

¿Puede China desestabilizar la deuda pública de Estados Unidos?

Judith Arnal | Investigadora principal, Real Instituto Elcano | @judith_arnal X

Tema

China es el segundo mayor tenedor extranjero de deuda pública de Estados Unidos, pero sólo representa el 9,6% del total de tenencias extranjeras y menos del 3% del total de la deuda pública estadounidense en manos del público.

Resumen

China es, tras [Japón](#), el mayor tenedor extranjero de [deuda pública de Estados Unidos](#) (EEUU). En mayo de 2024, los inversores con sede en China ostentaban deuda pública estadounidense por valor de 768.300 millones de dólares (equivalente a más de la mitad del PIB español). En los últimos años, además, los inversores chinos han ido reduciendo progresivamente sus tenencias de deuda pública estadounidense. No obstante, a pesar de la elevada cifra y de ser el segundo mayor inversor extranjero, las tenencias de deuda pública chinas sólo representan el 9,6% del total de tenencias extranjeras y menos del 3% del total de la deuda pública estadounidense en manos del público. Esto resta gran poder desestabilizador a China por esta vía, cuyos inversores, por otro lado, no podrían prescindir totalmente de la deuda pública estadounidense, activo ampliamente empleado como colateral en transacciones financieras. De hecho, en 2018, diversos expertos consideraron que el mayor efecto de una venta masiva por China de deuda pública estadounidense se traduciría fundamentalmente en una eventual elevación de los tipos de la deuda pública de EEUU. No obstante, en 2018, los tipos oficiales de la Reserva Federal estaban en torno a 300 puntos básicos por debajo de los tipos actuales, lo que sugiere que desde el propio Banco Central se contaría con margen de actuación frente a un escenario de tensiones. Esto no quiere decir que el gobierno de EEUU tenga que descuidar la salud de sus finanzas públicas: la mala gobernanza fiscal, unida a una ratio elevada de deuda pública, a abultados déficits públicos en los próximos años y a programas electorales basados en una política fiscal aún más expansiva, aconsejan mantener la situación bajo vigilancia.

Análisis

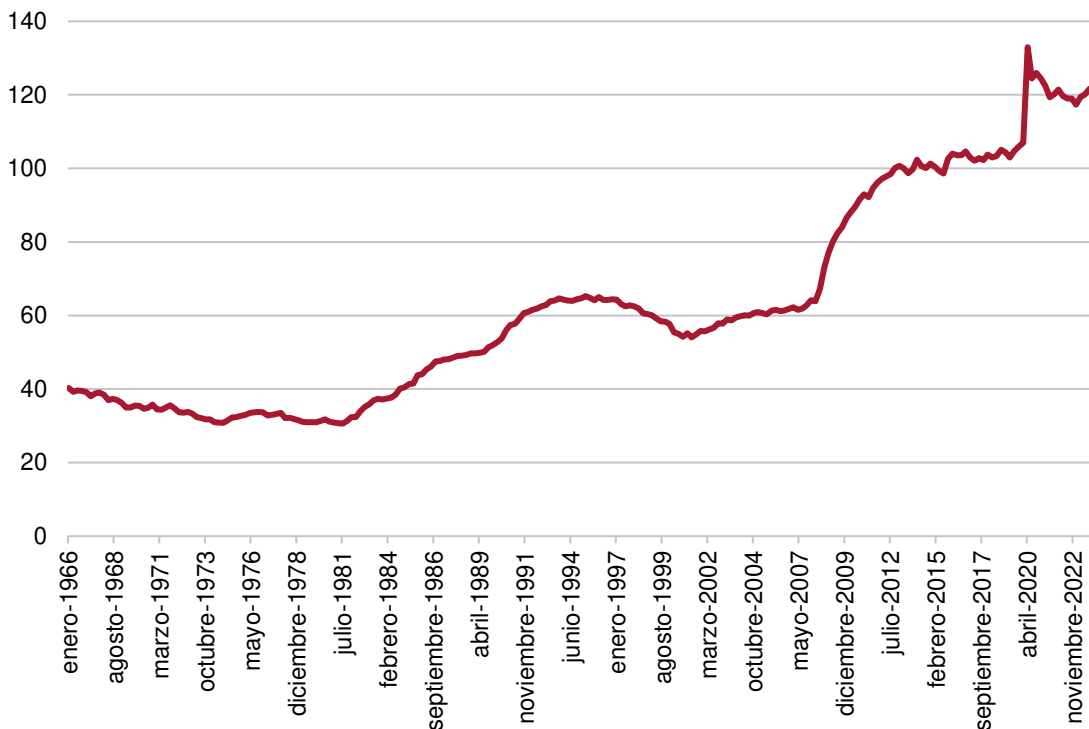
1. La evolución de la deuda pública en Estados Unidos

La deuda pública estadounidense es el activo libre de riesgo por antonomasia. Uno de los pilares sobre los que se asienta el sistema financiero internacional. Este “privilegio exorbitante”, en palabras de Valéry Giscard d’Estaing, lo hace invulnerable a ojos de muchos a cualquier tipo de tensión financiera. Pero lo cierto es que la geopolítica es cada vez más convulsa y la situación fiscal de EEUU más compleja. En particular, en medio de un clima de elevada polarización, si algo aún a Demócratas y Republicanos

es su actitud de desconfianza hacia China, prefiriendo optar por una solución de desacoplamiento (*decoupling*) frente a la actitud más prudente de la Unión Europea (UE) de reducción de riesgos (*derisking*). Pero ¿es el *decoupling* creíble desde el punto de vista de las finanzas públicas estadounidenses? ¿Puede China llegar a desestabilizar la deuda pública de EEUU?

Como se muestra en la Figura 1, en las últimas décadas, se ha producido una fuerte elevación de la deuda pública bruta de EEUU, pasando de representar poco más del 30% del PIB en 1980 a suponer más del 122% del PIB en el primer trimestre de 2024.

Figura 1. Ratio deuda pública bruta sobre PIB de EEUU



Fuente: elaboración propia sobre datos del *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

No obstante, a la hora de interpretar la ratio de deuda pública bruta sobre PIB de EEUU es importante distinguir entre dos tipos fundamentales de deuda: por un lado, la deuda pública intragubernamental y por otro lado, la deuda pública en manos del público. La deuda pública intragubernamental es deuda que una parte del gobierno debe a otra parte. En casi todos los casos, es deuda mantenida en fondos fiduciarios del gobierno, como los de la Seguridad Social. Estas deudas representan activos para la parte del gobierno federal que los posee (es decir, la Seguridad Social), pero pasivos para las partes del gobierno que los emiten (el Departamento del Tesoro). Por lo tanto, no tienen ningún efecto neto en las finanzas generales del gobierno. La deuda en manos del público mide la cantidad de deuda de EEUU mantenida por entidades distintas al gobierno federal y que se comercia públicamente. Como se percibe en la Figura 2, a finales de 2023, la deuda intragubernamental ascendía a 6,9 billones de dólares y representaba el 21% de la deuda total, frente a los 26,2 billones de dólares que suponía

la deuda pública en manos del público, un 79% del total. Sin tener en cuenta la deuda intragubernamental, la ratio de deuda pública de EEUU supondría el 97% del PIB.

Figura 2. Distribución de la deuda pública bruta de EEUU, finales de 2023

| | En billones de dólares | Como % de la deuda total | Como % del PIB |
|----------------------------|------------------------|--------------------------|----------------|
| Deuda en manos del público | 26,2 | 79% | 97% |
| Deuda intragubernamental | 6,9 | 21% | 25,2% |
| Deuda pública bruta | 33,1 | 100% | 122,2% |

Fuente: elaboración propia sobre datos de la *US Government Accountability Office*.

Tanto la deuda bruta como la deuda en manos del público son medidas importantes, pero por diferentes razones. La deuda en manos del público es la medida más significativa económicamente. Por lo tanto, es relevante para entender en qué medida la deuda está proporcionando estímulo fiscal, desplazando la inversión privada, influyendo en las tasas de interés y consumiendo espacio fiscal. La deuda federal bruta también tiene cierta importancia como una medida de las obligaciones totales del gobierno. Con algunos ajustes menores, la deuda bruta también se utiliza para determinar cuándo el gobierno ha alcanzado o alcanzará el límite de la deuda nacional. Con independencia de que a efectos económico-financieros adoptemos la ratio de deuda pública en manos del público sobre PIB como indicador relevante, su elevación es indudable, próxima ya a un nivel del 100% del PIB. Las previsiones de la Oficina Presupuestaria del Congreso apuntan a un déficit público superior al 6% del PIB de aquí a 2034. A esto se suman una serie de [razones empleadas por Fitch](#) en agosto de 2023 para proceder a rebajar la calificación crediticia de EEUU, que perdió la máxima nota de AAA: (1) erosión de la gobernanza, dadas las continuas tensiones políticas para alcanzar un acuerdo sobre la elevación del [techo de la deuda](#) y la ausencia de un marco fiscal a medio plazo; (2) posicionamiento de la ratio de deuda pública sobre el PIB 2,5 veces por encima de la mediana de los países con *rating* de triple A; y (3) retos fiscales a medio plazo sin resolver, en especial, la creciente carga del servicio de la deuda, el gasto público en aumento, el envejecimiento y la presión esperada para extender los recortes fiscales más allá de 2025. En lo que Fitch no acertó fue en que la economía estadounidense entraría en recesión a finales de 2023 o principios de 2024¹, pero el resto de sus argumentos sobre unas finanzas públicas cada vez más débiles y acompañadas de una mala gobernanza parecen adecuados.

2. Los tenedores de la deuda pública en manos del público

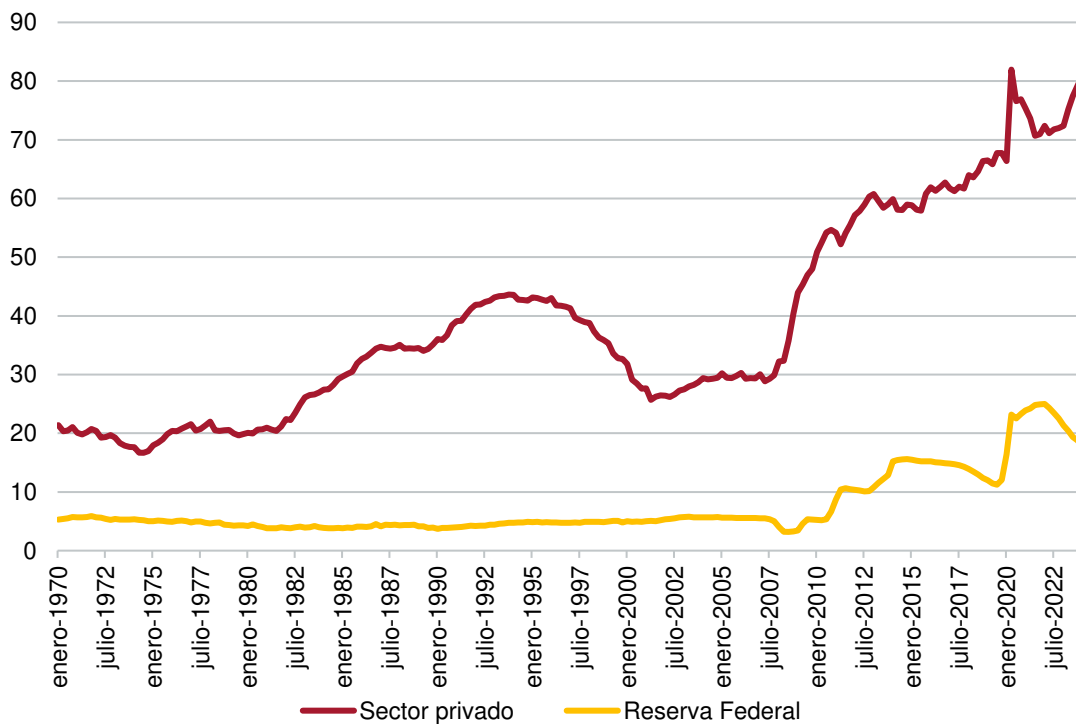
Toda vez que la deuda pública estadounidense en manos del público representa casi el 100% del PIB, que la situación geopolítica es crecientemente complicada y que la

¹ En general, las previsiones económicas de casi todos los organismos para las principales economías avanzadas eran muy sombrías y se demostraron posteriormente erradas.

gobernanza fiscal de EEUU es muy mejorable, conviene conocer quiénes son sus principales tenedores y si, a futuro, podrían seguir interesados en detentar este tipo de activo financiero.

Como se muestra en la Figura 3, la mayor parte de la deuda pública en manos del público ha estado tradicionalmente controlada por el sector privado de manera creciente, alcanzando su máximo precisamente a principios de 2024, ligeramente por encima del 81% del PIB. La Reserva Federal ha tenido un papel más secundario en términos de tenencias de deuda pública estadounidense, aunque desde la Gran Recesión en 2008, su papel se ha acentuado. Ello es debido a las denominadas políticas de expansión cuantitativa, que gran parte de los Bancos Centrales a nivel global se vieron en la obligación de adoptar ante los límites alcanzados por las herramientas convencionales de política monetaria. Las tenencias de deuda pública estadounidense por la Reserva Federal alcanzaron su máximo a principios de 2022, representando en torno al 25% del PIB. Posteriormente, con el inicio de la restricción cuantitativa, o *quantitative tightening*, las tenencias han ido reduciéndose hasta suponer a principios de 2024 algo más del 17% del PIB.

Figura 3. Deuda pública como % del PIB en manos del sector privado y de la Reserva Federal

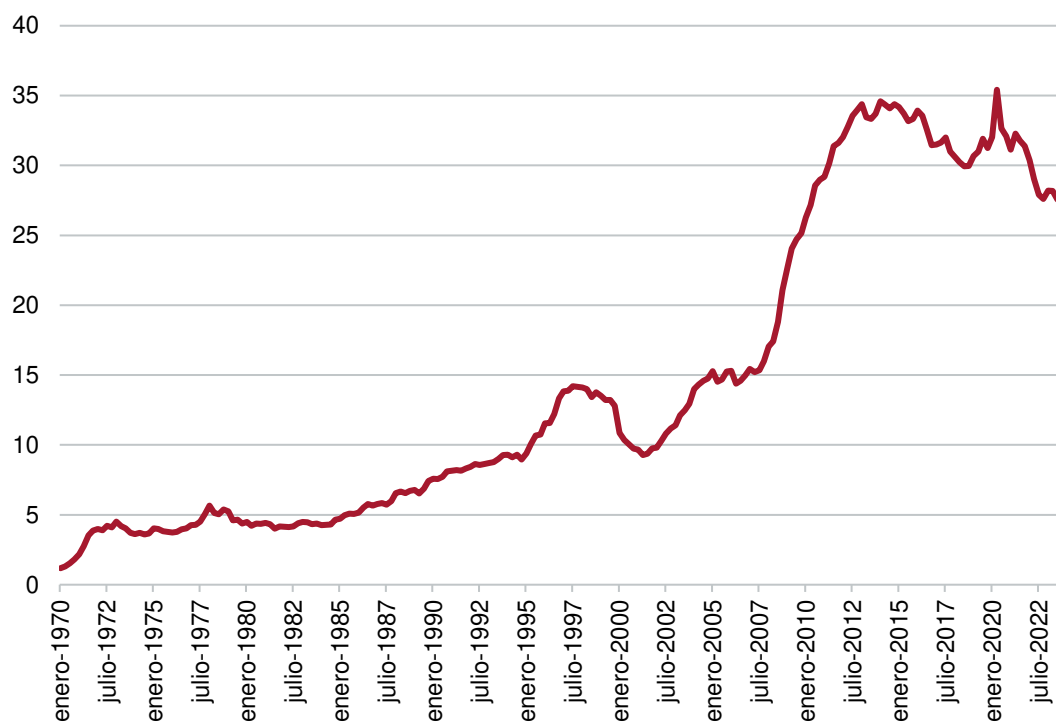


Fuente: elaboración propia sobre datos del *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

Una vez que se conoce que los inversores privados detentan más del 80% de la deuda pública en manos del público, es relevante conocer su origen. A principios de 2024, según datos del *Federal Reserve Bank of St. Louis*, los inversores internacionales tenían deuda pública estadounidense equivalente al 29% del PIB. Esto supone que los inversores internacionales poseían en torno al 36% de la deuda pública estadounidense en manos privadas. Como se deduce de la Figura 4, el peso de los inversores

internacionales en la deuda pública estadounidense ha ido aumentando a lo largo de las últimas décadas, alcanzando un máximo en el segundo trimestre de 2020 (más del 35% del PIB), coincidiendo con los peores momentos de la pandemia, lo que es una muestra más del papel que la deuda pública estadounidense desempeña como activo refugio.

Figura 4. Deuda pública como % del PIB en manos de inversores internacionales



Fuente: elaboración propia sobre datos del *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

El 29% del PIB de EEUU equivale aproximadamente a ocho billones de dólares. Movimientos en los mercados financieros por una cifra tan elevada podrían llegar a ser especialmente disruptivos. Por ello, es aconsejable conocer el origen de los inversores internacionales que están detrás de la deuda estadounidense para poder anticipar posibles tensiones. Según datos del Tesoro de EEUU reflejados en la Figura 5, los inversores internacionales de mayor relevancia para el país norteamericano se concentran en Asia, detentando en mayo de 2024 más del 55% de la deuda pública estadounidense en manos de inversores internacionales (3,5 billones de dólares), seguidos de la UE, con más del 27% (1,7 billones de dólares).

Figura 5. Inversores internacionales en deuda pública EEUU por región, mayo 2024

| Región | Millones de dólares | Porcentaje por región |
|----------------|---------------------|-----------------------|
| Unión Europea | 1.748.882 | 27,4% |
| América Latina | 509.160 | 8% |
| Caribe | 522.759 | 8,2% |
| Asia | 3.548.818 | 55,7% |
| África | 44.250 | 0,7% |

Fuente: elaboración propia sobre datos de Tesoro Público de EEUU.

Por tanto, las áreas donde se concentran los inversores internacionales en deuda pública estadounidense son Asia y la UE. Interesa, por tanto, determinar en qué países en estas dos áreas económicas están basados los inversores internacionales que detentan la deuda pública estadounidense.

En cualquier caso, antes de seguir con el análisis por regiones, es importante señalar que los datos presentados en este documento son los reportados por el Tesoro de EEUU y esto puede ofrecer una visión potencialmente distorsionada de la distribución territorial de las tenencias de deuda pública estadounidense por inversores de fuera del país por **tres motivos**: (1) la deuda pública detentada por custodios de fuera de EEUU no quedará registrada por el verdadero origen del inversor en las estadísticas del Tesoro y hay que tener en cuenta que los dos mayores custodios son Euroclear, con sede en Bélgica (Rusia guardaba sus reservas en euros allí) y Clearstream, con sede en Luxemburgo; (2) la deuda pública gestionada por terceros, como fondos de inversión con sede en grandes centros financieros internacionales, tampoco aparecerá atribuida al verdadero tenedor final; y (3) la deuda emitida por Agencias públicas, como Fannie Mae y Freddie Mac, no se recoge tampoco en estas estadísticas.

Teniendo en cuenta las premisas anteriores, comenzando con Asia, como se muestra en la Figura 6, los principales tenedores privados de deuda pública estadounidense son de origen japonés y chino. De hecho, Japón y China son, con tenencias por respectivamente 1,13 billones de dólares y 768.300 millones de dólares, los países donde residen los principales inversores privados en deuda pública estadounidense. A mucha distancia se encuentran la India y Hong Kong.

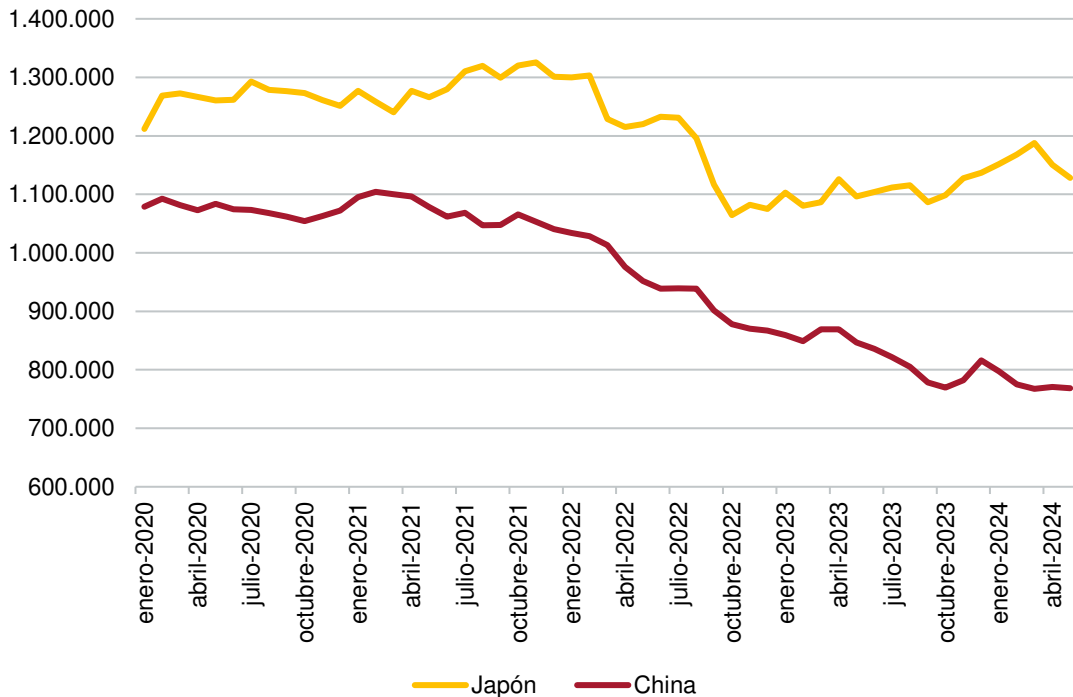
Figura 6. Principales inversores internacionales en deuda pública estadounidense en Asia, mayo 2024

| País | Millones de dólares | Porcentaje del total de inversores internacionales | Ranking entre inversores internacionales |
|-----------|---------------------|--|--|
| Japón | 1.128.274 | 14% | 1 |
| China | 768.295 | 9,6% | 2 |
| India | 237.758 | 2,9% | 11 |
| Hong Kong | 217.441 | 2,7% | 13 |

Fuente: elaboración propia sobre datos de Tesoro Público de EEUU.

Un análisis temporal de la evolución de las tenencias de deuda pública estadounidense por inversores japoneses y chinos permite llegar a la conclusión de que ambos países han reducido sus tenencias entre enero de 2020 y mayo de 2024, como se aprecia en la Figura 7. Sin embargo, la caída de las tenencias chinas (-29%) es muy superior a las japonesas (-6,8%) y, sobre todo, es sostenida a lo largo de todo el período. Por supuesto, es muy posible que los motivos detrás de esta reducción y de su eventual futura evolución sean de muy diferente naturaleza (en Japón, motivos de naturaleza financiera, frente a razones más geopolíticas en China), algo que también ha de ser tenido en cuenta por las autoridades estadounidenses.

Figura 7. Tenencias de deuda pública estadounidenses por inversores japoneses y chinos, enero 2020-mayo 2024



Fuente: elaboración propia sobre datos de Tesoro Público de EEUU.

Japón es por tanto el mayor acreedor neto del mundo, a pesar de que el Estado japonés presenta una de las ratios de deuda pública más altas sobre PIB del mundo. Décadas de una política monetaria ultraexpansiva han llevado a los inversores japoneses a buscar opciones de inversión fuera de sus fronteras, financiando así la economía global. No en vano, además de ser los mayores tenedores extranjeros de deuda pública de EEUU, tiene el 10% de la deuda pública de los Países Bajos y Australia, el 8% de la de Nueva Zelanda y el 7% de la brasileña. Un cambio brusco en el signo de la política monetaria en Japón podría dar lugar a una reversión de esos flujos financieros. Mayores rentabilidades en los activos nacionales atraerían a los inversores japoneses, que ya tienen *per se* un fuerte sesgo nacional. Esto podría verse agravado por una complicada situación fiscal, con una ratio de deuda pública sobre PIB superior al 200%, de modo que, si la sostenibilidad fiscal del país estuviera en duda, es probable que la repatriación de capitales aún fuera mayor, por razones patrióticas.

Siguiendo con la UE, cuatro países se encuentran entre los 10 que mayores tenencias de deuda pública estadounidense poseen. Los dos primeros, Luxemburgo e Irlanda, son países que tradicionalmente funcionan como centro de distintos fondos de inversión, por lo que el listado es coherente.

Figura 8. Principales inversores internacionales en deuda pública estadounidense en la UE, mayo 2024

| País | Millones de dólares | Porcentaje del total de inversores internacionales | Ranking entre inversores internacionales |
|------------|---------------------|--|--|
| Luxemburgo | 385.360 | 4,8% | 4 |
| Irlanda | 317.675 | 4% | 7 |
| Bélgica | 313.039 | 3,9% | 8 |
| Francia | 283.007 | 3,5% | 10 |

Fuente: elaboración propia sobre datos de Tesoro Público de EEUU.

Pero si miramos más allá de la UE, observamos que otros dos países europeos se encuentran también en las primeras posiciones en términos de tenencia de deuda pública estadounidense: el Reino Unido y Suiza. De hecho, tal y como se observa en la Figura 9, el Reino Unido es el tercer mayor tenedor de deuda pública estadounidense, tan sólo por detrás de Japón y China. Si el Reino Unido siguiera siendo miembro de la UE, las tenencias de deuda pública estadounidense del bloque ascenderían a casi 2,5 billones de dólares, muy por encima de Japón o China. Por tanto, seis de los 10 principales inversores internacionales en deuda pública estadounidense son europeos.

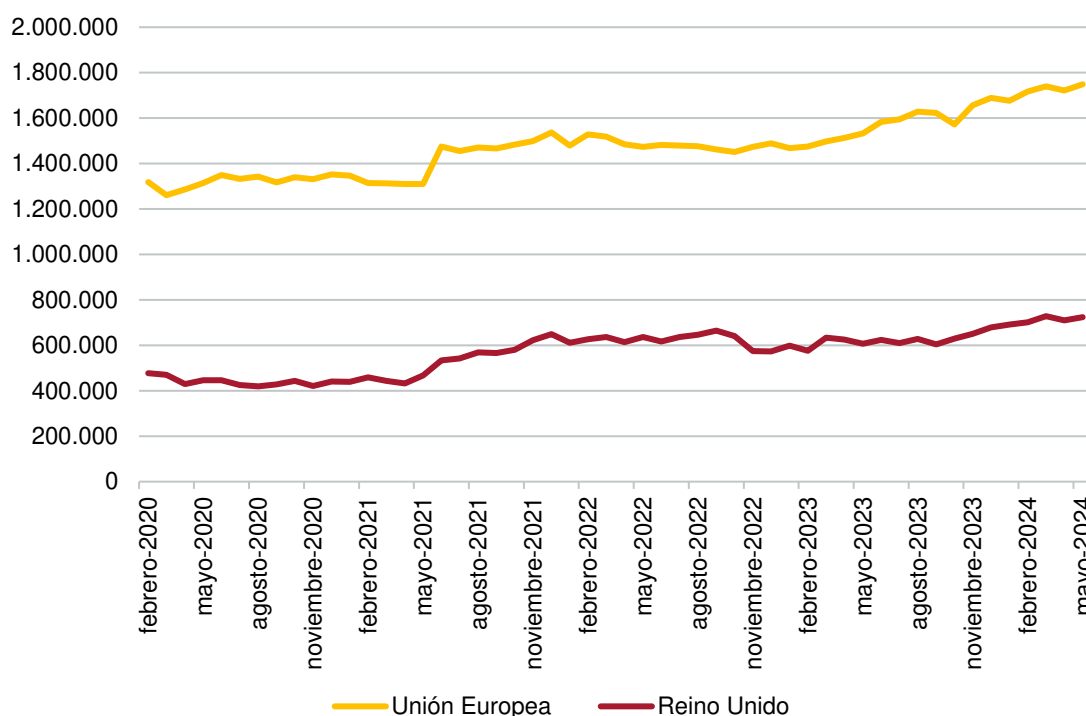
Figura 9. Principales inversores internacionales en deuda pública estadounidense en Europa fuera de la UE, mayo 2024

| País | Millones de dólares | Porcentaje del total de inversores internacionales | Ranking entre inversores internacionales |
|-------------|---------------------|--|--|
| Reino Unido | 723.399 | 9% | 3 |

Fuente: elaboración propia sobre datos de Tesoro Público de EEUU.

Además, a diferencia de lo acontecido con Japón y China, como se deduce de la Figura 10, las tenencias de deuda pública estadounidense por inversores de la UE y británicos aumentan entre enero de 2020 y mayo de 2024 un 32,7% y un 51,6%, respectivamente.

Figura 10. Tenencias de deuda pública estadounidenses por inversores de la UE y británicos, enero 2020-mayo 2024



Fuente: elaboración propia sobre datos de Tesoro Público de EEUU.

Extendiendo la mira más allá de Asia y Europa, puede llamar la atención el hecho de que el Caribe esté posicionado por delante de América Latina como región inversora en deuda pública estadounidense. Ello es debido al papel desempeñado por las islas Caimán, que ocupa la sexta posición como tenedor de deuda pública estadounidense, con 336.453 millones de dólares. Dentro de América Latina, el principal inversor en Brasil, en la duodécima posición, con 223.211 millones de dólares.

Otro país que ha acaparado titulares en prensa financiera por la reducción progresiva de su exposición a EEUU es Arabia Saudí. Entre enero de 2020 y mayo de 2024, las tenencias saudíes de deuda pública estadounidense han caído casi un 15%. Esto es

causa fundamentalmente de su programa de diversificación económica [Visión 2030](#), por el que se requieren más fondos para invertir en otras áreas. La vuelta de Donald Trump a la Casa Blanca podría conllevar una reversión de la situación, en la medida en que el candidato republicano ha prometido un acercamiento al país saudí.

Por último, es destacable también la evolución de las tenencias de deuda pública por parte de entidades rusas, que en enero de 2020 se encontraban en 10.510 millones de dólares y en mayo de 2024 en tan sólo 45 millones de dólares. Esto es resultado de las sanciones económicas impuestas a la Federación Rusa por su invasión de Ucrania.

Del análisis realizado en este apartado se puede deducir que las tenencias extranjeras de deuda pública estadounidense son importantes, pero no son las mayoritarias. Las tenencias por parte de entidades domésticas (teniendo en cuenta también la Reserva Federal) están por encima del 70% del total, superando con creces las de los inversores extranjeros, ligeramente por encima del 29%. No obstante, cambios bruscos en las tenencias extranjeras de deuda pública pueden generar tensiones en los mercados financieros estadounidenses, por lo que es imprescindible mantenerlas monitorizadas. Eventuales cambios bruscos en las tenencias pueden obedecer a factores financieros o económicos (por ejemplo, el caso de Japón), geopolíticos (los casos de China y Rusia) o una combinación de ambos (el caso de Arabia Saudí). Ya en 2018, [diversos expertos](#) consideraron que cambios bruscos podrían dar lugar a un alza en las rentabilidades exigidas por la deuda pública estadounidense. No obstante, en 2018, los tipos oficiales de la Reserva Federal estaban en torno a 300 puntos básicos por debajo de los tipos actuales, lo que sugiere que desde el propio Banco Central se contaría con margen de actuación frente a un escenario de tensiones.

Pero en todos estos casos, los usos de la deuda pública estadounidense, tal y como se explica en el siguiente apartado, desempeñan un peso relevante a la hora de considerar la desinversión.

3. Los usos de la deuda pública estadounidense y la necesidad de prudencia fiscal

La deuda pública de EEUU constituye el activo libre de riesgo por excelencia a nivel mundial. Si en la zona euro la prima de riesgo se calcula por referencia a la deuda pública alemana, las primas de riesgo a nivel mundial se calculan por referencia a la deuda pública estadounidense. La deuda pública estadounidense se emplea como forma de diversificar carteras, de reducir el riesgo y como activo extremadamente líquido.

Asimismo, la deuda pública estadounidense es el activo más empleado del mundo como colateral. Por ejemplo, los bancos lo emplean para cumplir con el Requisito de Cobertura de Liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) y como activo de cobertura para muchas exposiciones. Algo similar puede decirse de los fondos de pensiones y de los gestores de divisas. Los estándares internacionales de Basilea asignan, bajo el enfoque estandarizado, una ponderación por riesgo del 0% a la deuda con calificación comprendida entre AA- y AAA. La deuda en estas franjas elevadas de calificación crediticia no abunda (sin ir más lejos, la deuda pública española está fuera de esta horquilla), por lo que la demanda de bonos estadounidenses está hasta cierto punto

garantizada. Difícilmente las entidades chinas pueden prescindir de emplear este tipo de activo y en caso de hacerlo, seguiría habiendo demanda de otras partes.

Pero el hecho de que la importante utilidad de la deuda pública estadounidense sea garantía de su demanda no obsta para que las autoridades estadounidenses se comporten con la debida prudencia fiscal. Como activo libre de riesgo, la deuda pública de EEUU constituye un suelo para las rentabilidades del resto de activos financieros y se emplea para la valoración y fijación del precio del resto de activos. De este modo, cualquier distorsión en los mercados de deuda pública estadounidense se transmitiría de manera prácticamente instantánea al resto de los mercados financieros globales por medio de una elevación generalizada de las rentabilidades. Esto hace que el gobierno estadounidense tenga una responsabilidad especial. Si bien el diseño de un plan de consolidación fiscal a medio plazo parece poco probable en el contexto político actual, deberían realizarse todos los esfuerzos posibles para mejorar la gobernanza fiscal, eliminando, por ejemplo, el techo de la deuda, una regulación absolutamente anacrónica que no contribuye a ningún objetivo de disciplina presupuestaria.

Conclusiones

Respondiendo a la pregunta de este artículo, difícilmente podrá China desestabilizar la deuda pública de EEUU. A pesar de ascender a 768.300 millones de dólares en términos nominales, las tenencias de deuda pública chinas sólo representan el 9,6% del total de tenencias extranjeras y menos del 3% del total de la deuda pública estadounidense en manos del público. Esto resta gran poder desestabilizador a China por esta vía, cuyos inversores, por otro lado, no podrían prescindir totalmente de la deuda pública estadounidense, activo ampliamente utilizado como colateral en transacciones financieras. Esto no quiere decir que el gobierno de EEUU tenga que descuidar la salud de sus finanzas públicas: la mala gobernanza fiscal, unida a una ratio elevada de deuda pública, a abultados déficits públicos en los próximos años y a programas electorales basados en una política fiscal aún más expansiva, aconsejan mantener la situación bajo vigilancia.