asiáticos	52,5	76,0	173,9	263,9	363,4	249,9	1.821,6
China	10,9	46,6	74,2	116,8	206,6	209,0	818,9
Corea	22,2	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	210,0
Hong Kong RAE	11,3	3,6	0,7	6,7	5,0	0,7	124,3
India	5,3	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	131,0
Indonesia	2,0	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	32,8
Malasia	-1,0	1,0	3,7	10,2	21,9	4,3	69,7
Filipinas	-0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	15,8
Singapur	3,4	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	115,3
Taiwan, China	0,5	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	253,3
Tailandia	-1,9	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	50,5
Exportadores netos de petróleo ¹	31,9	16,4	18,5	51,2	68,5	83,1	351,8
México	4,2	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	73,0
Rusia	15,8	8,3	11,5	29,1	47,6	55,1	175,9
Venezuela	0,9	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	23,5
Oriente Medio ²	11,0	2,7	2,2	6,8	13,5	12,2	79,5
América Latina ³	2,1	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	217,2
Argentina	-1,7	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	22,7
Brasil	-2,3	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	53,5
Chile	0,5	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	16,7
ECO ⁴	18,8	12,6	36,6	51,1	69,0	70,2	335,1
	A tipos de cambio constantes de finales de 2004						
Total asignado	230,3	54,5	216,0	341,0	355,7	249,8	2.890,0
Reservas de dólares	100,9	40,1	84,5	263,7	271,3	132,6	1.869,8

¹ Economías con exportaciones netas de petróleo superiores a 0,5 millones de barriles al día. ² Excluye Irán e Iraq. Para Arabia Saudita, excluye la inversión en valores extranjeros. ³ Países mencionados además de Colombia, México, Perú y Venezuela. ⁴ Europa central y oriental: Bulgaria, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa, Rumania y Rusia.

Fuentes: FMI; datos nacionales.

Cuadro V.1

en la evolución de sus monedas, aunque con ciertas diferencias respecto al pasado.

Crecimiento económico y diferenciales de tipos de interés

La tasa de crecimiento y los diferenciales de tipos de interés —en ambos casos tanto efectivos como esperados—, parecen haber sido los principales determinantes de la evolución de los tipos de cambio durante el pasado año. Pese a que no hay certeza de una relación estadística robusta entre los

diferenciales efectivos o esperados de tipos de interés y la evolución de los tipos de cambio durante periodos de tiempo prolongados, sí existe evidencia de una correlación positiva para ciertos pares de monedas durante las dos etapas en que se divide el periodo analizado.

En concreto, la apreciación del dólar frente al euro y el yen durante gran parte de 2005 reflejó el impacto positivo de la política monetaria más restrictiva aplicada por la Reserva Federal sobre los diferenciales de tipos de interés. Asimismo, otras monedas —particularmente la libra esterlina, los dólares australiano y neozelandés y la corona sueca— se debilitaron frente al dólar, tras varios años de intensa apreciación, al evolucionar sus diferenciales de tipos de interés a favor de Estados Unidos. En cambio, el dólar canadiense se apreció frente al estadounidense, mientras que su diferencial de tipos de interés se mantuvo relativamente estable.

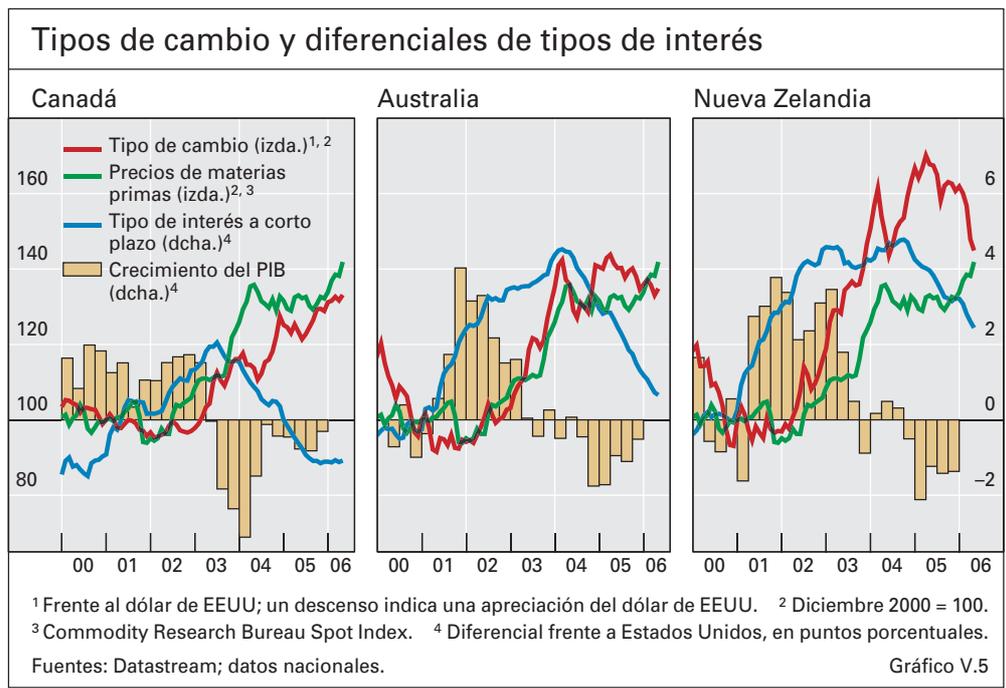
Las variaciones de los diferenciales de tipos de interés podrían haber perjudicado aún más a los dólares australiano y neozelandés, y el dólar canadiense podría no haberse apreciado, de no haber sido por los elevados precios de los productos básicos (véase el Gráfico V.5). Este encarecimiento también presionó al alza las divisas de otros países exportadores de materias primas, como Chile y Sudáfrica.

A partir de diciembre de 2005, la reversión parcial de la tendencia alcista del dólar frente al euro y el yen coincidió con un cambio de percepción sobre los ciclos de la política monetaria en las principales economías. En concreto, los agentes económicos comenzaron a esperar tipos de interés oficiales más altos en la zona del euro y Japón.

Las perspectivas de subidas de tipos de interés en Japón, unidas a la posibilidad de una apreciación asociada del yen, suscitaban particular atención, especialmente en el contexto de las operaciones de *carry trade*. Estas operaciones consisten en endeudarse en una moneda poco rentable

Los diferenciales de tipos de interés favorecieron al dólar

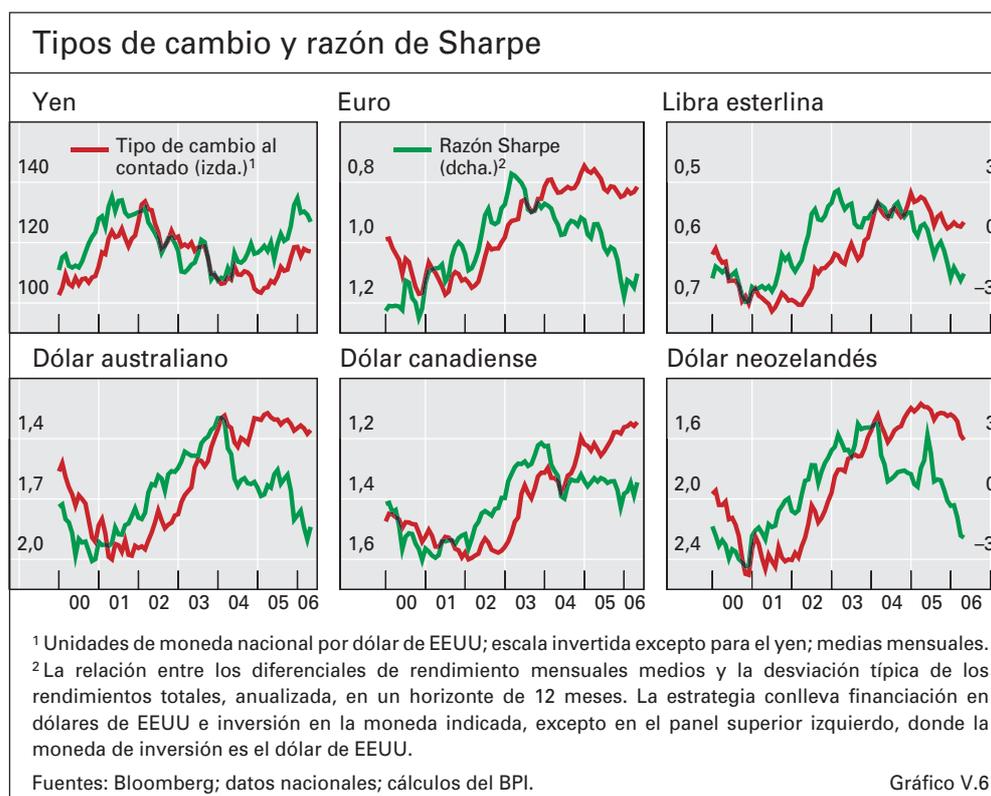
En diciembre, la atención se centró en las perspectivas de mayores tipos de interés en Japón



para invertir en otra de alta rentabilidad, suponiendo que ésta última no se depreciará tanto como para contrarrestar su ventaja en términos del diferencial de tipo de interés. Al igual que en años precedentes, estas operaciones formaron parte de las estrategias de búsqueda de rentabilidad de diversos tipos de inversionistas internacionales, aportando un importante mecanismo de conexión entre tipos de interés y tipos de cambio. Los analistas del mercado señalaron al yen y al franco suizo como las dos principales monedas de financiación de estas operaciones en 2005, mientras que el dólar pasaba de moneda de financiación a moneda de inversión conforme avanzaba el ciclo de política monetaria restrictiva de la Reserva Federal. Durante este periodo, la continua subida de los tipos de interés en Estados Unidos hizo que cada vez pareciera más atractiva la estrategia de endeudarse en yenes e invertir en activos denominados en dólares. Esto es, sin duda, lo que se desprendía de la razón de Sharpe, que ajusta el diferencial de rentabilidad por su volatilidad (véase el Gráfico V.6). La información del mercado también sugiere que hacia finales de año ya habían comenzado a cerrarse posiciones cortas en yenes.

El cierre de las posiciones de *carry trade* generó en ocasiones picos de volatilidad

Los efectos del cierre de posiciones de *carry trade* sobre la volatilidad en los mercados de divisas resultan difíciles de predecir y dependen, entre otros factores, de la velocidad a la que se deshacen las posiciones. En ciertos casos, su cierre gradual produjo modificaciones apreciables de los tipos de cambio sin impactos ostensibles sobre la volatilidad a corto plazo. Un claro ejemplo ha sido la lenta depreciación del dólar australiano iniciada en marzo de 2005, cuando las operaciones de *carry trade* que invertían en dicha moneda perdieron atractivo. En otros casos, sin embargo, el cierre de las posiciones de

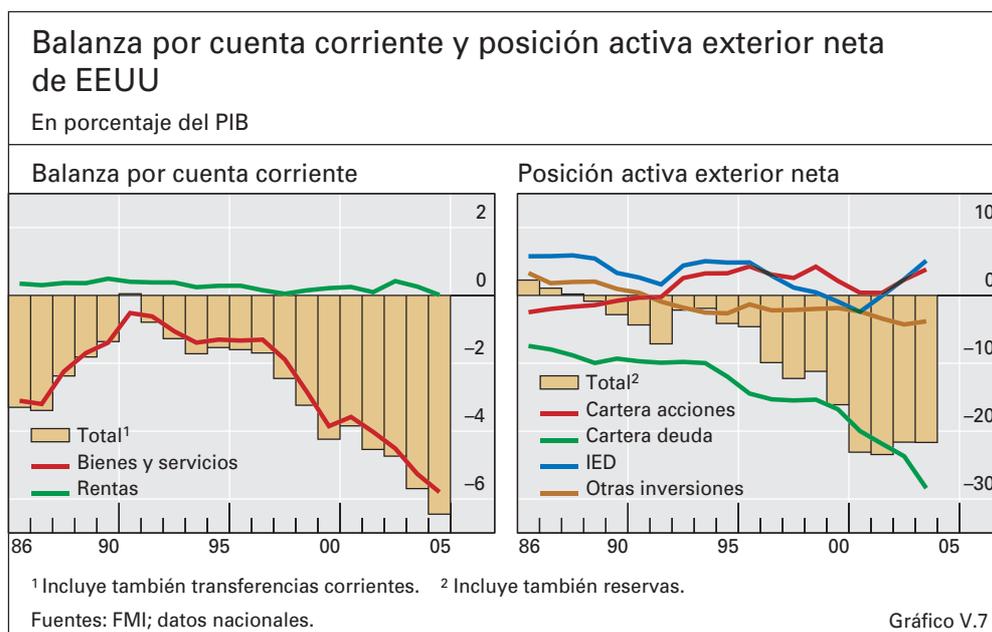


carry trade fue repentino, traduciéndose en fluctuaciones bruscas de los tipos de cambio, con efectos de contagio —aunque efímeros— en otros mercados. Hacia principios de diciembre de 2005, la apreciación del yen frente al dólar estadounidense dio lugar a un rápido cierre de posiciones largas en reales brasileños y dólares neozelandeses, con la consiguiente caída de sus cotizaciones y la alteración del precio del oro. Un ejemplo aún más llamativo de las precipitadas correcciones provocadas por el cierre de las operaciones de *carry trade* fue la acusada depreciación (un 10% en dos días) de la corona islandesa en febrero de 2006, tras la decisión de una agencia de calificación crediticia de cambiar su perspectiva sobre la calificación crediticia de Islandia. Aunque normalmente un acontecimiento de esta naturaleza no debería influir en otros mercados de divisas, el desplome de la corona islandesa se propagó en cuestión de horas a otras monedas de alta rentabilidad como las de Australia, Brasil, Hungría Nueva Zelandia y Sudáfrica, afectadas todas ellas por las operaciones de *carry trade*.

El desequilibrio externo estadounidense

El desequilibrio externo de Estados Unidos volvió a crecer en 2005. El déficit por cuenta corriente alcanzó por vez primera el 6,4% del PIB y es probable que su posición activa exterior neta haya superado el -25% (véase el Gráfico V.7). Asimismo, las rentas netas de la posición activa exterior neta, que desde mediados de la década de los 80 siempre habían sido positivas, pasaron a ser negativas en el segundo y el cuarto trimestre de 2005.

Los participantes en el mercado continuaron reaccionando ante los datos que indicaban deterioros inesperados del déficit por cuenta corriente estadounidense y, en ocasiones, también ante las sustanciales revisiones de dichos datos. Sin embargo, la posición externa de Estados Unidos suscitó, en general, menos atención que en años anteriores, como demuestra el hecho de que, durante gran parte de 2005, no sólo no mermara la disposición del sector privado a financiar este déficit por cuenta corriente,



sino que se produjera un cambio en la composición de las entradas de capital en Estados Unidos en favor del sector privado. En concreto, el peso de la inversión de cartera en renta fija y de la inversión extranjera directa (IED) aumentó sustancialmente, mientras que la proporción de los flujos de entrada financieros atribuibles a reservas oficiales disminuyeron visiblemente.

El desequilibrio externo de EEUU volvió a centrar la atención en 2006

No obstante, el desequilibrio externo de Estados Unidos volvió a centrar la atención de los mercados durante los primeros meses de 2006, a medida que el déficit comercial estadounidense alcanzaba cifras récord y arreciaban las discusiones sobre la política cambiaria de China. Parece que los desequilibrios externos también comenzaron a afectar a otras monedas: la presión vendedora que sufrió la corona islandesa a finales de febrero y principios de marzo se propagó sobre todo entre las divisas de países con elevados déficits por cuenta corriente.

Políticas cambiarias en Asia

La intervención en el mercado asiático sigue siendo determinante

La acumulación de reservas por parte de una serie de bancos centrales, especialmente asiáticos, continuó influyendo en los tipos de cambio. Sin embargo, en comparación con años anteriores, la mayor apreciación de algunas monedas asiáticas frente al dólar estadounidense indica que dicha acumulación, que se produjo a un ritmo menor de lo habitual, no logró contrarrestar por completo la mayor presión alcista procedente de los mercados de divisas (véase el Cuadro V.1).

En julio de 2005, el Banco Popular de China anunció cambios de previsible importancia en su régimen cambiario, que pueden resumirse en tres medidas básicas: la revaluación inmediata del renminbi frente al dólar en un 2%, la continuidad del régimen de flotación controlada (que permite la fluctuación del tipo de cambio en una banda de $\pm 0,3\%$ alrededor de una paridad central anunciada diariamente) y la introducción de una cesta de monedas de referencia, sin aportar detalles sobre las ponderaciones, paridades y amplitud de la banda. El régimen existente de controles de capital en principio no se alteró.

Desde principios de 2006, las autoridades monetarias chinas han anunciado una serie de medidas encaminadas a desarrollar la infraestructura del mercado nacional de divisas, con el objetivo prioritario de evitar fluctuaciones desordenadas del renminbi cuando se le permita mayor fluctuación. La introducción de estos cambios se está llevando a cabo de manera gradual. En primer lugar, 13 bancos chinos y extranjeros han recibido autorización para operar como creadores de mercado en el mercado al contado del renminbi. En segundo lugar, se han presentado oficialmente los sistemas de negociación para los mercados organizados y no organizados (estos últimos también conocidos como OTC). Estas dos disposiciones permiten que los creadores de mercado y otros participantes cualificados para operar en el mercado al contado del renminbi en China continental, negocien directamente entre sí, y no sólo a través de un sistema centralizado de casación de órdenes, que aun así continuará funcionando en paralelo. El nuevo sistema OTC seguirá operando dentro del *China Foreign Exchange*

Trade System, bajo los auspicios del banco central. Esta ampliación de las posibilidades de negociación podría traducirse en una mayor flexibilidad del tipo de cambio. En tercer lugar, la paridad central diaria del renminbi ahora se determina como una media ponderada de las cotizaciones aportadas por los creadores de mercado antes del comienzo de la negociación el mismo día hábil, en lugar de basarse en el precio de cierre del día hábil anterior. Al eliminarse cualquier posible mecanismo de tipo de cambio fijo deslizante (*crawling peg*), la fluctuación del tipo de cambio renminbi/dólar al contado de un día hábil a otro puede ser ahora sustancial. Por último, en el marco del plan *Qualified Domestic Institutional Investor*, las autoridades han permitido a las instituciones financieras nacionales, incluidos bancos, compañías de seguros y sociedades gestoras de fondos, invertir en valores extranjeros.

El efecto de estas modificaciones en julio varió en función de la moneda. Las principales divisas se vieron ligeramente afectadas, observándose apenas una apreciación del 2% del yen frente al dólar en las horas inmediatamente posteriores al anuncio. En cambio, las repercusiones dentro de la región asiática fueron más profundas, siendo la más inmediata la decisión de las autoridades malasias de abandonar el régimen de tipo de cambio fijo del ringgit frente al dólar estadounidense para optar por un régimen de flotación controlada. Además, la mayoría de las monedas de los países emergentes asiáticos se apreciaron un 2% frente al dólar estadounidense.

Las presiones sobre el renminbi se atenuaron en los meses posteriores al cambio de régimen, de modo que el tipo de cambio renminbi/dólar se mantuvo muy estable durante varios meses. No fue sino a comienzos de 2006 cuando comenzaron a observarse indicios de que las autoridades monetarias chinas estaban dejando que el renminbi se apreciara en respuesta a nuevas presiones alcistas (véase el Gráfico V.8). Así, entre principios de 2006 y mediados de mayo de ese año, la divisa china se apreció frente al dólar alrededor de un 1%.



Rentas netas y sostenibilidad de la posición externa de Estados Unidos

Pese al incesante deterioro de la balanza por cuenta corriente de Estados Unidos y de su posición de inversión internacional desde principios de los años 90, su balanza de rentas ha continuado registrando en términos netos un superávit relativamente estable en porcentaje del PIB, si bien en dos de los últimos cuatro trimestres se ha contabilizado un déficit (véase el Gráfico V.7). El hecho de que Estados Unidos haya seguido registrando superávit en la balanza de rentas, mientras sus pasivos frente al exterior han crecido más rápido que sus activos en el extranjero, ha servido para argumentar que la posición externa del país es más sostenible de lo que en principio podría parecer. Para arrojar más luz sobre la situación de Estados Unidos, a continuación se analiza más detalladamente este tema, utilizando las experiencias de una serie de países industrializados.

Tendencias y determinantes de las rentas netas

En términos contables, la balanza de rentas de Estados Unidos puede desglosarse en un efecto composición y un efecto rendimiento. El efecto composición obedece básicamente a que sus activos en el extranjero se componen en gran medida de IED de alto riesgo y alta rentabilidad, mientras que una gran proporción de sus pasivos frente al exterior son inversiones de cartera en renta fija de bajo riesgo y escasa rentabilidad (véase el Cuadro V.2). El efecto rendimiento emana del amplio y persistente diferencial de rentabilidad entre la inversión directa estadounidense en el exterior y la IED en Estados Unidos.

La balanza de rentas puede desglosarse en un efecto composición y un efecto rendimiento

Activos y pasivos de Estados Unidos frente al exterior, 2004					
En porcentaje					
		Inversión directa	Inversión de cartera: renta variable	Inversión de cartera: renta fija	Otras inversiones ¹
Activos ²	Proporción sobre el total	33,3	25,6	9,3	31,0
	Rentabilidad	8,6	2,6	4,0	2,2
	En porcentaje del PIB	28,0	21,5	7,8	26,1
Pasivos	Proporción sobre el total	21,5	16,5	34,0	28,0
	Rentabilidad	4,3	2,0	4,3	1,7
	En porcentaje del PIB	22,9	17,6	36,2	29,9
Activos netos ²	Proporción sobre el total	22,6	16,9	-125,5	-16,9
	Rentabilidad	4,3	0,6	-0,3	0,5
	En porcentaje del PIB	5,1	3,9	-28,4	-3,8

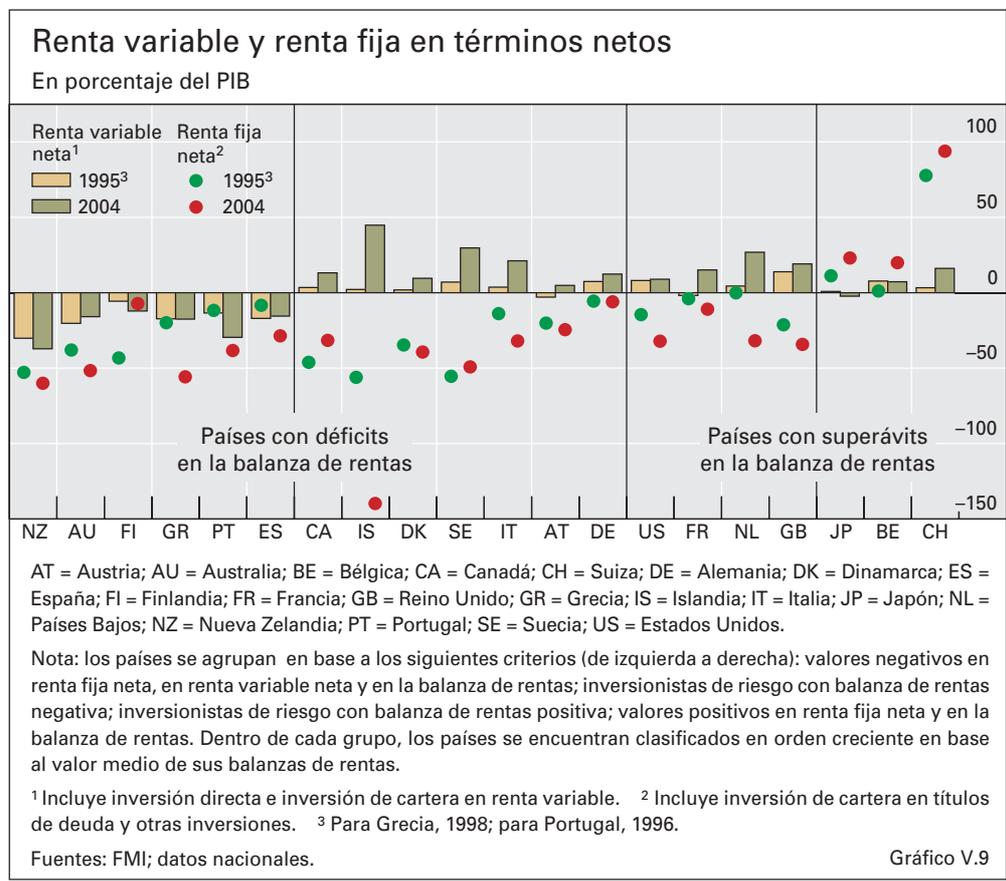
¹ Incluye préstamos, divisas y depósitos, crédito al comercio y otras cuentas pendientes de cobro o de pago. ² Incluye activos de reserva, por lo que los porcentajes que conforman el total no suman 100.
Fuentes: FMI; cálculos del BPI. Cuadro V.2

Durante algún tiempo, la balanza externa de Estados Unidos se ha caracterizado por tener una posición neta larga en activos de renta variable y una posición neta corta en activos de renta fija, de donde surge el efecto composición, aunque las trayectorias de estas variables fondo han presentado considerables diferencias a lo largo del tiempo (véase el Gráfico V.7). La posición neta en activos por IED ha promediado el 5% del PIB durante las tres últimas décadas, aunque con fluctuaciones sustanciales debido, sobre todo, a las variaciones de la IED recibida por Estados Unidos. En contraposición, desde mediados de la década de los 90 se ha acelerado bruscamente el ritmo al que se acumulan pasivos netos por inversiones de cartera en instrumentos de deuda. Como se expondrá más adelante, la evolución de estas tendencias probablemente sea relevante de cara al futuro.

EEUU mantiene una posición larga en renta variable y una posición corta en renta fija...

La experiencia de diversos países sugiere que este perfil de “inversionista de riesgo”, caracterizado por posiciones netas largas en renta variable y posiciones netas cortas en renta fija, se asocia a un superávit neto persistente en la balanza de rentas en ciertas economías, en concreto en Estados Unidos, Francia, los Países Bajos y el Reino Unido (véase el Gráfico V.9). Resulta interesante que Estados Unidos y el Reino Unido sean los dos únicos países que han registrado, durante este periodo, superávits continuos en su balanza de rentas al mismo tiempo que déficits por cuenta corriente. Sin embargo, este perfil no es condición suficiente, ni necesaria, para registrar superávits en la balanza de rentas, de ahí que resulte improbable que el efecto composición pueda explicar por sí solo la estabilidad del superávit de la balanza de rentas estadounidense. Por una parte, no resulta suficiente ya que una serie de países

... aunque este perfil no garantiza el superávit de la balanza de rentas



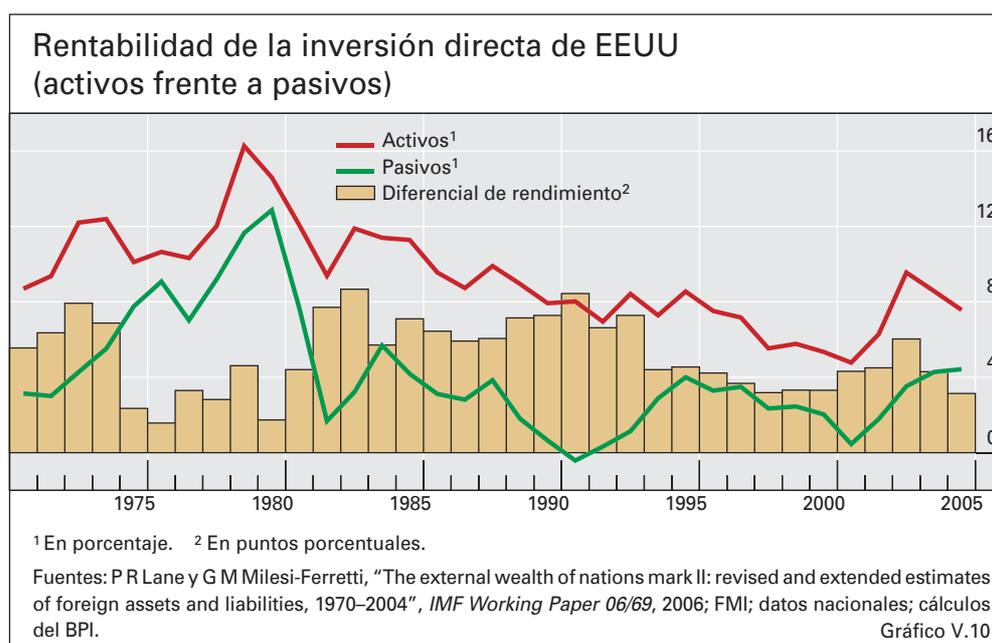
con perfil de inversionista de riesgo —por ejemplo, Canadá e Italia— han registrado déficits persistentes en sus balanzas de rentas. Por otra parte, dicho perfil no es condición necesaria puesto que algunos países, como Japón y Suiza, han registrado superávits continuos en su balanza de rentas pese a mantener posiciones netas largas en instrumentos de deuda.

Se ha sostenido que Estados Unidos goza de una ventaja en términos de rendimiento, dada la reducida rentabilidad de algunos de sus pasivos, al ofrecer éstos la liquidez y seguridad que tanto valora el comprador. Este argumento resulta especialmente relevante para las inversiones de cartera en renta fija y otras inversiones. No obstante, los diferenciales de rentabilidad entre activos y pasivos para estas categorías de inversión suelen ser bastante reducidos (véase el Cuadro V.2).

El efecto rendimiento en Estados Unidos refleja básicamente el diferencial de rentabilidad entre la inversión directa estadounidense en el exterior y la IED en el país. Desde los años 70, la rentabilidad de la inversión directa en el exterior realizada por residentes en Estados Unidos ha sido de media aproximadamente cinco puntos porcentuales superior a la obtenida por la inversión directa de no residentes en Estados Unidos (véase el Gráfico V.10).

La importancia de disfrutar de una ventaja de rentabilidad en la IED resulta también evidente en otros países con superávits en la balanza de renta. Así, entre 2000 y 2004, Francia, los Países Bajos, el Reino Unido y Suiza gozaron, en promedio, de un diferencial positivo entre las rentabilidades de sus activos y pasivos procedentes de la IED (véase el Cuadro V.3). En los casos de Francia, el Reino Unido y Suiza, los diferenciales han permanecido positivos desde inicios de la década de los 90, rondando en promedio 1, 2 y 4 puntos porcentuales, respectivamente. Cabe destacar que, en todos los países mencionados, la rúbrica de ingresos netos procedentes de los rendimientos de la IED es la que mayor contribución positiva ha realizado a la balanza de rentas en los cinco últimos años.

El efecto rendimiento se explica por la baja rentabilidad de la IED en EEUU



Inversión extranjera directa, 2000–04					
En porcentaje					
	Activos		Pasivos		Diferencia
	Proporción del total	Rentabilidad	Proporción del total	Rentabilidad	Rentabilidad
Estados Unidos	33,1	6,8	24,7	2,3	4,5
Países Bajos ¹	26,5	6,4	21,6	4,3	2,1
Suiza ¹	19,0	10,0	12,5	8,0	2,0
Reino Unido ¹	18,8	9,0	10,2	7,1	1,9
Francia	34,1	1,5	22,1	0,5	1,0
Suecia	43,8	5,4	27,1	5,8	-0,3
Portugal ²	13,5	3,5	16,3	4,1	-0,6
España ¹	29,6	3,6	23,4	4,2	-0,6
Alemania ¹	18,3	2,1	16,8	3,0	-1,0
Dinamarca	26,5	5,4	23,9	6,5	-1,1
Italia	15,9	2,1	11,0	3,6	-1,5
Grecia	10,2	1,2	10,0	2,6	-1,5
Austria ¹	12,4	7,1	11,3	9,1	-2,0
Islandia ¹	20,4	13,1	6,3	15,3	-2,2
Australia	38,7	5,4	27,6	7,5	-2,2
Japón	9,5	5,0	3,9	7,5	-2,4
Finlandia ¹	27,8	8,4	11,9	11,5	-3,0
Canadá ¹	44,4	3,9	31,0	7,5	-3,6
Nueva Zelanda	21,3	2,4	34,1	8,8	-6,4
Irlanda ³	5,9	8,8	15,6	19,3	-10,5

¹ En estos países, los activos y pasivos por inversión extranjera directa se registran a su valor contable y no a su valor de mercado. En el caso de Estados Unidos, Francia y Suecia se han utilizado datos nacionales y la relación entre el valor de mercado y el valor contable oscila entre 1,25 y 1,75, por lo que la rentabilidad de los activos y pasivos de estos países podría haberse sobrestimado en un factor situado en este intervalo. ² En estos países, los saldos se valoran a su coste corriente. ³ 2002–04.

Fuentes: FMI; datos nacionales; cálculos del BPI. Cuadro V.3

Cuatro motivos básicos se han expuesto a la hora de explicar por qué la rentabilidad de la inversión directa realizada por residentes estadounidenses en el exterior es superior a la de la IED en Estados Unidos: el riesgo de la inversión directa estadounidense en el extranjero excede el de la IED en Estados Unidos; los activos que componen la IED estadounidense en el exterior están vinculados a activos intangibles relativamente más intensivos en conocimiento, como la propiedad intelectual y la imagen de marca (“materia oscura”) que, pese a escapar a las mediciones, generan rentas; por término medio, la IED en Estados Unidos es relativamente reciente; y, por último, las empresas cuentan con incentivos fiscales para minimizar los beneficios contabilizados por sus filiales en Estados Unidos.

Existe poca evidencia de que Estados Unidos perciba una prima de riesgo en los activos de su IED por estar dirigida a países de mayor riesgo. Una razón es que la mayoría de los flujos por IED se realiza entre Estados Unidos y países con calificación crediticia similar: más del 50% de la inversión directa estadounidense en el exterior se localiza en Europa, con un 15% adicional en Australia, Canadá y Japón. En la dirección inversa, más del 70% de la IED en Estados Unidos procede de Europa. Además, no parece que Estados Unidos

Cuatro explicaciones básicas a este diferencial:

mayor riesgo de la inversión directa estadounidense en el exterior...

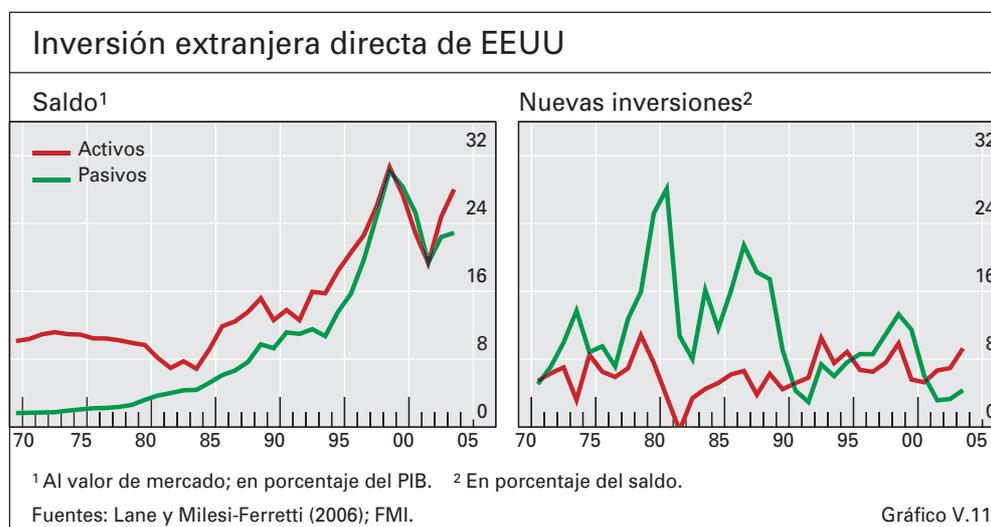
perciba mayor rentabilidad por sus activos localizados en países con calificaciones inferiores para la deuda soberana. Asimismo, la rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior no parece ser más volátil ni de mayor riesgo que la rentabilidad de la IED en Estados Unidos.

... la "materia oscura"...

La explicación de la materia oscura ha suscitado recientemente una enorme atención a la hora de indagar en los motivos de la elevada rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior. Sin embargo, la evidencia internacional sugiere que es más relevante averiguar a qué obedece la baja rentabilidad percibida por los inversionistas extranjeros en Estados Unidos (véase el Cuadro V.3). La rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior se sitúa, en efecto, en la parte alta de la escala, en comparación con los rendimientos percibidos por otros países, más si se tiene en cuenta que en algunos países los saldos de IED se registran por su valor contable, y no por su valor de mercado, lo cual suele conducir a una sobrevaloración de los rendimientos. Aún así, lo que mejor se desprende de la comparación internacional es que la principal anomalía es la rentabilidad relativamente baja de la IED en Estados Unidos, aun teniendo en cuenta las citadas dificultades de medición. Este aspecto se confirma con la evidencia microeconómica, que muestra que la rentabilidad obtenida por los inversionistas extranjeros en Estados Unidos también es baja en comparación con la que perciben las empresas norteamericanas por sus inversiones internas.

... la madurez relativa de los activos y pasivos de la IED...

Diversas pruebas avalan la teoría de que los beneficios generados por nuevas inversiones crecen con el tiempo y que la IED en Estados Unidos es relativamente reciente si se compara con la inversión directa estadounidense en el exterior. Datos a nivel de empresa indican que los beneficios de las compañías de capital extranjero que operan en Estados Unidos aumentan con el paso del tiempo hasta niveles cercanos a los de las empresas estadounidenses locales, reflejo de una relación general positiva entre los beneficios obtenidos y la antigüedad de la inversión, captada en estudios microeconómicos. Además, ha quedado ampliamente demostrado que, al menos hasta la década de los 80, el saldo de la inversión directa estadounidense en el exterior databa de fechas anteriores al correspondiente



saldo de IED en Estados Unidos (véase el Gráfico V.11), algo que podría explicarse en parte por la inversión estadounidense en Europa tras la Segunda Guerra Mundial. Por otra parte, el rápido incremento en los años 80 de nuevas inversiones en el saldo de IED en Estados Unidos indica que la antigüedad media de dicho saldo podría haber disminuido, con lo que el diferencial de rentabilidad parece haberse ampliado durante el periodo.

A partir de los años 80, el saldo de activos y pasivos ha ido creciendo a tasas muy similares, lo que sugiere que la antigüedad media de la IED en Estados Unidos debería estar convergiendo con la de la inversión directa estadounidense en el exterior, lo que implicaría un estrechamiento en el diferencial de rentabilidad. Aunque el diferencial de rentabilidad ha disminuido hasta niveles próximos a su promedio histórico, no hay indicios de que siga reduciéndose, lo que pone de relieve que la madurez de las inversiones sólo explicaría en parte el diferencial de rentabilidad. Además, no parece haber una relación sólida entre la rentabilidad y la antigüedad de los saldos de IED, utilizando datos de sección cruzada de países.

... y el arbitraje impositivo

Los tramos del impuesto de sociedades podrían incentivar a las empresas de capital extranjero radicadas en Estados Unidos a desviar sus beneficios al exterior, con lo que declararían menos flujos de rentas por su IED en Estados Unidos. Los beneficios de la filial estadounidense de una compañía extranjera podrían pasarse a su sociedad matriz, por ejemplo, pagando precios elevados al importar desde su matriz o cobrando precios reducidos al exportar a ella. El uso de esta transferencia de precios entre empresas del mismo grupo reduciría el importe declarado de los flujos de rentas percibidos por los propietarios de la IED en Estados Unidos, al tiempo que incrementaría el valor del comercio intragrupo de bienes y servicios. Por consiguiente, no existirían efectos netos sobre la balanza por cuenta corriente.

En algunos aspectos, esta cuarta hipótesis parece explicar en parte dicha situación. Aunque apenas hay pruebas directas sobre el uso de estos precios de transferencia para minimizar la carga impositiva, la evidencia sugiere su utilización en las empresas. Además, los incentivos para que las empresas de capital extranjero radicadas en Estados Unidos traspasen beneficios a sus sociedades matrices parecen haber aumentado con el tiempo. Desde finales de los años 80, el gravamen medio para el impuesto de sociedades en el conjunto de los países industrializados se ha ido reduciendo progresivamente, mientras que en Estados Unidos se ha mantenido prácticamente constante, siendo en la actualidad uno de los más elevados. En términos bilaterales, la diferencia entre los tramos del impuesto de sociedades puede ser muy amplia y suele señalarse como uno de los factores que explican el rápido aumento de los flujos de entrada de IED en países como Irlanda. Por último, hay pruebas de que los beneficios reinvertidos declarados, que son un componente fundamental de las rentas obtenidas por las inversiones directas estadounidenses en el exterior pero no de las rentas de IED en Estados Unidos, dependen en cierta medida de consideraciones impositivas.

En resumen, a pesar de que la rentabilidad de la inversión directa estadounidense en el exterior es elevada, la ventaja de la que goza la IED de

Estados Unidos se basa fundamentalmente en que los extranjeros parecen estar obteniendo menos rentabilidad por sus inversiones directas en ese país. Las dos explicaciones más plausibles de este hecho descansan en que la IED en Estados Unidos es relativamente reciente y en que hay incentivos impositivos para minimizar los beneficios declarados en Estados Unidos. No obstante, los datos disponibles no permiten cuantificar la importancia relativa de estos dos factores.

La sostenibilidad de la posición externa estadounidense

No es probable que la balanza de rentas mantenga su superávit

Cabe preguntarse si es probable que, en el futuro, el deterioro de la posición externa estadounidense por su elevado déficit comercial quede compensado por el superávit de su balanza de rentas y por los efectos de valoración positivos. Los dos trimestres de 2005 en los que la balanza de rentas fue

Posición de EEUU frente al exterior						
En porcentaje del PIB (rentabilidad en porcentaje)						
	2005 ¹	Escenarios para 2010				
		1	2	3	4	5
Supuestos						
Balanza comercial	-5,8	-5,8	-3,0	-5,8	-5,8	-5,8
Rentabilidad de:						
Activos IED	7,6	7,6	7,6	7,6	6,1	7,6
Pasivos IED	4,4	4,4	4,4	4,4	5,9	4,4
Activos inversión de cartera en renta variable	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Pasivos inversión de cartera en renta variable	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Activos renta fija ²	2,7	2,7	2,7	4,7	2,7	2,7
Pasivos renta fija ²	3,1	3,1	3,1	5,1	3,1	3,1
Resultados						
Balanza de rentas	0,0	-0,7	-0,3	-1,6	-1,5	-0,3
Posición acreedora neta frente al exterior	-26,8	-51,3	-37,9	-53,7	-53,6	-43,2
Activos	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0	93,5
Pasivos	111,8	136,3	122,9	138,7	138,6	136,7
IED	4,0	-1,2	1,6	-1,8	-1,7	1,5
Inversión de cartera en renta variable	3,0	-1,1	1,1	-1,5	-1,5	1,0
Renta fija ²	-35,4	-50,6	-42,3	-52,1	-52,0	-47,5

Nota: Al asumir que los saldos de activos y pasivos aumentan según lo hace el PIB nominal se asegura que la relación entre estos saldos y el PIB permanece constante, *ceteris paribus*. Sin embargo, este supuesto no garantiza la ecuación contable según la cual la posición neta en activos de un periodo coincide con la del periodo anterior más el saldo de la balanza por cuenta corriente y los efectos de valoración. Así pues, para que dicha condición se cumpla, la diferencia entre las posiciones netas en activos frente al exterior obtenidas con el supuesto de referencia y la relación contable en cada periodo se suma a la posición neta de referencia en activos exteriores. En concreto, esta diferencia se asigna a las cuatro clases de pasivo en proporción a su participación en el total de pasivos en 2004. Si se hubiera utilizado una asignación diferente, la evolución de la balanza de rentas sería distinta.

¹ Datos actuales para la balanza comercial, la balanza de rentas y la rentabilidad de los activos y pasivos por inversión extranjera directa. El resto de rentabilidades se basa en valores de 2004.
² Incluye inversión de cartera en renta fija y otras inversiones.

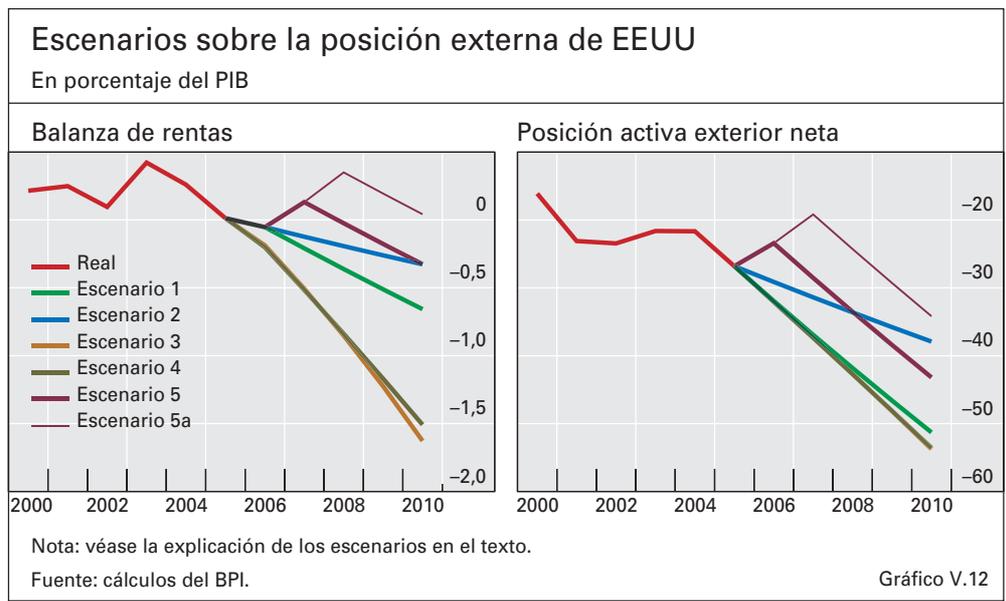
Fuente: cálculos del BPI. Cuadro V.4

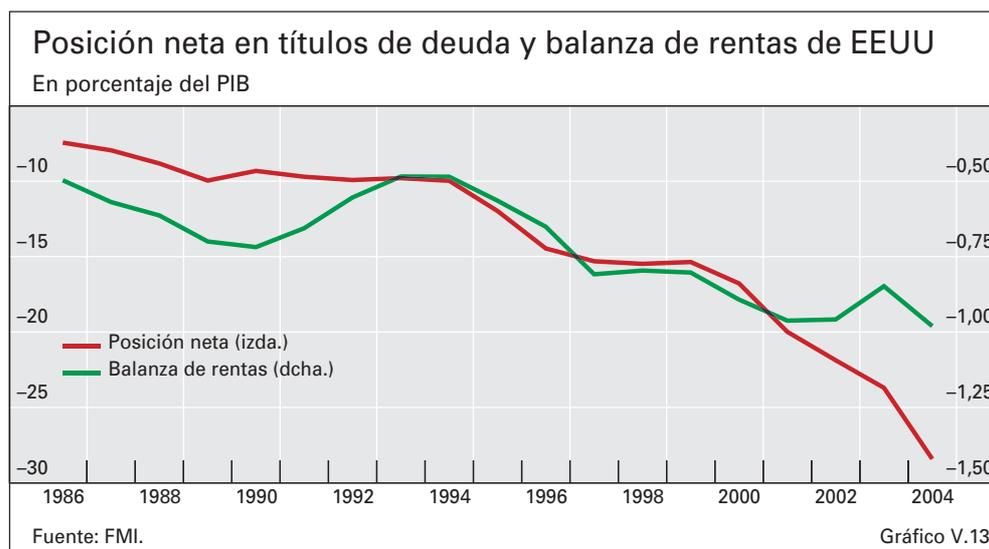
negativa sugieren que la posición externa estadounidense podría estar cerca del punto en que los ingresos percibidos por rentas de los activos no sean suficientes para compensar los pagos realizados por rentas. La respuesta a la cuestión planteada depende, en términos más generales, de la evolución de los saldos activos y pasivos exteriores, de la trayectoria de sus rentabilidades y del grado en que las fluctuaciones de los tipos de cambio y de los precios de los activos se traduzcan en efectos de valoración. El análisis de cinco escenarios diferentes permitirá examinar a continuación cómo afecta cada uno de estos factores a la posición externa neta y a la balanza de rentas.

Como punto de partida del análisis, el primer escenario presupone que las cifras de la balanza comercial, la balanza de transferencias corrientes y la remuneración de los asalariados —en porcentaje del PIB— permanecen constantes en sus valores de 2005 y que las rentabilidades no varían (véase el Cuadro V.4). Se asume que el PIB nominal de Estados Unidos crece al 5,5% anual, cifra cercana al crecimiento medio durante los últimos diez años. También se asume que el saldo de activos y pasivos exteriores crece según lo hace el PIB nominal. Además, se han realizado ajustes para garantizar que las variaciones en la posición neta en activos frente al exterior son consistentes con el valor de la balanza por cuenta corriente en cada periodo. El resultado de este primer escenario es que la posición deudora neta agregada frente al exterior pasa de representar menos del 25% del PIB en 2004, hasta situarse por encima del 50% en 2010 (véase el Gráfico V.12). La balanza neta de rentas pasaría a registrar déficit a partir de 2006, alcanzando el 0,7% del PIB en 2010.

El segundo escenario analiza la sensibilidad de la posición externa estadounidense a una mejora del déficit comercial, que constituye la rúbrica predominante en el déficit por cuenta corriente. Se asume que el déficit comercial disminuye desde el 5,8% hasta el 3% del PIB en 2006 y posteriormente permanece constante. Esta modificación tiene un efecto de primera magnitud: en comparación con el primer escenario, el deterioro de

Importancia de la trayectoria del déficit comercial





la posición deudora neta frente al exterior es más lento y no llega a superar el 40% del PIB en 2010. También se observa una mejora en la balanza de rentas, que llegaría al $-0,3\%$ del PIB en 2010.

El tercer escenario examina cómo afecta a la posición externa las variaciones de la rentabilidad a raíz de cambios en los tipos de interés. En periodos en los que los tipos de interés oficiales se sitúan por debajo de su promedio, los pagos por rentas suelen crecer menos rápido que el saldo de los pasivos por inversiones de cartera en renta fija (véase el Gráfico V.13). En cambio, durante un ciclo monetario contractivo, como el iniciado a mediados de 2004 en Estados Unidos, es probable que aumente la rentabilidad en esta categoría de activos. Además, es previsible que acabe desapareciendo la presión bajista sobre las rentabilidades procedente de la elevada demanda de activos líquidos y seguros por parte de los bancos centrales asiáticos.

A diferencia del primer escenario, en el tercero se permite que las rentabilidades de los activos y pasivos de renta fija aumenten 0,4 puntos porcentuales cada año hasta 2010. La modificación introducida descansa en la correlación histórica entre los tipos de interés estadounidenses y las rentabilidades de los pasivos por inversiones de cartera en renta fija, así como en los aumentos observados hasta ahora en el tipo de interés de los fondos federales. Los resultados obtenidos sugieren que un aumento en la rentabilidad de la deuda tiene un efecto negativo significativo en la balanza de rentas, situando su déficit en el 1,6% del PIB en 2010 —frente al 0,7% del primer escenario—, y acentúa el deterioro de la posición neta en activos frente al exterior.

El cuarto escenario ilustra el efecto que tendría un cambio en la evolución de las rentabilidades de la IED. El análisis precedente sugiere la existencia de dos factores que podrían ser fundamentales para la rentabilidad de la IED en el futuro. El primero de ellos es que la antigüedad del saldo de la IED en Estados Unidos cada vez es mayor, con lo que podría aumentar la rentabilidad de sus pasivos. El segundo factor radica en el incremento paulatino del tipo impositivo para sociedades en Estados Unidos en comparación con

Importancia de la evolución de las rentabilidades

el resto de países industrializados. Ello implicaría que los incentivos para traspasar beneficios desde Estados Unidos hacia el exterior están, en todo caso, aumentando, pudiendo inducir un efecto negativo que contrarreste la rentabilidad de la IED en ese país. Dado que este análisis no ofrece una indicación inequívoca de la evolución probable de las rentabilidades de la IED, se asume, en un escenario adverso, que éstas convergen gradualmente hacia el 6%, valor medio de la rentabilidad de los activos y pasivos en 2005 y cercano asimismo a la rentabilidad media de los activos estadounidenses por IED entre 2000 y 2004. La simulación realizada arroja deterioros de la balanza de rentas y de la posición neta en activos frente al exterior similares a los del tercer escenario.

El quinto escenario estudia cómo afecta a la posición externa de Estados Unidos los efectos de valoración. A diferencia de lo que ocurre con los pasivos exteriores de muchos otros países, los de Estados Unidos se encuentran casi en su totalidad denominados en moneda nacional, mientras que dos tercios de sus activos exteriores se denominan en moneda extranjera: aproximadamente una cuarta parte de ellos en euros, otro tanto en otras monedas europeas como la libra esterlina y el franco suizo, y una cuarta parte en dólares canadienses, monedas de países del Caribe y yenes. Este desajuste cambiario entre activos y pasivos, unido al grado de apalancamiento de su posición externa, hace que las fluctuaciones de los tipos de cambio puedan generar importantes efectos de valoración. Históricamente, Estados Unidos se ha beneficiado de dichos efectos, de tal modo que su posición neta en activos frente al exterior se ha deteriorado en menor medida de lo que cabría esperar exclusivamente a partir de su balanza por cuenta corriente.

Los efectos de valoración también podrían ser relevantes

En este escenario se asume que, debido a un efecto de valoración, los activos exteriores en porcentaje del PIB se incrementan un 10% en 2006. A falta de estimaciones precisas, existen al menos dos variables que dan una idea aproximada de la posible magnitud de las fluctuaciones de los tipos de cambio que podrían traducirse en un efecto de valoración de tales dimensiones. En primer lugar, el hecho de que las dos terceras partes de los activos se denominen en divisas indica que una depreciación uniforme del dólar estadounidense en un 15% frente a esas monedas sería consistente con el efecto de valoración supuesto, *ceteris paribus*. En segundo lugar, las correlaciones históricas apuntan a que un incremento de los activos del 10% estaría asociado con una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense en torno al 25%.

Este escenario demuestra que un efecto de valoración positivo tiene un impacto puntual favorable sobre la posición externa de Estados Unidos en comparación con el primer escenario. Aunque su ritmo de deterioro es más rápido, la balanza de rentas presenta en 2010 un resultado semejante al del segundo escenario, que asume una reducción del déficit de la balanza comercial del 3% del PIB. Sin embargo, para 2010, la posición neta en activos del quinto escenario se deteriora bastante más que en el segundo. El escenario 5a muestra el impacto que tendrían en 2006 y 2007 efectos de valoración consecutivos del 10%. Los resultados de este supuesto son lo suficientemente significativos como para asegurar que la balanza de rentas

permanece en superávit hasta 2010 y que la relación de los activos exteriores netos frente al PIB sólo se deteriora en un 10% entre 2006 y 2010.

En resumen, la condición más importante para que mejore la posición externa de Estados Unidos sería la corrección de su balanza comercial, lo cual aminoraría el ritmo de deterioro de su posición neta en activos frente al exterior. Los efectos de valoración positivos asociados con una depreciación del dólar también podrían ser relevantes, aunque su impacto sería puntual. Por ello, a menos que se repitieran, estos efectos tan sólo retrasarían el deterioro de la posición externa, sin llegar a anularlo permanentemente. Las variaciones en las rentabilidades también influyen significativamente en la balanza de rentas y en la posición neta frente al exterior. Sin embargo, dada la relación histórica entre los tipos de interés y la rentabilidad de la renta fija, es probable que sus efectos empeoren aún más la posición externa, en lugar de mejorarla.