



Desde 2024, los fundamentos de la balanza de pagos de EE. UU. están evolucionando hacia una mayor dependencia de entradas de capital extranjero mucho menos estables y mucho más sensibles a los precios que en el pasado



EE. UU. depende mucho más de acreedores privados que de acreedores públicosⁱ, y una proporción mucho mayor de las entradas de capital se dirige a mercados de renta variable, intrínsecamente más arriesgados, en lugar de a los mercados de bonos



El futuro del dólar está más ligado al éxito de la IA de lo que se reconoce, y ya no constituyen un respaldo fiable

LA PÉRDIDA DEL EXCEPCIONALISMO NORTEAMERICANO

Franklin GILL

Exdirector general de Calificaciones Soberanas, S&P Global. Director de Florentina Sovereign Advisors

La reciente oleada de ventas de bonos del Tesoro estadounidense, que llevó la rentabilidad del bono a diez años por encima del 5 % por primera vez desde 2007, pone de manifiesto un cambio estructural en la forma en que el país financia su déficit exterior. En la actualidad, el capital privado aporta a EE. UU. diez veces la financiación que proporcionan los acreedores públicos, y más de la mitad de las entradas privadas recientes se han dirigido a la renta variable, en lugar de a los bonos que tradicionalmente sustentaban la demanda extranjera. Esto deja tanto al dólar como a los mercados bursátiles estadounidenses más expuestos a un cambio brusco de tendencia. Los acreedores públicos, incluidos los vinculados a aliados históricos, ya han reducido en cientos de miles de millones de dólares sus tenencias de bonos del Tesoro desde el inicio de la guerra con Irán, en un contexto marcado además por las tensiones políticas en torno a los aranceles, la OTAN y la independencia de la Reserva Federal. A falta de un activo de reserva alternativo creíble al dólar, una intervención coordinada de los bancos centrales sigue siendo el mecanismo de respaldo más probable en el caso de que se produjese una crisis, aunque la propia necesidad de esa intervención confirmaría el debilitamiento del excepcionalismo estadounidense. Los mercados europeos de deuda ya han empezado a acusar el contagio: las rentabilidades francesas, italianas y españolas han repuntado de forma significativa en los últimos tres meses, y es probable que en los próximos seis meses aumenten tanto la pendiente de las curvas de rentabilidad de la deuda soberana como las presiones sobre las divisas.

i. Incluidos los bancos centrales y las autoridades monetarias extranjeras, los gobiernos extranjeros, las entidades públicas extranjeras —entre ellas, los fondos soberanos— y las instituciones multilaterales.

Introducción

Aunque existen varias explicaciones plausibles para la reciente oleada de ventas en el mercado de bonos del Tesoro estadounidense, la intensidad del movimiento durante el otoño y sus implicaciones para tipos de interés reales y el dólar estadounidense ponen de relieve las vulnerabilidades de los mercados financieros tanto estadounidenses como mundiales. Una forma de evaluar estas vulnerabilidades es examinar de cerca la balanza de pagos de EE. UU. y, más concretamente, la cuenta financiera. La cuenta financiera de una economía registra las operaciones que suponen un cambio de titularidad de activos y pasivos financieros internacionales entre residentes y no residentes. Dado que EE. UU. lleva décadas registrando un déficit estructural por cuenta corriente —lo que refleja una insuficiencia del ahorro interno respecto de la inversión—, en igualdad de condiciones debe registrar un superávit en la cuenta financiera.

Muchos economistas han sostenido que el análisis de la balanza de pagos no resulta aplicable a una economía cuya moneda actúa como divisa de reserva, ya que, en principio, siempre existirá una demanda neta de esa moneda, mientras que los bancos centrales del G7 tienen capacidad para crear dinero de reserva sin límite. El “privilegio exorbitante” del dólar estadounidense refleja una demanda formal e informal de dólares arraigada desde hace décadas en todo el mundo. Según datos del FMI, los activos denominados en dólares representan actualmente el 57 % de las reservas internacionales asignadas, frente al 14,5 % que corresponde a EE. UU. en el PIB mundial medido en paridad de poder adquisitivo (PPA). Además, pese a la creciente competencia de otras monedas, el dólar estadounidense sigue dominando la facturación del comercio internacional, el volumen de negociación en divisas, la emisión de deuda internacional y las actividades bancarias y de gestión patrimonial. Estas ventajas están bien asentadas y aportan a los mercados internacionales de capitales enormes ganancias de eficiencia que serían difíciles de sustituir sin el excepcionalismo del dólar estadounidense.

No obstante, desde 2024 los fundamentos de la balanza de pagos de EE. UU. están cambiando de una forma que implica una dependencia mucho mayor de entradas de capital considerablemente menos estables y mucho más sensibles a los precios que en el pasado. Este tipo de dependencia no suele ser propio de un emisor de activos libres de riesgo.

En primer lugar, en comparación con el pasado, EE. UU. depende mucho más de acreedores privados que de acreedores públicos. En la actualidad, las entradas de capital privado hacia activos denominados en dólares superan a las entradas públicas en una proporción de 10 a 1: ascienden a 1,60 billones de dólares —más del 5 % del PIB de EE. UU.— frente a los 1,75 billones de dólares de superávit de la cuenta financiera registrado por el país en los últimos doce meses hasta julio de 2026.

Un análisis más detallado de lo que compran realmente los acreedores privados plantea dudas sobre la estabilidad de la inversión extranjera en Estados Unidos y, por tanto, sobre la estabilidad futura del dólar estadounidense y, a más largo plazo, sobre su

En los últimos doce meses hasta julio de 2026, las entradas de capital privado en activos denominados en dólares alcanzaron los 1,60 billones de dólares —más del 5 % del PIB estadounidense—, frente a un superávit de la cuenta financiera de 1,75 billones, superando las entradas públicas en una proporción de 10 a 1

condición de moneda de reserva. Desde mediados de 2024, más de la mitad de los activos adquiridos por el sector privado no residente —802.000 millones de dólares en los doce meses hasta julio de 2026— son títulos de renta variable, una cifra que contrasta con la proporción histórica entre compras de bonos y acciones, de aproximadamente 13 a 1. En otras palabras, la composición actual de las compras extranjeras de activos estadounidenses está inusualmente orientada hacia los mercados bursátiles de EE. UU., que son intrínsecamente más volátiles que los bonos. Esto resulta especialmente relevante en la actualidad, dada la elevada concentración de empresas tecnológicas y de semiconductores en el S&P 500 y su creciente dependencia del éxito o el fracaso de los modelos de negocio basados en la IA para justificar unas valoraciones y ratios precio/beneficio elevadas. Como mínimo, los inversores privados extranjeros mantienen una elevada exposición tanto a la renta variable estadounidense como al dólar. Dado el volumen de estas posiciones, especialmente en valores tecnológicos con valoraciones elevadas, un deterioro de la confianza en los mercados podría llevarlos a reducir su exposición a las acciones estadounidenses y repatriar los fondos, aumentando la presión vendedora sobre el dólar en lugar de generar nueva demanda.

No existen datos del Tesoro sobre los flujos financieros transfronterizos posteriores a finales de julio de 2026, y buena parte de la presión sobre los bonos del Gobierno estadounidense procede de las ventas en corto. Aun así, el aumento de las rentabilidades en EE. UU. también sugiere que los inversores privados no residentes, al igual que sus homólogos públicos, podrían estar reduciendo sus tenencias de deuda pública estadounidense, pese a mantener una elevada posición larga en la bolsa de EE. UU. De hecho, los datos mensuales de julio confirman, por primera vez desde el otoño de 2025, importantes ventas netas de bonos del Tesoro estadounidense por parte de inversores privados extranjeros. Dada la enorme magnitud de las tenencias de deuda estadounidense en bonos por parte del sector privado extranjero hasta ahora (hasta finales de julio de 2026, el sector privado extranjero había sido comprador neto de bonos del Gobierno, de agencias y de empresas estadounidenses por un importe de algo menos de 800.000 millones de dólares en términos acumulados de doce meses), cabe anticipar nuevas ventas.

Además, si se mantienen los patrones históricos, la subida de los tipos estadounidenses y el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos tenderían a provocar una corrección a la baja en los mercados de renta variable de EE. UU., a medida que los clientes de las empresas tecnológicas estadounidenses afronten mayores costes de refinanciación. En este escenario, una oleada simultánea de ventas de acciones y bonos del Tesoro estadounidenses se retroalimentaría a menos que mejorasen los fundamentos macroeconómicos y fiscales.

Cuando la vulnerabilidad financiera se cruza con el riesgo de política económica

Sin embargo, en un año electoral parece haber poco margen para que las autoridades de EE. UU. reconsideren sus políticas fiscales, comerciales o migratorias.

La guerra con Irán se produjo en un contexto en el que ya persistían importantes desequilibrios y tensiones como los déficits presupuestarios recurrentes y un elevado

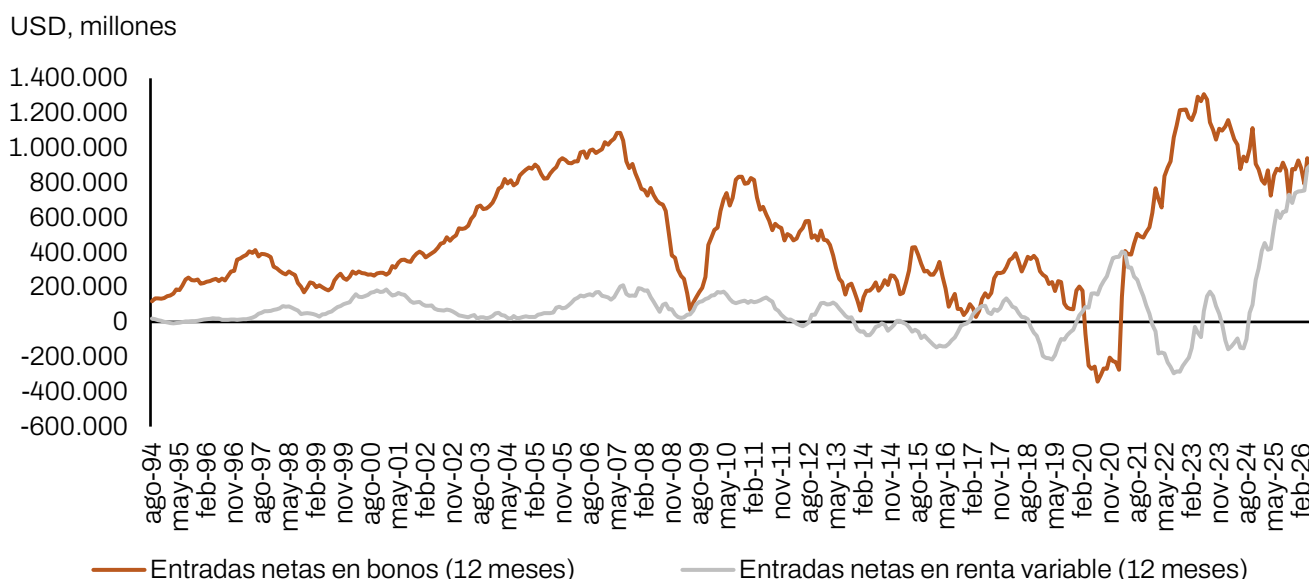
Una venta simultánea de acciones y bonos del Tesoro estadounidense podría retroalimentarse si no mejoran los fundamentos macroeconómicos y fiscales; pero, en un año electoral, parece poco probable que las autoridades de EE. UU. revisen sus políticas fiscal, comercial o migratoria

Los 20 principales tenedores públicos de deuda estadounidense han reducido sus posiciones en algo menos de un 6 %, o 233.000 millones de dólares, desde el inicio de la guerra

nivel de endeudamiento en Estados Unidos, presiones inflacionistas subyacentes y un deterioro de las relaciones con sus aliados tradicionales en torno a cuestiones como los aranceles, la OTAN y Groenlandia, además del conflicto en Ucrania. A estas tensiones se suman las dudas sobre la independencia de la Reserva Federal, el politizado cese en 2025 de Erika McEntarfer como comisionada de la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS), y la publicación, en noviembre de 2024, de “A User’s Guide to Restructuring the Global Trading System”. En este documento, su autor —Stephen Miran, expresidente del Consejo de Asesores Económicos y miembro de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal— propone que EE. UU. reprogramme los vencimientos de los bonos del Tesoro a más largo plazo en manos de aquellos acreedores públicos extranjeros que se benefician de una garantía de seguridad estadounidense.

Pese a las tensiones entre EE. UU. y sus aliados tradicionales, si realmente se produjera un *shock* de balanza de pagos por el lado de la financiación, los bancos centrales extranjeros probablemente coordinarían sus actuaciones con la Reserva Federal para estabilizar el dólar y los mercados financieros estadounidenses. Esto sería así pese a que los acreedores públicos de Estados Unidos han reducido sus tenencias de bonos del Tesoro en un total acumulado de 1,59 billones de dólares desde 2015. Más recientemente, desde el inicio de la guerra de EE. UU. con Irán en febrero, 13 de los 20 mayores acreedores públicos del Gobierno estadounidense —entre ellos aliados históricos de EE. UU. como Japón, Taiwán, Arabia Saudí, Corea del Sur, Emiratos Árabes Unidos, Suiza y Noruega— han reducido sus tenencias de bonos del Tesoro. Los datos TIC correspondientes a finales de junio de 2026 muestran que los 20 principales tenedores públicos de deuda estadounidense han recortado esas posiciones en algo menos de un 6 %, o 233.000 millones de dólares, desde el inicio de la guerra. Sin embargo, ante un dólar y una economía estadounidense más débiles, tanto los aliados como los adversarios de EE. UU. podrían coordinar una intervención en los

Figura 1 - Compras netas de no residentes en los últimos 12 meses: renta variable (gris) frente a bonos (naranja)



Fuente: Datos de capital internacional del U.S. Treasury, hasta julio de 2026

mercados de divisas y financieros. No obstante, el hecho de que se vieran obligados a hacerlo reforzaría la percepción de que el excepcionalismo estadounidense se está erosionando con rapidez.

También es legítimo preguntarse cuál es la alternativa viable a los bonos del Tesoro estadounidense y al dólar. Ni Europa ni China tienen interés en mantener déficits de balanza de pagos frente al resto del mundo, ni emiten un volumen suficiente de títulos negociables libres de riesgo que pudieran vender para compensar esos déficits externos no deseados. Al fin y al cabo, los déficits exteriores de EE. UU. —incluido el comercial— reflejan en gran medida la demanda de sus socios comerciales de invertir en bonos estadounidenses y, cada vez más, en acciones. También responden a decisiones de política económica y a factores estructurales que explican la elevada propensión al ahorro de empresas y hogares de Asia, Europa y Oriente Próximo. Ese exceso de ahorro debe invertirse en algún lugar y, durante décadas, ese lugar ha sido Estados Unidos.

¿Qué implica todo esto para los mercados financieros en los próximos seis meses, especialmente en Europa?

Se espera un mayor aumento de los rendimientos, especialmente en el tramo de 2 a 5 años de la curva de rendimientos estadounidenses. El contagio a los mercados de deuda de la zona del euro ya ha sido considerable, con una ampliación adicional de los diferenciales, aunque sin el mismo grado de aumento de la pendiente. Las rentabilidades francesas a diez años han subido más de 100 puntos básicos durante los últimos tres meses, mientras que las italianas y las españolas han repuntado 65 y 50 puntos básicos, respectivamente. Dadas las limitadas perspectivas de crecimiento en gran parte de Europa, la exposición mucho mayor al precio de mercado del petróleo debido a la dependencia de las importaciones de hidrocarburos y la debilidad general de las finanzas públicas de la zona del euro parece poco probable que los bonos de la zona del euro o los gilts británicos superen a los bonos del Tesoro estadounidense. La reciente tendencia de entradas de capital hacia los mercados emergentes debería continuar, acompañada de una depreciación de las monedas del G7, incluido el euro, frente a una cesta de divisas emergentes que incluye monedas asiáticas. El nivel de los precios del petróleo influirá en el grado de apreciación del tipo de cambio que las autoridades chinas estén dispuestas a tolerar. En última instancia, es probable que las autoridades estadounidenses impulsen otro “Acuerdo del Plaza”, junto a medidas internas de política económica, entre ellas posibles actuaciones para contener la inflación de precios y salarios si el dólar se viera sometido a una fuerte presión simultánea al alza de los precios de la energía. Los gobiernos estadounidenses, independientemente de cuál de los dos grandes partidos esté en el poder, podrían mostrarse favorables a determinados controles de precios especialmente en servicios, incluida la vivienda. Estas medidas podrían combinarse con una transformación de los vencimientos de la deuda de EE. UU., incluida una permuta por obligaciones de mayor duración, sin excluir un impago, aunque este escenario probablemente se desarrollaría en un horizonte temporal más largo. **FI**