

Ahorro, Inversión y la Cuenta Corriente

En una economía enteramente cerrada, que está aislada del resto del mundo, el ahorro agregado sería, por necesidad, igual a la inversión agregada. El producto de la economía se divide entre consumo corriente e inversión, de modo que $Q = C + I$. Al mismo tiempo, el ingreso percibido por las familias, que también es igual a Q , debe dividirse entre consumo y ahorro, de modo que $Q = C + S$. Vemos inmediatamente que $I = S$, es decir, la inversión siempre debe ser igual al ahorro. Tanto el ahorro como la inversión representan aquella parte del producto nacional que no se utiliza para consumo corriente.

Por supuesto, el ahorro y la inversión en una economía no corresponden necesariamente a las mismas familias, o empresas.¹ Algunas familias pueden desear ahorrar careciendo de proyectos de inversión por realizar, mientras que otras familias pueden tener proyectos de inversión pero carecer de ahorros. Los mercados financieros resuelven el problema de canalizar los ahorros hacia quienes buscan invertir. Por su intermedio, los ahorrantes acumulan activos financieros mientras que los inversionistas acumulan pasivos financieros. Para tomar un sencillo ejemplo, los inversionistas podrían emitir bonos para financiar sus inversiones, los que serían adquiridos por las familias que quieren ahorrar.

Sin embargo, en una economía abierta, donde los residentes de una nación intercambian bienes y activos financieros con residentes de otras economías, no continúa siendo efectivo que el ahorro de una nación debe siempre ser igual a la inversión que tiene lugar dentro del país. Las familias de una nación pueden querer ahorrar más de lo que intentan invertir a nivel interno, prestando el exceso de ahorro a inversionistas de otros países. En este caso, el país acumulará activos financieros netos contra residentes del exterior. El producto nacional que se genera pero no se consume ni se invierte se exporta al extranjero. Como veremos, existe una íntima relación entre el saldo ahorro-inversión de un país y sus exportaciones netas.

En este capítulo, estudiaremos los determinantes del intercambio de préstamos de un país con el resto del mundo. La *cuenta corriente de la balanza de pagos* es el concepto clave en que se centrará nuestro estudio (además del análisis económico de la cuenta corriente que se da en este capítulo, se discute en un apéndice la *contabilidad* de la cuenta corriente). Cuando los residentes de un país prestan más al extranjero de lo que toman en préstamo, acumulando de esta manera títulos financieros netos contra el resto del mundo, decimos que el país tiene *superávit de cuenta corriente*. Cuando el país, frente al resto del mundo, está acumulando pasivos netos (o está disminuyendo sus activos netos) la economía tiene *déficit*

¹ Para propósitos analíticos, no es necesario distinguir en este momento entre familias y empresas, de modo que, por sencillez, nuestra discusión se hará en términos de familias.

de cuenta corriente. Cuando el ahorro nacional excede a la inversión nacional, existe superávit de cuenta corriente (prestándose al exterior la diferencia) y déficit de cuenta corriente cuando la inversión excede al ahorro. Veremos que el saldo de la cuenta corriente está estrechamente relacionado con el saldo de exportaciones netas.

La cuenta corriente posee una dimensión intertemporal crucial. La economía en su conjunto, al igual que las familias individuales y las empresas que componen la economía, tiene una restricción presupuestaria intertemporal. Si hoy en la economía existe un déficit de cuenta corriente, sus residentes están incrementando su deuda neta con el resto del mundo. Eventualmente, con el fin de pagar el interés de las deudas acumuladas, el país tendrá que reducir su consumo interno. Al reducirse el consumo interno, el producto nacional que se usaba para consumo empieza a utilizarse en forma creciente para exportaciones netas. Como veremos, las exportaciones netas de un país constituyen, en esencia, su forma de pagar la carga de intereses sobre los pasivos que ha acumulado al operar con déficit de cuenta corriente.

6-1 ANÁLISIS FORMAL DEL AHORRO, LA INVERSIÓN Y LA CUENTA CORRIENTE

Pasamos ahora a un modelo formal de la cuenta corriente. Para simplificar la teoría, seguiremos imaginando, como en los dos capítulos anteriores, una economía *clásica* de pleno empleo, con nivel de precios estable para los bienes y servicios ($P = 1$). Más adelante, discutiremos, dentro del marco del modelo keynesiano, los efectos sobre la cuenta corriente de las fluctuaciones inducidas por la demanda agregada en el producto.

En una economía cerrada, el ahorro debe ser igual a la inversión. Tanto el ahorro como la inversión son funciones de la tasa de interés doméstica, r . Entonces, podemos dibujar las curvas de ahorro e inversión, como hacemos en la figura 6-1, con el ahorro como función creciente de r y la inversión como función decreciente de r .² Por supuesto, el ahorro y la inversión son también funciones de muchas otras variables: ingreso corriente y futuro, rentabilidad esperada y otras. Estos otros factores se consideran dados cuando se representan las curvas de ahorro e inversión como en la figura. La tasa de interés nacional se ajusta de modo que el ahorro y la inversión se igualen al nivel dado por el punto de equilibrio E .

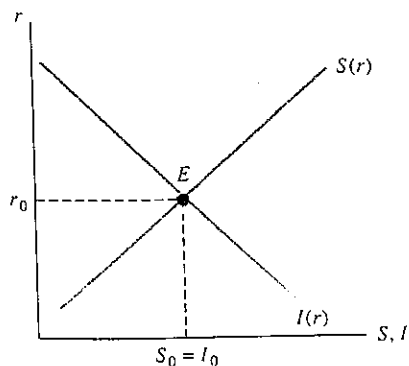


Figura 6-1
Ahorro, inversión y la tasa de interés
en una economía cerrada

² Recordemos el capítulo 4 donde apuntábamos que el efecto de un aumento de la tasa de interés sobre el ahorro es ambiguo porque el efecto sustitución tiende a hacer subir el ahorro en tanto que el efecto ingreso puede hacer decrecer el ahorro. Como se dijo en el capítulo 4, escogeremos como caso normal la situación en que un alza en las tasas de interés se asocia con un aumento del ahorro.

En esta representación podemos ver claramente los efectos de distintos tipos de shocks sobre el ahorro nacional, la inversión y las tasas de interés. Consideremos los efectos de un incremento transitorio del producto como resultado de un shock de oferta favorable, una cosecha abundante, por ejemplo. Para cualquier tasa de interés dada, las familias querrán ahorrar más, de modo que la curva de ahorro se desplazará a la derecha, como se muestra en la figura 6-2a. Sin embargo, la curva de inversión no se moverá, si el cambio en el producto es estrictamente temporal. En la medida en que la función de producción *futura* permanezca inalterada, el stock de capital deseado para el futuro también se mantiene sin cambios. Por tanto, la curva I no se desplaza. En consecuencia, el resultado del incremento transitorio del producto es una caída en las tasas de interés y un incremento del ahorro y la inversión corrientes al desplazarse el equilibrio de E a E' en la figura 6-2a.

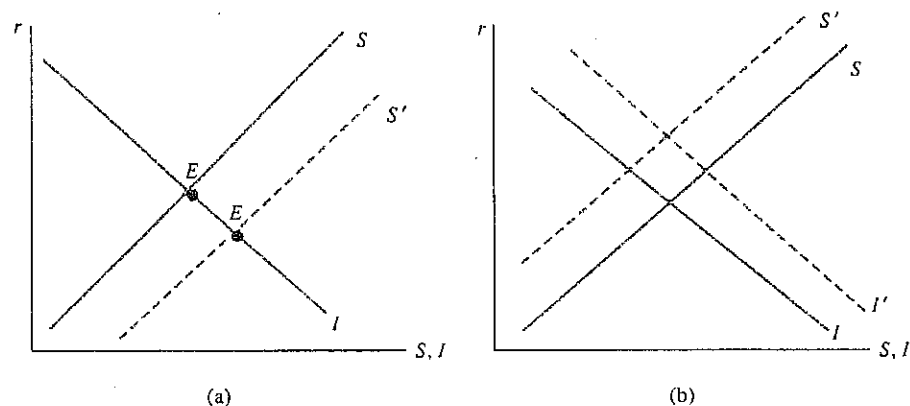
Consideremos ahora los efectos de un incremento futuro anticipado del ingreso, que en el futuro también desplaza hacia arriba la productividad marginal del capital. En este caso, el ahorro corriente tenderá a bajar, ya que las familias se endeudan con cargo a su mayor ingreso futuro; por su parte, para aprovechar el mayor nivel de productividad marginal del capital, la inversión tenderá a crecer. El resultado se muestra en la figura 6-2b, como un desplazamiento a la izquierda en la curva de ahorro y un desplazamiento a la derecha en la curva de inversión. Con certeza podemos afirmar que las tasas de interés subirán, en tanto que el ahorro y la inversión globales podrán subir o bajar.

Sin embargo, la mayor parte de las economías del globo no son cerradas, de modo que la hipótesis de que el ahorro y la inversión de un país deben estar siempre en equilibrio no sirve de mucho. Por lo general, los residentes de un país pueden intercambiar préstamos con el resto del mundo, acumulando de este modo títulos u obligaciones respecto a residentes de otros países. Entonces, el análisis del ahorro y la inversión debe expandirse para tomar en cuenta los flujos internacionales de activos financieros.

Sea B^* el monto de los activos netos de los residentes de un país en el resto del mundo (usaremos el asterisco para designar en general una "variable externa"; el asterisco en este caso enfatiza que B^* es un título sobre un activo externo). Se suele llamar a B^* la *posición de inversión internacional neta* o la *posición de activos externos netos* de un país. Se puede considerar a B^* como un activo en la forma de bonos, de aquí la notación, aunque en la práctica los títulos contra el resto del mundo pueden adoptar múltiples formas: bonos, dinero, acciones, etc. B^* mide los activos de los residentes nacionales frente a extranjeros, *menos* las

Figura 6-2

Efectos de shocks económicos sobre el ahorro y la inversión en una economía cerrada



obligaciones con el extranjero. Cuando B^* es positivo, el país es un *acreedor neto* respecto al resto del mundo y, cuando B^* es negativo, el país es un *deudor neto* del resto del mundo.

Definimos la cuenta corriente de un país (CC) como el cambio en su posición de activos externos netos respecto al resto del mundo:

$$CC = B^* - B^*_{-1} \quad (6.1)$$

Notemos que un superávit en la cuenta corriente implica una acumulación de activos externos o una reducción en los pasivos externos. Un déficit implica una reducción de activos externos o un incremento en los pasivos externos.

La ecuación (6.1) indica que la cuenta corriente de este período (CC) es el cambio en los activos externos netos, que designamos por B^* , entre este período y el período *anterior* (designado por el subíndice -1). Debe notarse que el nivel de B^* en un período dado es el resultado de los superávits y déficits de la cuenta corriente en el pasado. Partiendo de un año inicial (que se designa de manera arbitraria como el año 0), la posición de activos externos netos de un país en el año t (B^*_t) es igual a B^*_0 más la suma de los saldos de cuenta corriente en los años entre 0 y t :

$$B^*_t = B^*_0 + CC_1 + CC_2 + \dots + CC_t \quad (6.2)$$

En muchos países, especialmente en el mundo en desarrollo, B^* es una cifra negativa, debido a que la cuenta corriente del país ha sido negativa durante un largo tiempo. Durante la última década, la situación de los países en desarrollo muy endeudados ha suscitado mucha atención y debates y ha llegado a conocerse como la crisis de deuda del Tercer Mundo. En el capítulo 22 analizaremos en detalle esta crisis.

El cuadro 6-1 presenta la evolución de la cuenta corriente de Estados Unidos y su posición de activos externos netos (PAEN) desde 1970.³ La PAEN mide la condición de acreedor o deudor de Estados Unidos frente al resto del mundo, esto es, mide el saldo de activos externos totales *menos* pasivos externos totales.

Podemos notar que, durante los años 80, los déficits de cuenta corriente de Estados Unidos han llevado a este país a perder su condición de principal acreedor internacional para transformarse en el mayor deudor neto del mundo. De hecho, al finalizar 1988, Estados Unidos había acumulado más de \$500 mil millones de pasivos externos netos.⁴ Esto significa más de tres veces la deuda de Brasil o México, los mayores deudores entre los países en desarrollo. Sin embargo, a pesar de su cuantía, el problema estadounidense es de menor magnitud en relación a su ingreso; los pasivos internacionales netos de Estados Unidos representan sólo alrededor del 10% de su PIB, mientras que la deuda neta de México supera con creces el 50% de su PIB.

³ De acuerdo al uso corriente, trataremos los términos "posición de inversión internacional neta" y "posición de activos externos netos" como sinónimos.

⁴ Sin embargo, los datos que respaldan el cuadro 6-1 tienen múltiples problemas de medición. Algunos autores han sostenido que Estados Unidos no se ha transformado realmente en deudor neto durante los años 80 porque el valor de los activos norteamericanos en el exterior es mucho mayor de lo que indican los datos oficiales. Para citar un factor, tradicionalmente las inversiones norteamericanas en el exterior se han medido al costo histórico. Hay, sin embargo, otros tipos de errores en los datos que tienden a subestimar las deudas norteamericanas al exterior. Aunque no podemos estar seguros del nivel global de la deuda neta de Estados Unidos, no cabe ninguna duda de que la posición de activos externos netos de este país cayó agudamente en los años 80, pasando de un gran superávit a un superávit mucho menor o incluso a un déficit. De hecho, una estimación reciente basada

CUADRO 6-1

LA CUENTA CORRIENTE Y LA POSICIÓN DE ACTIVOS
EXTERNOS NETOS EN ESTADOS UNIDOS, 1970-1989
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES CORRIENTES)

Año	Saldo de la cuenta corriente	Posición de activos externos netos
1970	2.3	58.6
1971	-1.4	56.1
1972	-5.8	37.1
1973	7.1	61.9
1974	2.0	58.8
1975	18.1	74.6
1976	4.2	82.6
1977	-14.5	72.4
1978	-15.4	76.7
1979	-1.0	95.0
1980	1.1	106.3
1981	6.9	140.9
1982	-5.9	136.7
1983	-40.1	89.0
1984	-99.0	3.3
1985	-122.3	-111.4
1986	-145.4	-267.8
1987	-162.3	-378.3
1988	-128.9	-532.5
1989	-110.0	—

Fuente: Economic Report of the President, 1991.
Cuadros B-101 y B-102.

Debemos notar asimismo que la cuenta corriente no es exactamente igual al cambio de los activos externos netos. Hay una variedad de factores que dan cuenta de esta discrepancia: flujos de capital no registrados,⁵ que a veces en la balanza de pagos aparecen en la categoría "errores y omisiones"; cambios de valoración de activos y pasivos existentes que afectan la posición de activos netos pero no la cuenta corriente; expropiaciones de activos externos; e incumplimientos de deudas internacionales.

en el valor de mercado de las inversiones corrigió la PAEN de Estados Unidos a -\$268 mil millones en 1989, que todavía es una cifra considerable, pero mucho menor que los -\$532 mil millones que se muestran en el cuadro.

⁵ En los países industrializados, estos flujos de capital no registrados se conocen bajo la elegante designación técnica de *reasignaciones de portfolio*. En el mundo en desarrollo, estos flujos se llaman *fuga de capitales*, un término que tiene una connotación distintivamente negativa. El problema de la fuga de capitales se analiza en el capítulo 22.

Para mostrar cómo se relaciona la cuenta corriente con el ahorro y la inversión, debemos primero volver a examinar la restricción presupuestaria de una familia individual. Recordemos de la ecuación (5.5) del capítulo anterior que, para una familia dada i , el cambio en los activos financieros es igual a la diferencia entre el ahorro y la inversión de la familia:

$$B^i - B^i_{-1} = Q^i + rB^i_{-1} - C^i - I^i \quad (6.3)$$

Escribamos ahora el ingreso de la familia como: $Y^i = Q^i + rB^i_{-1}$, y utilicemos el hecho de que el ahorro S^i es igual a $Y^i - C^i$ para encontrar:

$$B^i - B^i_{-1} = S^i - I^i \quad (6.4)$$

Una familia individual puede poseer títulos contra otras familias nacionales o contra extranjeros. Si sumamos todos los activos netos de las familias para llegar a la posición de activos netos de la economía en su conjunto, los títulos que representan obligaciones de una familia respecto a otra se cancelan en términos netos al hacer la suma para todas las familias, ya que los títulos entre familias son activos para algunas familias pero iguales obligaciones para otras. Lo que queda son los títulos netos de la economía contra el resto del mundo, que hemos designado por B^* . Por tanto, al sumar (6.3) para todas las familias encontramos para la economía en su conjunto:

$$B^* - B^*_{-1} = Q + rB^*_{-1} - C - I \quad (6.5)$$

Sustituyendo una vez más $Y = Q + rB^*_{-1}$ ($PNB = PIB +$ ingreso neto del exterior) y $S = Y - C$, podemos escribir ahora:

$$B^* - B^*_{-1} = S - I \quad (6.6)$$

La ecuación (6.6) puede interpretarse en forma muy sencilla. Ya que la podemos volver a escribir como $S = I + (B^* - B^*_{-1})$, nos dice que el ahorro interno puede utilizarse para dos fines: inversión interna (I) o inversión externa neta ($B^* - B^*_{-1}$).

Las ecuaciones (6.1) y (6.6) dejan en claro que la cuenta corriente puede expresarse como la diferencia entre el ahorro y la inversión nacionales:

$$CC = S - I \quad (6.7)$$

En la medida en que los residentes nacionales pueden intercambiar préstamos con residentes en el exterior, el ahorro y la inversión nacionales no tienen que ser iguales. Precisamente, la diferencia entre el ahorro y la inversión se mide por el saldo de la cuenta corriente. En una economía cerrada, el concepto de cuenta corriente es irrelevante. En una economía por completo aislada financieramente del resto del mundo, la cuenta corriente es siempre cero.

El cuadro 6-2 presenta el ahorro, la inversión interna y la cuenta corriente como porcentaje del PIB en Estados Unidos para el período 1950-1990.⁶ Durante las décadas de

⁶ Debemos señalar una distorsión de los datos del cuadro 6-2. En Estados Unidos, el ahorro bruto se mide como la suma del ahorro privado y el *superávit* público. El *superávit* público es el ahorro fiscal menos la inversión fiscal. Por lo tanto, la inversión fiscal se resta del ahorro bruto, en lugar de incluirse en la inversión total, la que corresponde sólo a la formación privada de capital. En consecuencia, los datos subestiman tanto el ahorro como la inversión, al clasificar erróneamente la inversión fiscal. No obstante, aun si la inversión fiscal estuviera

CUADRO 6-2

AHORRO, INVERSIÓN Y LA CUENTA CORRIENTE EN ESTADOS UNIDOS, 1950-1990
(COMO PORCENTAJE DEL PIB)

Año	Ahorro bruto	Inversión interna privada bruta	Ahorro - inversión	Saldo de la cuenta corriente	Discrepancia estadística
1950-59	16.2%	16.3%	-0.1%	0.1%	0.2%
1960-69	16.4	15.6	0.8	0.5	-0.3
1970-79	16.9	16.7	0.2	0.0	-0.2
1980	16.6	16.3	0.3	0.1	-0.2
1981	17.4	17.2	0.2	0.3	0.1
1982	14.3	14.4	0.0	-0.2	-0.2
1983	13.8	15.0	-1.2	-1.3	-0.2
1984	15.3	17.8	-2.6	-2.8	-0.2
1985	13.4	16.2	-2.8	-2.8	-0.1
1986	12.5	15.7	-3.2	-3.2	0.0
1987	12.3	15.6	-3.3	-3.2	0.1
1988	13.3	15.5	-2.2	-2.6	-0.4
1989	13.5	14.9	-1.5	-2.1	-0.6
1990p	12.1	13.7	-1.6	—	—

p = preliminar

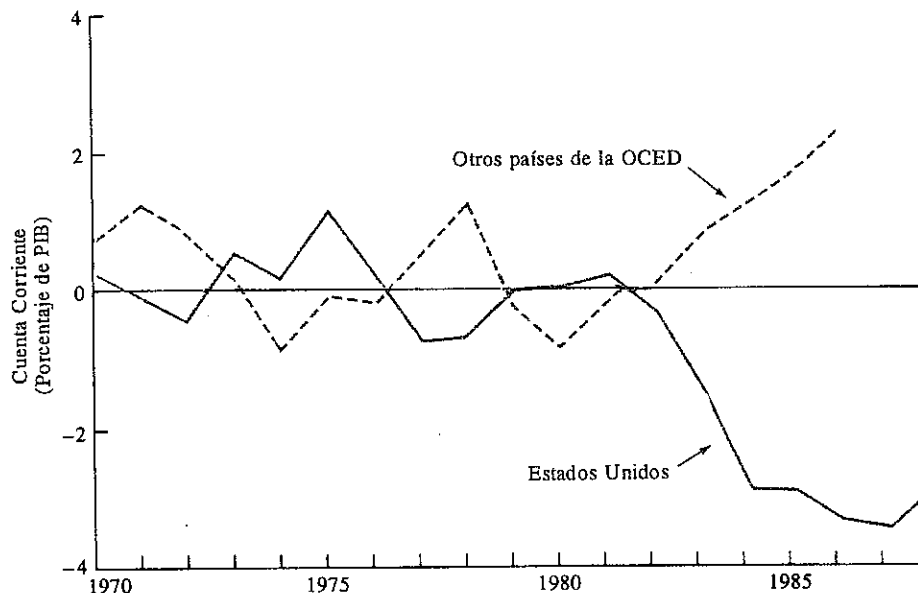
Fuente: Economic Report of the President, 1991. Cuadros B-28 y B-102.

1950, 1960 y 1970 Estados Unidos experimentó un consistente superávit de la cuenta corriente. Esta situación se revirtió de un modo drástico en los años 80. Durante 1981-1990, el déficit promedio de la cuenta corriente fue de alrededor de 2 % del PIB. Es interesante observar que la declinación de la cuenta corriente en los años 80 se debió más a una abrupta caída de la tasa de ahorro nacional que a un aumento de la inversión interna. De hecho, la inversión interna también declinó en este período, pero la caída del ahorro fue aun más pronunciada (a su vez, la mayor parte de la caída del ahorro nacional se debe al comportamiento del sector público, un punto que estudiaremos con mayor detalle en el capítulo siguiente, cuando analicemos formalmente el rol del sector gobierno).

Al tener Estados Unidos déficit de cuenta corriente durante los años 80, el resto del mundo tenía que tener un superávit de cuenta corriente respecto a Estados Unidos. Después de todo, el mundo en su conjunto es una economía cerrada. La figura 6-3 describe el comportamiento de la cuenta corriente de Estados Unidos respecto al resto de los países miembros de la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OCED).⁷ El gráfico muestra con claridad la relación negativa entre la cuenta corriente estadounidense y la del resto de los

clasificada correctamente, se mantendría la dirección del cambio en los últimos años hacia menor ahorro nacional y menor saldo de la cuenta corriente.

⁷ La OCED es una asociación de 24 países industrializados de importancia: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Islandia, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo,



Los seis principales asociados comerciales de Estados Unidos en la OCED son Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón y el Reino Unido. La figura muestra la suma de sus saldos de cuenta corriente, medidos en dólares, como porcentaje de su PIB combinado, también medido en dólares.

Figura 6-3

La cuenta corriente en Estados Unidos frente a otros países industrializados

(Fuente: *International Monetary Fund*, *International Financial Statistics*.)

países de la OCED. Mientras el *déficit* de CC de Estados Unidos subía a más del 3% del PIB, el *superávit* de CC entre los otros miembros de la OCED alcanzaba más del 2% de su PIB combinado.

Por supuesto, el *promedio* para los otros 23 países miembros de la OCED oculta importantes diferencias en el comportamiento individual. Este promedio está, en realidad, muy influido por los vastos superávit de cuenta corriente de Japón y Alemania Occidental así como por el peso relativo de sus economías dentro de la OCED. El cuadro 6-3 muestra un desglose del comportamiento de la cuenta corriente, en los años 80, para Estados Unidos y sus seis principales socios comerciales de la OCED, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón y el Reino Unido.

Existe otra manera de expresar la cuenta corriente. De las ecuaciones (6.3) y (6.7) podemos ver que

$$CC = Y - (C + I) \quad (6.8)$$

Definimos "absorción" (A) como la suma del consumo y la inversión, esto es, el gasto total de los residentes nacionales:⁸

Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza, Turquía, el Reino Unido y Estados Unidos.

⁸ En términos estrictos, el consumo y la inversión tienen que interpretarse aquí como incluyendo el consumo y la inversión del gobierno. Introduciremos explícitamente el gobierno en el próximo capítulo.

CUADRO 6-3

LA CUENTA CORRIENTE DE ESTADOS UNIDOS Y SUS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES, 1980-1989

Año	Estados Unidos	Canadá	Francia	Alemania	Italia	Japón	Reino Unido
Miles de millones de dólares (USA)							
1980	1.8	-1.0	-4.2	-14.0	-10.0	-10.8	7.5
1981	6.9	-5.1	-4.8	-3.4	-9.7	4.8	14.5
1982	-7.0	2.2	-12.0	5.0	-6.4	6.9	8.0
1983	-44.3	2.5	-5.2	5.4	1.4	20.8	5.8
1984	-104.2	2.0	-0.9	9.7	-2.5	35.0	2.6
1985	-112.7	-1.4	0.0	17.0	-3.5	49.2	4.7
1986	-133.2	-7.6	2.4	40.1	2.9	85.8	0.1
1987	-143.7	-7.0	-4.4	46.1	-1.6	87.0	-7.4
1988	-126.6	-8.3	-3.5	50.5	-5.4	79.6	-26.7
1989	-105.9	-16.6	-4.3	55.7	—	56.8	-34.1
Porcentaje del PIB							
1980	0.1	-0.4	-0.6	-1.7	-2.2	-1.0	1.4
1981	0.2	-1.7	-0.8	-0.5	-2.4	0.4	2.8
1982	-0.2	0.7	-2.2	0.8	-1.6	0.6	1.7
1983	-1.3	0.8	-1.0	0.8	0.3	1.8	1.3
1984	-2.8	0.6	-0.2	1.6	-0.6	2.8	0.6
1985	-2.8	-0.4	0.0	2.7	-0.8	3.7	1.0
1986	-3.2	-2.1	0.3	4.5	0.5	4.4	0.0
1987	-3.2	-1.7	-0.5	4.1	-0.2	3.6	-1.1
1988	-2.6	-1.7	-0.4	4.2	-0.7	2.8	-3.2
1989	-2.0	-3.0	-0.4	4.7	—	2.0	-4.1

Fuente: *International Monetary Fund*, *International Financial Statistics*, varias ediciones.

$$A = C + I \quad (6.9)$$

La cuenta corriente es, por tanto, también la diferencia entre el ingreso y la absorción:

$$CC = Y - A \quad (6.10)$$

Este importante concepto fue propuesto, a comienzos de la década de los años 50, por Sidney Alexander, del Massachusetts Institute of Technology.⁹

⁹ Sidney Alexander, "The Effects of Devaluation on a Trade Balance", *International Monetary Fund Staff Papers*, 1952, pp. 263-278.

La ecuación (6.10) es muy atractiva intuitivamente. Los países incurren en déficit de cuenta corriente cuando gastan, o absorben, más de su ingreso. Esto los obliga a reducir sus activos externos o a aumentar sus pasivos netos hacia el resto del mundo.

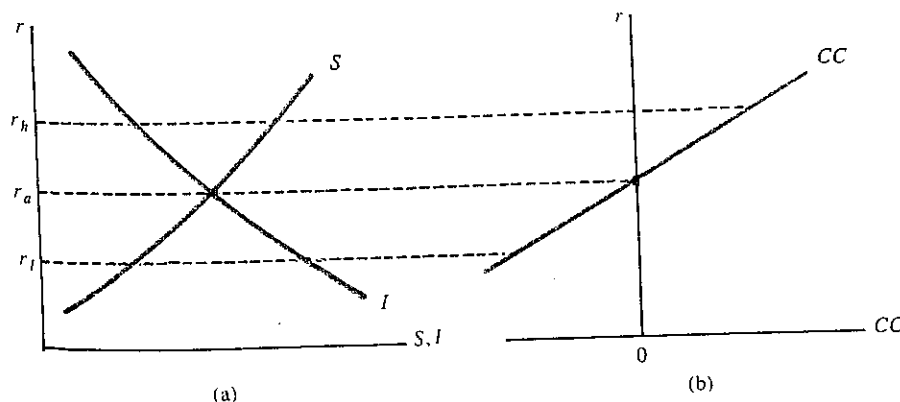
En consecuencia, se presenta un déficit de cuenta corriente cuando un país "gasta más allá de sus medios" (la absorción es mayor que el ingreso) o cuando "invierte en exceso de su propio ahorro". Por mucho que estas dos maneras de medir la cuenta corriente sean equivalentes, ciertamente ellas evocan juicios de valor diferentes sobre un déficit de cuenta corriente. Cuando los economistas quieren objetar un déficit de cuenta corriente, tienden a declarar que el país está viviendo más allá de sus medios; al contrario, cuando quieren defender un déficit de cuenta corriente, sostienen que en el país reina un clima altamente favorable a la inversión (lo que hace que la inversión exceda al ahorro nacional). Por supuesto, un déficit de cuenta corriente, por sí mismo, no es ni bueno ni malo. La conveniencia de la posición de la cuenta corriente debe evaluarse en términos de las perspectivas intertemporales que enfrenta una economía.

Utilizando el diagrama de la figura 6-1, fácilmente podemos ver cómo se determina la cuenta corriente. En dicha figura se ha representado el ahorro como una función creciente de la tasa de interés y la inversión como una función decreciente de la tasa de interés. En la economía cerrada, como vimos anteriormente, la tasa de interés se ajusta para equilibrar el ahorro con la inversión.

Supongamos ahora que la economía es abierta y que, en la práctica, sus residentes pueden tomar o conceder préstamos libremente a una tasa dada de interés mundial, que llamamos r . En realidad, estamos haciendo la *hipótesis de país pequeño*, que consiste en que las decisiones de ahorro e inversión del país en cuestión, cuyo ahorro e inversión se representan en la figura 6-4a, no afectan la tasa de interés mundial. Para un r mundial dado, el ahorro y la inversión en este país no necesitan ser iguales; su diferencia refleja el déficit o superávit de cuenta corriente del país. Si la tasa de interés mundial es relativamente alta, como r_h en la figura 6-4a, el ahorro en la economía interna será mayor que la inversión y la cuenta corriente del país tendrá superávit (el superávit de cuenta corriente se mide por la diferencia horizontal entre las curvas S e I a la tasa r_h). A la inversa, si la tasa de interés mundial es relativamente baja, como r_l , la inversión excederá al ahorro nacional y la economía tendrá un déficit de cuenta corriente.

Figura 6-4

Ahorro, inversión y la cuenta corriente



Usando este sencillo marco de referencia, podemos representar la cuenta corriente como una función creciente de la tasa de interés, como se muestra en la figura 6-4b. Para cada tasa de interés, la diferencia horizontal entre las curvas de ahorro e inversión en la figura 6-4a mide la cuenta corriente. Haciendo variar la tasa de interés, podemos dibujar la curva CC en la figura 6-4b. Advirtamos que la curva CC es siempre menos pronunciada que la curva S , porque una tasa de interés más alta no sólo incrementa el ahorro sino que también reduce la inversión, y ambos efectos mejoran la cuenta corriente. En una sección posterior, examinaremos con más detalle los factores que probablemente afectan el saldo de cuenta corriente de un país.

6-2 LA CUENTA CORRIENTE Y EL COMERCIO INTERNACIONAL

Hasta ahora hemos descrito la cuenta corriente sin hacer mención del comercio internacional. Esto puede parecer sorprendente, ya que por lo común la mayoría de la gente concibe la cuenta corriente como un fenómeno comercial, un asunto de exportaciones e importaciones. En realidad, hay un estrecho vínculo entre el balance ahorro-inversión y el balance exportaciones-importaciones, vínculo que nos lleva a una comprensión más sutil de los desequilibrios de la cuenta corriente.

Cuando un país absorbe más de lo que produce ($A > Y$), está utilizando más recursos de los que están a su disposición con fundamento sólo en la producción interna. Los países sólo pueden hacer esto importando bienes desde el resto del mundo. Con más precisión, un país debe importar más desde el resto del mundo de lo que exporta al resto del mundo, de modo que, *en términos netos*, esté recibiendo recursos reales del exterior. Por esta razón, se tiende a asociar un déficit de cuenta corriente con un exceso de importaciones sobre las exportaciones y un superávit de cuenta corriente con un exceso de exportaciones sobre las importaciones. Examinemos ahora más de cerca esta relación.

Para un monto dado de absorción interna total A , el gasto total se divide entre la absorción de bienes nacionales (designada A_d) y la absorción de importaciones (designada IM):¹⁰

$$A = A_d + IM \quad (6.11)$$

Al mismo tiempo, todos los bienes producidos a nivel local deben venderse internamente (en la cantidad A_d) o exportarse. Por tanto:

$$Q = A_d + X \quad (6.12)$$

La balanza comercial del país se mide como el valor de las exportaciones menos el valor de las importaciones ($BC = X - IM$). Pero, como las exportaciones son iguales al producto total menos aquella porción del mismo que se consume internamente ($X = Q - A_d$), podemos concluir que:

$$BC = X - IM = Q - A_d - IM = Q - A \quad (6.13)$$

Ahora, siendo la balanza comercial igual al producto menos la absorción y siendo la cuenta corriente igual al ingreso menos la absorción, la diferencia entre la balanza comercial y el saldo de la cuenta corriente resulta ser igual a los pagos netos a factores que llegan del exterior (PNF). En nuestro modelo, PNF es simplemente el pago de interés percibido sobre los activos

¹⁰ Técnicamente, todos los bienes se miden en unidades de bienes domésticos. Esto es, IM significa el valor nominal de las importaciones totales dividido por el índice de precios del producto interno.

externos netos, igual a rB^* .¹¹ En consecuencia, como $CC = Y - A$, podemos también escribir $CC = Q + rB^*_{-1} - A$. Usando entonces (6.13), obtenemos:

$$CC = BC + rB^*_{-1} \quad (6.14)$$

Bajo circunstancias ordinarias, rB^*_{-1} es pequeño en relación a la balanza comercial, en cuyo caso el saldo de la cuenta corriente y la balanza comercial son casi iguales. Con frecuencia los déficit de cuenta corriente están señalando no simplemente un exceso de inversión sobre el ahorro, o de la absorción sobre el ingreso, sino también un exceso de importaciones sobre las exportaciones. Sin embargo, es posible, si los pagos por los pasivos externos netos son relativamente grandes, tener un déficit de cuenta corriente junto con superávit de la balanza comercial (o viceversa). En el recuadro 6-1 examinamos los saldos de cuenta corriente de diversos países para mostrar cómo los balances globales dependen efectivamente del intercambio comercial, de los pagos de intereses y de otros rubros.

Resumiendo, hay cuatro modos diferentes de describir la cuenta corriente: 1) como el cambio en los activos externos netos del país ($CC = B^* - B^*_{-1}$); 2) como el ahorro nacional neto de la inversión ($CC = S - I$); 3) como el ingreso menos la absorción ($CC = Y - A$); y 4) como la balanza comercial más los pagos netos a factores provenientes del exterior ($CC = X - IM + PNF$).

En el pasado, algunos economistas han discutido este tema como si las diferentes definiciones apuntaran a distintas "teorías" de la cuenta corriente, incluyendo una teoría intertemporal que enfatiza el ahorro y la inversión; un "enfoque de elasticidades" que acentúa los factores determinantes de las importaciones y las exportaciones; un "enfoque de absorción" que acentúa los determinantes de la absorción en relación al ingreso; y así sucesivamente. Este debate entre las diversas escuelas de pensamiento ha sido infructuoso. Todas las formulaciones de la cuenta corriente son igualmente válidas y todas se relacionan entre sí a través de simples identidades contables. No existe separadamente una "teoría intertemporal" o una "teoría comercial" de la cuenta corriente. Cada uno de los enfoques, si se le especifica en forma correcta, debe llevarnos de vuelta a las mismas consideraciones básicas.

6-3 DETERMINACIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE

En esta sección estudiaremos con más detalle los factores que influyen en el saldo de la cuenta corriente de un país pequeño que enfrenta una tasa dada de interés mundial. Nos centraremos en los efectos de diversos shocks que pueden afectar la economía, como los cambios en la tasa de interés mundial, las fluctuaciones en los términos de intercambio y los movimientos de la inversión.

¹¹ En la vida real, aunque no en nuestro modelo simplificado, hay algunos otros ítems que son causa de diferencias entre la cuenta corriente y la balanza comercial. Por ejemplo, la ayuda externa hace subir la cuenta corriente en relación a la balanza comercial, aunque la ayuda externa es una forma de pago de transferencia y no la recepción de un ingreso proveniente de activos externos. En el cuadro 6-4 se muestra un desglose completo de la diferencia entre los dos balances. Nótese que la diferencia entre la balanza comercial y el saldo de la cuenta corriente incluye dos categorías: "otros bienes, servicios y rentas" y "transferencias unilaterales". La categoría "otros bienes, servicios y rentas" incluye el ingreso recibido sobre activos externos netos (la subcategoría "intereses y dividendos"), así como las entradas por viajes (turismo), remesas de trabajadores y algunos otros ítems. La categoría "transferencias unilaterales" incluye la ayuda externa así como las transferencias del sector privado.

Recuadro 6-1

¿Qué esconde el saldo de cuenta corriente?

Las comparaciones del comportamiento de la cuenta corriente entre países, como las que se muestran en el cuadro 6-3, no suelen ir más allá del nivel de máxima agregación: el coeficiente de la cuenta corriente al PIB. Pero aunque este saldo transmite cierta información de importancia, también es mucho lo que esconde. Un déficit dado de cuenta corriente, ¿se debe a altos niveles de inversión o a bajo ahorro? ¿Se encuentra la explicación del déficit en un déficit comercial o en altos pagos de intereses de la deuda externa? Las respuestas varían sustancialmente de un país a otro, y esto aparece de manera nítida en el cuadro 6-4. (Para un análisis de la contabilidad de la balanza de pagos, véase también el apéndice a este capítulo.)

Consideremos cómo se descomponía la cuenta corriente de diversos países en 1989. Para Estados Unidos, el déficit de cuenta corriente se explica casi por completo a través del déficit comercial, quedando el resto de la cuenta corriente cercana al equilibrio. En Japón, un gran superávit comercial es la causa principal del superávit de cuenta corriente. Detrás de estas cifras, hay un déficit importante en los servicios, resultado de la creciente afición de los japoneses a viajar al extranjero. Por supuesto, esta situación no es estática. Estados Unidos tuvo en el pasado un enorme superávit en los servicios debido a las altas remesas de utilidades y pagos de interés por los préstamos estadounidenses en el exterior. Sin embargo, los persistentes déficit de cuenta corriente han deteriorado su posición de activos externos netos, como vimos en el cuadro 6-1, y obviamente esto ha reducido el ingreso neto del capital. Japón ha acumulado en forma persistente activos externos netos durante el período y por tanto presenta el caso contrario.

Para deudores importantes, como Brasil en el cuadro, la cuenta corriente muestra un superávit relativamente pequeño de \$4.1 mil millones a pesar de un masivo superávit comercial de \$19.1 mil millones. Los enormes pagos de intereses de la deuda externa explican la mayor parte de la discrepancia. Debido a este factor, Brasil tuvo en 1988 un déficit de cuenta corriente junto con un superávit comercial considerable. Entre los pagos de servicios, las remesas de trabajadores son una fuente muy importante de divisas en la cuenta corriente de países como Turquía y, en menor grado, Filipinas. Se puede observar también que las remesas de trabajadores representan un flujo sustancial de salida de fondos de Estados Unidos, provocado por los trabajadores extranjeros atraídos por los altos salarios en este país y que envían dinero a sus familias en sus países de origen. En otros países como España y Tailandia, el turismo es una fuente importante de ingreso de divisas. Con una contribución neta de más de \$13 mil millones en 1989, o alrededor del 30% de sus exportaciones, el turismo es de hecho la principal fuente de divisas en España.

Un último grupo de países obtiene gran parte de sus divisas en la cuenta corriente a través de transferencias unilaterales, esto es, donaciones de otras naciones. China, India, Indonesia, Bangladesh, Egipto e Israel son los países que perciben la mayor cantidad de dólares por medio de la ayuda oficial al desarrollo, como se muestra en el cuadro 6-5. Sin embargo, si el ordenamiento se hace según proporción del PIB del país receptor, los 11 principales beneficiarios de ayuda externa son países africanos.

CUADRO 6-4

COMPOSICIÓN DEL SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE PARA PAÍSES SELECCIONADOS, DICIEMBRE DE 1989
(MILLONES DE DÓLARES)

	Estados Unidos	Japón	Brasil*	México	Turquía	Filipinas	España	Tailandia
Balanza comercial	-114,870	-76,890	-19,168	-645	-4,201	-2,598	-24,495	-2,948
Exportaciones	360,460	269,550	33,773	22,765	11,771	7,821	43,301	19,824
Importaciones	-475,330	-192,660	-14,605	-23,410	-15,972	-10,419	-67,797	-22,772
Otros bienes, servicios y rentas	18,680	-15,620	-15,118	-5,153	4,672	661	10,370	250
Viajes	-550	-19,350	-588	-548	1,992	392	13,121	3,004
Intereses y dividendos	7,840	19,690	-12,122	-8,010	-1,792	-1,395	-3,418	-911
Remesas de trabajadores	-910	—	-15	321	3,063	358	1,415	—
Otros	12,300	-15,960	-2,393	3,085	1,408	1,306	-748	-1,843
Transferencias unilaterales	-13,850	-4,280	109	351	495	472	3,192	243
Transferencias oficiales	-13,430	-3,290	-13	156	423	357	1,444	197
Otras	-420	-990	122	195	72	115	1,748	46
Saldo de la cuenta corriente	-110,040	56,990	4,159	-5,447	966	-1,465	-10,933	-2,455

* Diciembre de 1988.

Fuente: *International Monetary Fund*, Balance of Payments Statistics, Yearbook, 1990.

CUADRO 6-5

PRINCIPALES PAÍSES RECEPTORES DE AYUDA OFICIAL AL DESARROLLO, 1989

Monto (millones de dólares, USA)		Monto (como porcentaje del PIB)	
China	\$2,227	Mozambique	59.2%
India	1,874	Somalía	38.9
Indonesia	1,830	Tanzania	32.0
Bangladesh	1,791	Lesotho	26.0
Egipto	1,578	Malawi	24.9
Israel	1,192	Chad	23.5
Pakistán	1,119	Mali	22.6
Kenya	967	Laos	22.5
Tanzania	918	Mauritania	19.4
Filipinas	831	Burundi	18.6
Sudán	760	República Centroafricana	17.1
Mozambique	759	Nepal	16.0

Fuente: World Bank, World Development Report 1991. Cuadro 20.

Tasa de Interés Mundial

El primer factor de importancia es la propia tasa de interés mundial. Notemos en la figura 6-4 que, al subir la tasa de interés mundial de r_a a r_h , la inversión interna cae, el ahorro aumenta y la cuenta corriente se mueve a un superávit. Existe, por lo tanto, una relación positiva entre la cuenta corriente para una economía pequeña y abierta y la tasa de interés mundial a la que sus residentes toman o conceden préstamos.

Debemos recordar que los cambios en la cuenta corriente tienen efectos tanto sobre los flujos financieros como los comerciales. Supongamos por un momento que la economía tiene inicialmente un saldo de cuenta corriente en el punto r_a en la figura 6-4. Un aumento en las tasas de interés lleva la cuenta corriente a un superávit, en cuanto los consumidores ahorran más, consumen menos, e invierten menos dentro del monto fijo del ingreso nacional. La declinación de la absorción interna significa que las importaciones caen y que una cantidad mayor de la producción nacional queda disponible para la exportación. Por tanto, el desplazamiento a un superávit de la cuenta corriente implica también un incremento de las exportaciones netas, un fenómeno *comercial*. La contraparte *financiera* del mejoramiento de la balanza comercial es la acumulación de activos externos netos, B^* .

Shocks de Inversión

Supongamos que mejoran las perspectivas de la inversión en una economía pequeña que enfrenta una tasa dada de interés mundial. Esto se representa en la figura 6-5 por un desplazamiento a la derecha de la curva de inversión. Si la economía partió del equilibrio en el punto A, la cuenta corriente se mueve a un déficit de magnitud AB. En la figura 6-2, el efecto de un shock de inversión en una economía cerrada era principalmente un aumento de las tasas de interés. Ahora, en una economía abierta, la tasa de interés interna está dada por la tasa

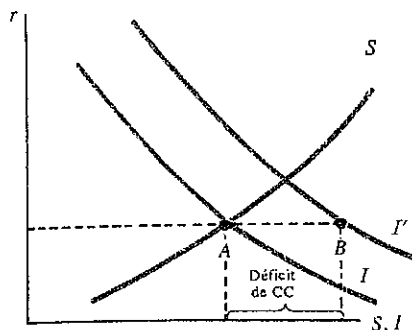


Figura 6-5

La cuenta corriente ante mejores oportunidades de inversión

mundial. Por tanto, un auge de la inversión tiene como efecto un deterioro de la cuenta corriente, en tanto que las tasas de interés permanecen invariables.

En Noruega tuvo lugar un buen ejemplo de este fenómeno después del gran aumento del precio mundial del petróleo en 1973. El impacto del petróleo transformó en altamente rentable la inversión en exploraciones y explotaciones petrolíferas en el Mar del Norte. El coeficiente inversión-PIB de Noruega, que había mantenido un promedio de 28% a lo largo del período 1965-1973, se incrementó en 10 puntos para llegar al 38% durante 1974-1978. La mayor parte de este brusco crecimiento de la formación de capital se dirigió a proyectos energéticos, o relacionados con la energía, incluyendo los ductos para petróleo y gas entre Noruega y Alemania Occidental. Sin embargo, debido a que la tasa de ahorro del país cambió muy poco (incluso cayó levemente), el resultado de este repunte de la inversión fue un déficit masivo de la cuenta corriente, que alcanzó casi al 15% del PIB en 1977.¹²

Shocks de Oferta

En muchos países hay ocasionalmente una caída transitoria del producto debido a condiciones climáticas adversas o a otros shocks exógenos que afectan a un sector importante de la economía. Tomemos el caso de un país agrícola que sufre el impacto de una severa sequía o un país caribeño asolado por un huracán. La teoría del ciclo de vida predice que sus habitantes querrán mantener un nivel estable de consumo a pesar de la declinación transitoria del producto, por lo cual el ahorro agregado declinará en respuesta al shock. Para un monto dado de inversión, la cuenta corriente experimentará deterioro, como lo muestra la figura 6-6. Si el país partió del equilibrio en el punto A, el déficit de cuenta corriente después del shock transitorio es AC en el gráfico (recordemos de la figura 6-2 que, en una economía cerrada, la respuesta a un shock transitorio adverso es un alza de las tasas de interés y cierta declinación en la inversión interna).

Sin embargo, si el shock es permanente, el ahorro no debería caer en forma significativa. Cuando la declinación del producto es permanente, tiene más sentido, por el contrario, reducir el consumo en el monto de la caída del producto. De este modo, con una declinación permanente del producto, la cuenta corriente no se desplaza necesariamente hacia el déficit (en realidad, si la demanda de inversión se ve afectada por una caída en respuesta a una situación

¹² Para un análisis del comportamiento de la cuenta corriente tanto en economías industrializadas como en desarrollo, ver Jeffrey Sachs, "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1981:1.

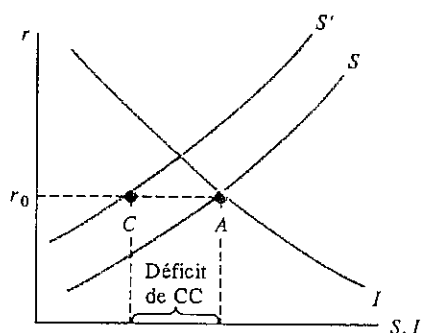


Figura 6-6

La cuenta corriente frente a una declinación transitoria del producto

adversa de larga duración, la cuenta corriente podría pasar, en la práctica, a un superávit a pesar de la declinación del producto corriente).

Shocks de Términos de Intercambio

Los términos de intercambio, que se designarán por TI , representan el precio de las exportaciones de un país relativo al precio de sus importaciones ($TI = P_X/P_M$). Como los países exportan múltiples tipos de bienes, se debe interpretar P_X como un índice de precios para todos los bienes de exportación. Lo mismo se aplica a P_M . Un aspecto crucial de las variaciones de los términos de intercambio es que ellas causan efectos ingreso para el país, efectos que son del mismo tipo que un cambio en el producto nacional. Un alza de los términos de intercambio significa que P_X ha subido en relación a P_M . Con la misma cantidad física de exportaciones, el país puede importar ahora una mayor cantidad de bienes. El ingreso real del país aumenta debido a la mayor disponibilidad de importaciones.¹³

Un alza transitoria en los términos de intercambio implica también un incremento transitorio del ingreso. En consecuencia, el ahorro agregado en el país tenderá a subir debido a la estabilidad del consumo. Partiendo de equilibrio, la cuenta corriente tenderá a moverse hacia un superávit. Sin embargo, después de un alza permanente en los términos de intercambio, las familias tenderán a ajustar su consumo real a un nivel más alto en el monto del mejoramiento de los términos de intercambio. Las tasas de ahorro no suben necesariamente en este caso, como tampoco tiene que moverse la cuenta corriente hacia un superávit.

Colombia, por ejemplo, ha experimentado considerables fluctuaciones transitorias de su ingreso según las variaciones del precio internacional del café, que es su principal producto de exportación. A fines de los años 70, un alza importante del precio relativo del café tuvo significativos efectos sobre toda la economía. El resultado macroeconómico estuvo de acuerdo con la teoría. El ahorro interno subió como proporción del PIB y la cuenta corriente mejoró en forma ostensible.¹⁴

¹³ Una medida simple del alza porcentual en el ingreso real causado por un cambio en TI se encuentra en la forma siguiente: se multiplica el cambio porcentual en los términos de intercambio por la participación de las importaciones en el PNB. Así, si los términos de intercambio mejoran en 10% y el coeficiente importaciones-PNB es 20%, el mejoramiento de los términos de intercambio equivale, aproximadamente, a un 2% (20% por 0.10) de mejoramiento del ingreso nacional real.

¹⁴ Sebastián Edwards ha estudiado esta interesante experiencia en su artículo "Commodity Export Prices and the Real Exchange Rate in Developing Countries: Coffee in Colombia"; en S. Edwards y L. Ahamed (editores), *Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries*, University of Chicago Press, Chicago, 1986.

Por consiguiente, la teoría de la cuenta corriente ofrece una prescripción importante para la respuesta "óptima" a las fluctuaciones en los términos de intercambio. Si una variación de los términos de intercambio es transitoria, debe absorberse mediante cambios en la cuenta corriente, esto es, un mejoramiento de los términos de intercambio debe convertirse en un superávit, mientras que una declinación de los términos de intercambio debe conducir a un déficit de cuenta corriente. Si una variación de los términos de intercambio es permanente, las familias ajustan sus niveles de consumo en respuesta a los shocks, de tal manera que las tasas de ahorro no fluctúan. Los desplazamientos permanentes en los términos de intercambio deberían tener, por lo tanto, escaso efecto sobre la cuenta corriente (excepto en la medida en que el shock *TI* pueda afectar el gasto de inversión).

Este buen sentido básico en ocasiones queda encapsulado en la frase "financiar un shock transitorio; ajustarse a un shock permanente". El término "financiar" significa aquí tomar o conceder préstamos —para llevar la cuenta corriente a superávit o déficit— en respuesta a perturbaciones transitorias; el término "ajustarse" significa variar el nivel de consumo hacia arriba o hacia abajo, en respuesta a shocks de *TI* permanentes. Este principio general es un hito fundamental en las políticas crediticias del Fondo Monetario Internacional (FMI). El FMI se formó inmediatamente después de la Segunda Guerra Mundial para prestar asistencia a los países con dificultades en sus pagos externos y para promover la estabilidad internacional en el sistema monetario. En 1962, el FMI creó el Mecanismo de Financiamiento Compensatorio (MFC) (Compensatory Financing Facility, CFF), un fondo crediticio diseñado explícitamente para otorgar préstamos a países que estuvieran sufriendo caídas *transitorias* en sus ingresos de exportación. Para tener acceso a un préstamo del MFC, el país debe demostrar con detalles precisos que ha sufrido una declinación en sus ingresos de exportación y que tal caída es temporal. Si la caída parece ser permanente, el FMI no hace un préstamo MFC. Por el contrario, recomienda al país en cuestión que reduzca sus niveles de gasto para equilibrar la caída en sus exportaciones relativa a sus importaciones.

La idea de financiar un shock transitorio pero ajustarse a un shock permanente constituye una teoría de la cuenta corriente de carácter tanto "normativo" (lo que *debe* ocurrir) como "positivo" (lo que *ocurrirá* en realidad). Sin embargo, como veremos, la teoría positiva a veces no llega a predecir lo que efectivamente sucede con la cuenta corriente. La teoría positiva de la cuenta corriente depende de varios supuestos: que los agentes económicos son optimizadores racionales e intertemporales; que están en condiciones de distinguir entre shocks transitorios y shocks permanentes; y que pueden tomar y conceder préstamos libremente en respuesta a esos shocks. Pronto veremos que, en las economías reales, estos supuestos bien pueden violarse. En particular, cuando los gobiernos actúan en el papel de deudores o acreedores, suelen no comportarse como maximizadores intertemporales.

En efecto, cuando muchos países en desarrollo se beneficiaron de un gran mejoramiento en los términos de intercambio a fines de la década de los 70, su cuenta corriente no mostró el superávit que pronosticaba la teoría. Al contrario, los gobiernos de estos países a menudo actuaron como si los mejoramientos de los términos de intercambio fueran permanentes y no transitorios y, en consecuencia, incrementaron el gasto en el monto total del aumento en el ingreso real, aun cuando era probable que dicho aumento tuviera una vida muy corta. México, por ejemplo, gastó todas las enormes ganancias provenientes de las exportaciones petroleras cuando los precios del petróleo se dispararon durante 1979-80. Cuando el alza de los términos de intercambio se revirtió a comienzos de los años 80, México y otros gobiernos en situación similar se encontraron con niveles de gasto insostenibles y grandes dificultades políticas para retrotraer el gasto a niveles manejables. En muchos casos, antes que los niveles de gasto fiscal se redujeran a niveles sostenibles hubo que atravesar profundas crisis económicas y políticas (en el capítulo siguiente discutiremos algunos de estos problemas de

ajuste, como también en el capítulo 22, cuando analicemos la crisis de deuda de los países en desarrollo).

6-4 LA RESTRICCIÓN PRESUPUESTARIA INTERTEMPORAL DE UN PAÍS

Hemos visto que las decisiones personales de ahorro e inversión en un período particular influyen en la trayectoria futura de consumo e ingreso de una persona. Una persona que se endeuda hoy debe consumir menos que su ingreso en el futuro para poder pagar el préstamo. En forma similar, los niveles de ahorro e inversión y la cuenta corriente influyen en la trayectoria futura de consumo e ingreso para la economía en su conjunto.

Supongamos que un desastre natural hace caer transitoriamente el producto durante el año corriente. Una declinación del producto de un país se traduce en menores ingresos para la familia promedio. Como las familias individuales tratan de suavizar su consumo tomando deuda contra un mayor ingreso futuro, el ahorro agregado declina y la economía nacional experimenta un deterioro en la cuenta corriente. El país entonces se endeuda en el exterior o, al menos, reduce su stock existente de activos externos. Tendrá que consumir, en el futuro, menos que el ingreso para poder pagar las deudas en que ha incurrido hoy.

Un ejemplo de este fenómeno ocurrió en Ecuador en 1987. Cuando un fuerte terremoto destruyó 35 kilómetros del oleoducto petrolero del país, durante 5 meses la producción de petróleo quedó interrumpida. El petróleo es el producto principal de exportación de Ecuador y el terremoto causó una declinación aguda, aunque transitoria, del ingreso del país. En consecuencia, el ahorro nacional sufrió un colapso y la cuenta corriente alcanzó un déficit de alrededor del 12% del PIB. Después de esa crisis y el endeudamiento externo que ella provocó, Ecuador tendrá que restringir su consumo para servir las deudas en que incurrió en dicho año.

La Restricción Presupuestaria Intertemporal en el Modelo de Dos Períodos

Es posible examinar formalmente la restricción presupuestaria intertemporal de un país usando el modelo de dos períodos. Supongamos, como hicimos al nivel de la familia, que el país parte sin activos externos ($B_0^* = 0$). En este caso, el valor de B^* en el período 1 (B_1^*) es igual al superávit de cuenta corriente en el primer período:

$$B_1^* = Q_1 - C_1 - I_1 = CC_1 \quad (6.15)$$

El cambio en los activos externos netos entre el primer período y el segundo es el saldo de la cuenta corriente en el segundo período:

$$B_2^* - B_1^* = Q_2 + rB_1^* - C_2 - I_2,$$

o bien:

$$B_2^* = (1+r)B_1^* + Q_2 - C_2 - I_2 \quad (6.16)$$

Pero bajo las reglas del modelo de dos períodos, el país debe terminar sin activos externos netos ($B_2^* = 0$), y no emprende ninguna inversión en el segundo período ($I_2 = 0$). Por tanto, podemos combinar las ecuaciones (6.15) y (6.16) para obtener:

$$C_1 + \frac{C_2}{(1+r)} = (Q_1 - I_1) + \frac{Q_2}{(1+r)} \quad (6.17)$$

Vemos, entonces, que lo que era válido para las familias individuales es también válido para la nación en su conjunto. También los países están limitados por una *restricción presupuestaria intertemporal nacional*: el valor descontado del consumo agregado debe ser igual al valor descontado de la producción nacional, neta de inversión.

Tomemos un caso sencillo en que no hay oportunidades atractivas de inversión. Bajo estas condiciones, la única decisión de la economía es cuánto consumir hoy y cuánto ahorrar. En la figura 6-7, la restricción presupuestaria del país se muestra por la línea CC . Para todos los puntos en CC , $C_1 + C_2/(1+r) = Q_1 + Q_2/(1+r)$. Al sudeste del punto Q , la economía tendría déficit de cuenta corriente en el primer período, con $C_1 > Q_1$. Al noroeste del punto Q , el país tendría superávit de cuenta corriente. El punto en que efectivamente se ubicará la economía a lo largo de la línea presupuestaria depende de las preferencias de la sociedad.

De este análisis se desprenden tres conclusiones fundamentales:

1. Si el consumo es mayor que el producto en el primer período ($C_1 > Q_1$), entonces el consumo tiene que ser menor que el producto en el segundo período ($C_2 < Q_2$). Lo inverso también es válido: si $C_1 < Q_1$, entonces $C_2 > Q_2$.
2. Cuando no hay inversión, el superávit de la balanza comercial es la diferencia entre el producto y el consumo ($BC_1 = Q_1 - C_1$), por lo cual en este caso el déficit comercial del primer período debe equilibrar un superávit comercial en el segundo período.
3. Si el país opera con déficit de cuenta corriente en el primer período, incurriendo de este modo en deuda externa, debe operar con superávit en el futuro a fin de pagar la deuda. En forma similar, si opera con superávit en el período 1, debe operar con déficit en el período 2.

Algebraicamente, es posible plantear la restricción presupuestaria intertemporal del país en varias formas análogas. Primero, hemos visto que el valor descontado del consumo debe ser igual al valor descontado del producto neto de la inversión. Segundo, podemos reordenar términos en la ecuación (6.17) para describirla en términos de la balanza comercial en los dos períodos. Como $BC_1 = Q_1 - C_1 - I_1$, y $BC_2 = Q_2 - C_2$, es fácil verificar que el valor descontado de las balanzas comerciales tiene que ser igual a cero:

$$BC_1 + \frac{BC_2}{(1+r)} = 0 \quad (6.18)$$

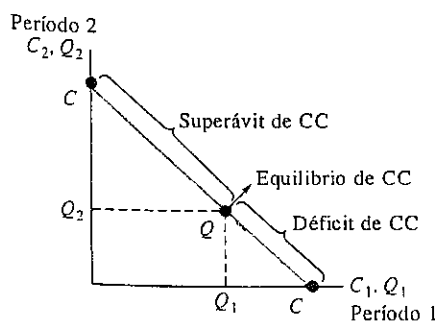


Figura 6-7

La restricción presupuestaria del país y la cuenta corriente

Esto significa que un déficit comercial en el primer período debe equilibrarse con un superávit comercial de igual valor presente en el segundo período.

La tercera forma de expresar la restricción presupuestaria intertemporal de un país es en términos de la cuenta corriente. Como la cuenta corriente de una economía es igual a la acumulación de activos externos netos de la economía, tenemos $CC_1 = B_1^* - B_0^*$, y $CC_2 = B_2^* - B_1^*$. Suponiendo que el país parte sin activos externos netos ($B_0^* = 0$) y termina sin activos ($B_2^* = 0$), debe tenerse:

$$CC_1 + CC_2 = 0 \quad (6.19)$$

Antes de seguir adelante, debemos calificar nuestros resultados. Este análisis supone que un deudor siempre cancela sus deudas y la restricción presupuestaria se desarrolla bajo este supuesto. Hay casos de gran importancia en que un deudor no puede pagar, o decide no pagar, las deudas en que incurrió en un período anterior. A veces, en la economía interna, los deudores quiebran y no pueden pagar. En la economía internacional, donde es más difícil la coerción respecto a los contratos, hay ocasiones en que los deudores optan por no pagar. En esos casos, la restricción presupuestaria puede no ser tan estricta como se plantea en casi todos los razonamientos (volveremos a este aspecto al final del capítulo y, de nuevo, en el capítulo 22, cuando discutamos la crisis de deuda de los países en desarrollo).

Para dejar más en claro estos conceptos, consideremos una ilustración específica de la restricción presupuestaria intertemporal. Supongamos que las preferencias de ahorro y consumo de las familias individuales llevan a una elección particular del consumo en la curva BB , de modo que, por ejemplo, $C_1 < Q_1$ para la economía en su conjunto. Esta situación queda representada en la figura 6-8 y las cuentas apropiadas de la balanza de pagos se muestran en el cuadro 6-6. La distancia horizontal entre Q_1 y C_1 mide el superávit de cuenta corriente y el superávit de la balanza comercial en el período 1. Notemos que no hay diferencia entre ambas medidas en este caso. ¿Por qué? Porque el país parte sin activos externos netos.

Las familias nacionales estarán prestando, en agregado, un monto $B_1^* = Q_1 - C_1$ al resto del mundo. Este flujo de salida de capital equilibra exactamente el superávit de cuenta corriente. En el segundo período, el país consume $C_2 > Q_2$. La cuenta corriente está en déficit en tanto que hay un flujo de entrada de capital.

Es conveniente mencionar aquí la forma cómo se registran estas transacciones en las cuentas de la balanza de pagos que mantiene el gobierno (en el apéndice a este capítulo se da una descripción detallada de la contabilidad de la balanza de pagos). Para este país hipotético, la contabilidad de la balanza de pagos aparecería como en el cuadro 6-6. Sólo es necesario introducir aquí un punto adicional para poder seguir adelante. Un flujo de salida de capital se llama, según las convenciones contables, un déficit en la cuenta de capitales de la balanza de

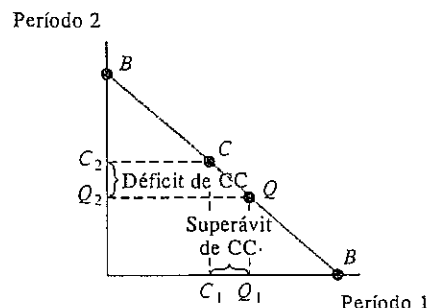


Figura 6-8

La restricción presupuestaria y un superávit contemporáneo de la cuenta corriente

CUADRO 6-6

CONTABILIDAD DE LA BALANZA DE PAGOS EN EL MODELO DE DOS PERÍODOS		
	Período 1	Período 2
Cuenta corriente	$Q_1 - C_1$	$-(Q_1 - C_1)$
Balanza comercial	$Q_1 - C_1$	$-(1 + r)(Q_1 - C_1)$
Cuenta de servicios	0	$r(Q_1 - C_1)$
Cuenta de capitales	$-(Q_1 - C_1)$	$(Q_1 - C_1)$
Total (de la cuenta corriente y la cuenta de capitales)	0	0

pagos (y un flujo de entrada de capital se llama, análogamente, un superávit en la cuenta de capitales de la balanza de pagos). Esto implica que la cuenta corriente y la cuenta de capitales suman automáticamente cero, como se muestra en el cuadro.

La Restricción Presupuestaria Intertemporal con Muchos Períodos

Hasta ahora, hemos derivado la restricción presupuestaria intertemporal en un marco de dos períodos, pero es fácil extender el análisis para muchos períodos. Para T períodos, con $T > 2$, simplemente derivamos expresiones que son análogas a las ecuaciones (6.17), (6.18) y (6.19) y que muestran que el valor descontado del consumo debe ser igual al valor descontado del producto neto de la inversión; que el valor presente descontado de las balanzas comerciales debe ser igual a cero; y que los saldos de la cuenta corriente entre $t = 0$ y $t = T$ deben sumar cero.

La extensión del modelo de dos períodos al modelo de T períodos es muy directa. Aparece, sin embargo, una nueva sutileza en el caso (muy realista) en que no hay un período final definido T en el que todos los préstamos deben quedar cancelados. Si el tiempo puede transcurrir indefinidamente sin una fecha de término, ¿significa esto que un país puede endeudarse en *cualquier* monto con el resto del mundo, sin preocuparse por el pago, a sabiendas de que en el futuro siempre podrá pedir nuevos préstamos para pagar cualquier deuda anterior? La respuesta es no. Los mercados internacionales de capitales seguirán exigiendo que cada país viva dentro de sus medios, en el sentido de que *nadie le prestará a un país un monto tan alto que la única forma de pagarlo sea tomando un nuevo préstamo por el valor del vencimiento en cada período*.

Un esquema en que un deudor asume una deuda excesiva (por ejemplo, para incrementar el consumo corriente) y propone pagarla pidiendo prestado el dinero necesario para el servicio de la deuda se conoce como un "esquema de Ponzi".¹⁵ Consideremos lo que ocurre en un esquema como éste. Supongamos que el deudor debe un monto D . Cuando vence la deuda D , el deudor debe $(1 + r)D$. Si contrata un nuevo préstamo igual a $(1 + r)D$ para pagar a su acreedor anterior, ahora queda debiendo un monto mayor al nuevo acreedor. En el próximo período, el deudor tendrá que pagar $(1 + r)^2 D$, y, nuevamente, planea un nuevo préstamo por este monto

¹⁵ La designación viene de Charles Ponzi, un embaucador de Boston, que se hizo rico en los años 20 con un esquema de cadenas de cartas.

mayor para pagar el anterior. En el período siguiente, el deudor tendrá una deuda $(1+r)^3D$. En cada período, entonces, la deuda crecerá a la razón geométrica $(1+r)$.

Los mercados crediticios impiden este comportamiento (o no lo apoyan de manera indefinida); los acreedores exigen que los deudores mantengan su deuda dentro de ciertos límites y, por lo menos, no permiten que ella crezca a la razón geométrica $(1+r)$. Matemáticamente se puede demostrar que, cuando la conducta prudente de los acreedores restringe el crecimiento de la deuda a una tasa menor que la razón geométrica $(1+r)$, se obliga al deudor a vivir de acuerdo con sus medios en el sentido de que el valor presente descontado de todo su consumo futuro debe ser igual a la riqueza inicial más el valor presente descontado de todo su producto futuro neto de la inversión:

$$C_1 + \frac{C_2}{(1+r)} + \dots = (1+r)B_0^* + (Q_1 - I_1) + \frac{(Q_2 - I_2)}{(1+r)} + \dots \quad (6.20)$$

Designemos por D^* la deuda neta del país, que es justamente igual a $-B^*$. En otras palabras, cuando B^* es negativo, de modo que el país es un deudor neto, D^* es positivo. Podemos derivar ahora una ecuación de mucho interés. Llevando los términos en $(Q - I)$ al otro lado de la ecuación, y recordando que la balanza comercial es igual al producto menos la absorción ($BC = Q - C - I$), podemos escribir (6.20) en la forma:

$$(1+r)D_0^* = BC_1 + \frac{BC_2}{(1+r)} + \dots \quad (6.21)$$

Esta importante relación nos dice que si un país es un deudor neto que debe $(1+r)D_0^*$ en el primer período, entonces la economía debe operar en el futuro con superávit comerciales cuyo valor presente descontado (para todo el futuro) sea igual a la deuda neta inicial. El país servirá su deuda en el futuro mediante una corriente de superávit de la balanza comercial cuyo valor presente es igual a la deuda neta que tiene con el resto del mundo.

Sin embargo, hay que tener cuidado de interpretar correctamente la condición establecida en la ecuación (6.21). No se requiere que un país deudor tenga superávit comercial en cada período, sino sólo que el valor presente de todas las balanzas comerciales futuras sea un superávit de igual valor que la deuda neta. Por ejemplo, Estados Unidos al finalizar 1988 tenía pasivos externos netos del orden de \$532 mil millones. Esto significa que, desde 1989 en adelante, Estados Unidos tendrá que obtener superávit comerciales en términos de valor presente de \$532 mil millones. Esto no implica, por supuesto, que Estados Unidos tendrá que tener superávit comercial en cada año.

Hay que hacer notar otra sutileza. Aunque un país no puede operar con una deuda que crece indefinidamente a la tasa de interés, tampoco tiene que pagar el total de su deuda. Lo que se requiere es que (operando con superávit comercial) el país pague *interés* sobre su deuda externa, y no que la deuda caiga a cero en alguna fecha específica. Por tanto, un país podría mantener cada año una deuda neta dada D y pagar el interés vencido, rD , operando con superávit comercial, sin que nunca el capital adeudado D regrese a cero.

A veces, la restricción presupuestaria intertemporal de un país se expresa en términos de la *transferencia neta de recursos* (TNR) que debe efectuar el país. La TNR describe el flujo de caja entre el país y sus acreedores, y se mide por los préstamos netos concedidos al país menos el interés que paga el país por sus obligaciones externas (lo que "perciben" los acreedores). Por tanto, la TNR en el período t está dada por:

$$TNR = (D^* - D_{t-1}^*) - rD_{t-1}^* \quad (6.22)$$

Notemos que en un "esquema de Ponzi" la transferencia neta de recursos es precisamente cero, ya que el monto del nuevo endeudamiento es justamente lo necesario para pagar la deuda antigua: $D^* = (1+r)D^*_{-1}$, de modo que $TNR = 0$.

Debido a que el incremento de la deuda externa neta ($D^* - D^*_{-1}$) corresponde al déficit de la cuenta corriente ($-CC$), en tanto que los pagos de interés corresponden al déficit en la cuenta de servicios, la ecuación (6.22) se puede reformular fácilmente en términos de la balanza comercial:¹⁶

$$TNR = -BC \quad (6.23)$$

Así, cuando un país está operando con déficit en la balanza comercial, está recibiendo una transferencia neta de recursos del resto del mundo y cuando está operando con superávit en la balanza comercial, está haciendo una transferencia neta de recursos al resto del mundo (en cuyo caso decimos a veces que la TNR al país es negativa).

Ahora bien, la restricción presupuestaria para un deudor se puede formular como la condición de que el valor descontado de las futuras transferencias netas de recursos (con signo negativo) sea igual al monto de la deuda:

$$(1+r)D_0^* = -TNR_1 - \frac{TNR_2}{(1+r)} - \frac{TNR_3}{(1+r)^2} - \dots \quad (6.24)$$

Obviamente, esta condición es la misma que en (6.21), ya que la TNR es igual al déficit de la balanza comercial. Observemos también que la condición para TNR excluye un esquema de Ponzi porque, en un esquema de Ponzi, la TNR es siempre cero.

Una vez más debemos mencionar una limitante que ya señalamos antes. La condición "no esquema de Ponzi" es una condición plausible para los mercados de capitales, pero los acreedores no siempre logran imponerla. Hay ocasiones en que, por inadvertencia, se permite a los deudores contraer una deuda tan alta que simplemente no la pueden pagar. Hasta ahora hemos supuesto que no se presentan situaciones de insolvencia, pero volveremos a este asunto al final del capítulo.

6-5 LIMITACIONES A LA CONTRATACIÓN Y CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS EXTERNOS

Hemos supuesto, al discutir la economía abierta, que los residentes de un país pueden contratar o conceder préstamos en el mercado internacional de capitales a una tasa de interés dada r . Por supuesto, éste es un panorama muy idealizado. Necesitamos agregar ahora tres limitaciones importantes a nuestro marco básico de referencia: 1) controles administrativos, que limitan el acceso de los residentes nacionales a los mercados externos de capitales; 2) los efectos de las propias decisiones de ahorro e inversión del país sobre la tasa mundial de interés; y 3) los problemas de riesgo y coerción en los préstamos externos, que limitan los flujos internacionales de capital.

¹⁶ En realidad, la TNR es igual a la balanza comercial más los servicios no factoriales (principalmente turismo, fletes y seguros). Por simplicidad, no hemos considerado en nuestro análisis los servicios no factoriales. Sin embargo, se pueden extender fácilmente las ecuaciones para incluir esta cuenta, sin que nada sustancial varíe.

Controles Administrativos

Muchos gobiernos, en especial de los países en desarrollo, imponen restricciones a la capacidad de los residentes nacionales para pactar préstamos externos. Aquí presentaremos las consecuencias básicas de estos controles y algunas de las razones que llevan a instituirlos. En posteriores capítulos examinaremos sus efectos con más detalle.

Con un control de capitales total, no podría haber contratación u otorgamiento de préstamos con el resto del mundo. El país viviría en el aislamiento financiero. En cada uno de los períodos su cuenta corriente tendría que equilibrarse. Las tasas internas de interés no guardarían ninguna relación con las tasas mundiales, sino que sencillamente se ajustarían para equilibrar el ahorro y la inversión, como ocurría en el modelo de la economía cerrada que se describió al comienzo de este capítulo.

Volvamos por un momento a la figura 6-4. Sin controles de capitales, la cuenta corriente tiene superávit a la tasa r_h . Si el gobierno decide imponer controles, el exceso de ahorro interno no puede utilizarse para adquirir bonos extranjeros o para invertir en el exterior. Con ahorro más alto que la inversión, r_h no puede ser la tasa de interés de equilibrio local. Como la cuenta corriente tiene que equilibrarse, la tasa interna tendrá que caer hasta que el ahorro sea igual a la inversión. Esto ocurre a la tasa r_a . Para un país que tendría superávit de cuenta corriente bajo *libertad* de movimiento de capitales, el efecto neto de los controles es reducir las tasas internas de interés, aumentar la inversión y bajar el ahorro.

Al llevar forzosamente a la economía a la autarquía financiera (esto es, el aislamiento del resto del mundo), los controles de capitales pueden tener efectos adversos sobre el nivel de bienestar económico. Podemos usar el modelo de dos períodos para ilustrar esto en forma muy simple. En la figura 6-9, sea E el punto de dotación, con nivel de utilidad UL_0 . Si las tasas de interés mundial están al nivel r , el país preferiría endeudarse en el primer período y consumir en el punto A . Esto le permitiría a los agentes económicos alcanzar el nivel de utilidad UL_1 . Pero la economía tiene que quedarse en E debido a los controles de capitales. La misma pérdida de bienestar como resultado de estos controles se encuentra fácilmente en el caso en que el país tiene superávit de cuenta corriente en el primer período con libre movilidad de capitales.

Al existir controles de capitales, los tipos de shocks que hemos considerado antes afectarán, en general, a la tasa local de interés más que a la cuenta corriente. Por ejemplo, una declinación transitoria del producto después de una sequía causaba un déficit de cuenta corriente en la figura 6-6. Ahora, el efecto es aumentar las tasas de interés, como lo muestra la figura 6-10.

Entonces, para resumir, los shocks que desplazan la curva de ahorro hacia la izquierda tienden a incrementar la tasa interna de interés más que a deteriorar la cuenta corriente. Lo

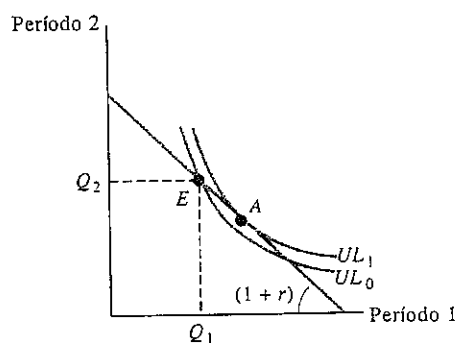


Figura 6-9

Los controles de capitales y el bienestar económico del país

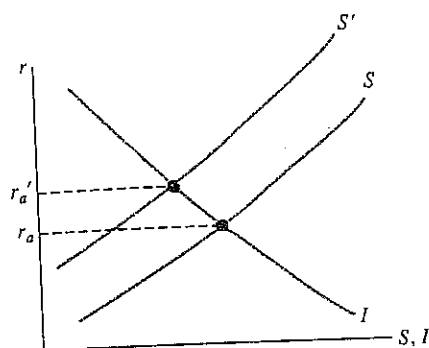


Figura 6-10
Una caída transitoria del producto
bajo controles de capitales

mismo se aplica a los shocks que aumentan las posibilidades de inversión local. Con controles totales de capitales, un alza en la tasa de interés mundial no tiene un efecto directo sobre la tasa de interés, el ahorro o la inversión a nivel local. En virtud de sus restricciones al capital, el país se aísla de los shocks externos de tasa de interés.

Una implicancia crucial de los controles de capitales afecta a las políticas nacionales de ahorro. Muchos gobiernos adoptan políticas de estímulo al ahorro (incentivos tributarios, por ejemplo), con el objetivo de incrementar la inversión. Cuando se tienen mercados de capitales abiertos, una política que aumenta el ahorro nacional tiende a incrementar el superávit de cuenta corriente pero no la inversión interna. En este caso, los controles de capitales pueden ser útiles para lograr que un aumento del ahorro nacional se traduzca en una inversión nacional más alta.

Efectos de País Grande en las Tasas de Interés Mundiales

La idea de que los residentes nacionales pueden pactar préstamos libremente a una tasa dada r se sustenta en el supuesto de que su economía particular es una pequeña parte del mercado mundial de capitales. Esta es una buena aproximación para gran parte de los países del globo, excepto para unas cuantas de las mayores economías industrializadas. Incluso un país industrializado importante como Holanda representa sólo el 1.6% del producto total de los países industrializados.¹⁷ En consecuencia, aun desplazamientos de cierta consideración en el ahorro o la formación de capital de este país no tendrían mayores efectos sobre el equilibrio del mercado mundial de capitales. En contraste, Estados Unidos contribuye con alrededor del 36% del producto total de los países industrializados. Los movimientos del ahorro y la inversión deseados en Estados Unidos tienden a ejercer efectos significativos en las tasas de interés mundiales. Lo mismo es válido para Japón y Alemania y, en menor grado, para el Reino Unido, Francia, Italia y Canadá.¹⁸

La clave para comprender los efectos de país grande está en examinar cómo se determina la tasa de interés mundial (r_w). En un mercado de capitales integrado globalmente, r_w se determina de modo que el ahorro mundial total S_w (igual a la suma del ahorro en el país 1, el país 2, etc., o sea, $S_w = S_1 + S_2 + \dots$) sea igual a la inversión total ($I_w = I_1 + I_2 + \dots$). El

¹⁷ La cifra es para el año 1988, tomada de The World Bank, *World Development Report 1990*, Oxford University Press, Nueva York, 1990.

¹⁸ Estos siete países industrializados de mayor tamaño se suelen llamar el Grupo de los Siete o, abreviado, G-7.

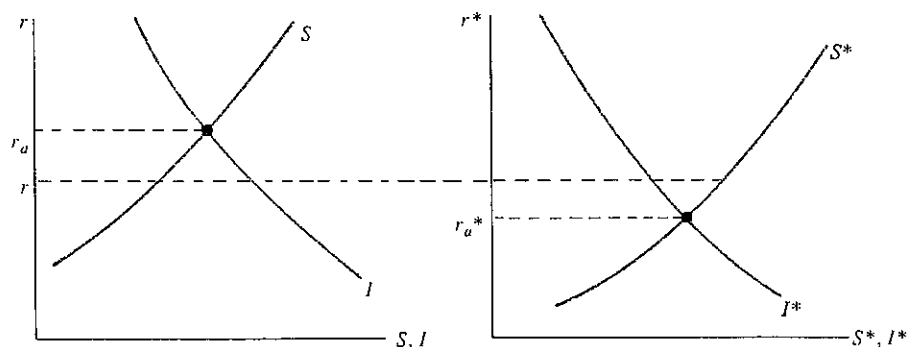


Figura 6-11

Equilibrio mundial global del ahorro y la inversión

mundo en su conjunto es una economía cerrada. En consecuencia, se debe cumplir que $S_w = I_w$.

Consideremos ahora el caso de una economía, como Estados Unidos, que es grande en relación al mercado mundial global (seguiremos nuestra convención habitual de que una variable sin asterisco se refiere al país en cuestión, en tanto que una variable con asterisco se refiere al resto del mundo). El equilibrio global se produce cuando:

$$I(r) + I^*(r) = S(r) + S^*(r) \quad (6.25)$$

La condición (6.25) establece que la inversión mundial es igual al ahorro mundial. Reordenando sus términos, vemos que esta expresión equivale a expresar que el saldo de la cuenta corriente de Estados Unidos debe ser igual al negativo del saldo de la cuenta corriente del resto del mundo:¹⁹

$$S(r) - I(r) = -[S^*(r) - I^*(r)], \quad (6.26)$$

o bien,

$$CC(r) = -CC^*(r) \quad (6.26')$$

La figura 6-11 muestra la tasa de interés mundial de equilibrio como aquella tasa para la cual el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos es igual en valor al superávit de la cuenta corriente exterior. Si las dos regiones comienzan en un estado de autarquía financiera, sea porque Estados Unidos o el resto del mundo tienen controles de capitales, las tasas de interés de equilibrio se fijarían separadamente en los dos mercados. Como se representa en el gráfico, la tasa interna en Estados Unidos (r_a) sería mayor que la tasa en el resto del mundo (r_a^*). Esto

¹⁹ En teoría, la suma de las cuentas corrientes de todos los países del mundo debe ser igual a cero. En la práctica, esto no ocurre. De hecho, hay una "discrepancia de la cuenta corriente mundial", porque en los últimos años el total de las cuentas corrientes de todos los países del globo han dado como suma un número negativo grande, del orden de -\$67 mil millones en 1989 (IMF, *International Financial Statistics*, 1989 Yearbook). Se atribuye esta discrepancia a una variedad de problemas de medición, entre los que se incluyen flujos de capital no registrados y la sobre y subfacturación de exportaciones e importaciones, a menudo con propósitos de contrabando.

resulta así porque se ha representado a Estados Unidos en forma realista con una baja tasa de ahorro.

Si se estableciera una movilidad completa de capitales entre ambas regiones, por ejemplo a través de una liberalización del mercado de capitales en la región con restricciones, resultaría una tasa de interés mundial única. La tasa interna de interés en la economía norteamericana caería y la tasa en el resto del mundo subiría hasta que ambas tasas se igualaran. La inversión aumentaría y el ahorro disminuiría en Estados Unidos, de modo que su cuenta corriente se movería hacia el déficit. En el resto del mundo, el ahorro subiría y la inversión caería: la cuenta corriente del resto del mundo se movería hacia el superávit. En el equilibrio final, el ahorro mundial total sería igual a la inversión mundial total y el déficit de cuenta corriente de Estados Unidos quedaría compensado exactamente por el superávit en el resto del mundo.

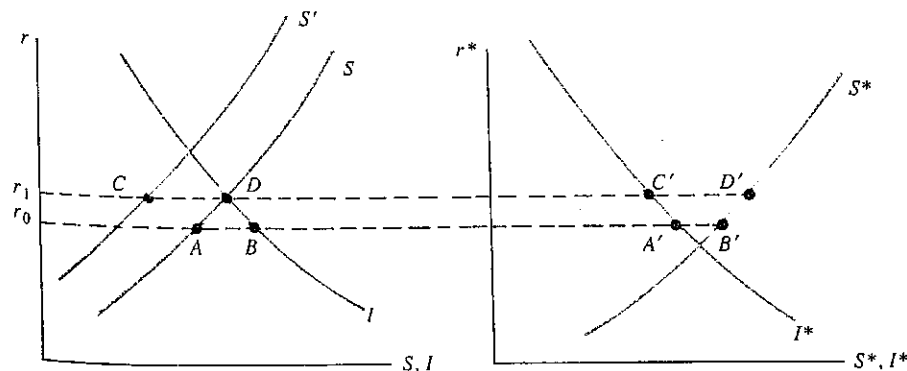
Estos dos diagramas nos ayudan a poner en evidencia otro punto de importancia: para un país grande, los desplazamientos en el ahorro y la inversión provocan efectos en las tasas de interés mundiales (y locales) así como en la cuenta corriente. Consideremos, como se muestra en la figura 6-12, una caída en la tasa de ahorro de Estados Unidos (una declinación del ahorro como ésta podría producirse debido a un alza del ingreso futuro esperado en Estados Unidos). A la tasa de interés inicial (r_0), la declinación del ahorro conduce a un exceso de inversión mundial sobre el ahorro mundial. Las tasas de interés mundiales suben por tanto a r_1 , donde $(I - S)$ es nuevamente igual a $(S^* - I^*)$.

El efecto final es un incremento en la tasa de interés mundial y un deterioro de la cuenta corriente en Estados Unidos (de AB a CD), junto con un mejoramiento de la cuenta corriente en el resto del mundo (de $A'B'$ a $C'D'$). Cuanto mayor sea el tamaño de Estados Unidos en los mercados mundiales, mayor será el ajuste que tiene lugar a través del alza en la tasa de interés. Cuanto menor sea el tamaño de Estados Unidos, mayor será la parte del ajuste que se produce a través del deterioro de la cuenta corriente de Estados Unidos. Por tanto, el caso del país grande se sitúa en una posición intermedia entre el modelo del país pequeño y el caso de controles de capitales en lo que se refiere a los efectos de un desplazamiento del ahorro sobre la cuenta corriente y la tasa de interés.

El cuadro 6-7 resume los diversos casos que hemos considerado aquí. Cada columna en el cuadro 6-7 corresponde a uno de los tres casos analizados: un país pequeño con libre movilidad de capitales; un país pequeño con controles de capitales; y un país grande con

Figura 6-12

Efectos globales de una declinación en el ahorro de Estados Unidos



CUADRO 6-7

LOS EFECTOS DE SHOCKS DE AHORRO E INVERSIÓN BAJO DIFERENTE MOVILIDAD DE
CAPITALES Y TAMAÑOS DE PAÍSES

Tipo de shock	Casos		
	Libre movilidad del capital (país pequeño)	Controles de capitales	Libre movilidad del capital (país grande)
Alza en la curva S (ahorro)	Alza en la CC ; sin efecto en r	Sin efecto en la CC ; caída en r	Alza en la CC ; caída en r
Alza en la curva I (inversión)	Caída en la CC ; sin efecto en r	Sin efecto en la CC ; alza en r	Caída en la CC ; alza en r
Alza en $(S^* - I^*)$	Caída en la CC ; caída en r	Sin efecto en la CC ; sin efecto en r	Caída en la CC ; caída en r

libre movilidad de capitales. Cada línea corresponde a un distinto tipo de shock: un incremento en el ahorro deseado en el país local; un incremento en la inversión deseada; y un aumento del ahorro en el resto del mundo. Los casilleros del cuadro describen los efectos de cada combinación.

Problemas Relativos al Riesgo y la Coerción

Para hacer más sencillo el análisis, hemos supuesto hasta ahora que todos los préstamos se pagan, esto es, se sirven cabalmente en términos de valor presente. Al menos hay dos razones para que, en la realidad, esto pueda no cumplirse. Primero, el deudor puede llegar a la insolvencia, es decir, a la incapacidad para servir totalmente sus deudas con su flujo de ingresos corrientes y futuros. Segundo, el deudor puede optar por no pagar los préstamos, si cree que los costos de no pagar son menores que la carga del pago.

El caso de no pago voluntario puede darse porque los préstamos internacionales presentan un serio problema para forzar su cumplimiento. Cuando un deudor extranjero enfrenta dificultades de pago, a los acreedores les resulta muy complicado y laborioso recuperar sus préstamos porque los problemas de coerción legal para el cumplimiento de los contratos son particularmente difíciles cuando el acreedor y el deudor están en países diferentes. Esto es de especial validez para los préstamos a gobiernos extranjeros, a menudo llamados *préstamos soberanos*, dado que es difícil obligar a un gobierno extranjero a cancelar una deuda. En este caso, las instituciones de crédito no aportarán todos los fondos que el deudor extranjero solicita a la tasa de interés vigente. Sólo prestarán el monto que creen que puede recuperarse.

Cuando un gobierno tiene una deuda externa considerable, debe enfrentar la opción de pagar los préstamos versus suspender sus pagos de servicio de la deuda. El gobierno debe calcular los beneficios de la suspensión de pagos (las divisas que ahorra) contra los costos de esta acción. Entre éstos últimos se incluyen diversas penalidades por no pagar, más los costos de una mala reputación, que puede perjudicar al país en sus futuros tratos con acreedores extranjeros. Entre las penalidades directas que pueden imponer los acreedores insatisfechos se cuentan: 1) la suspensión de nuevos préstamos de mediano y largo plazo; 2) la supresión de préstamos de corto plazo de apoyo a las exportaciones e importaciones; 3) un intento de

desbaratar el comercio internacional del país; y 4) un intento de alterar las relaciones exteriores del país. Estas penalidades imponen pesados gravámenes a los países incumplidores, pero generalmente no producen mucho en términos de beneficios financieros directos para los acreedores.

Las mencionadas penalidades ayudan a definir los límites de seguridad para operaciones de crédito. Si las penalidades por no pagar son muy altas, y se sabe que lo son, entonces los gobiernos deudores intentarán pagar tanto como les sea posible, para así no incurrir en penalidades. En este caso, es seguro prestar a un gobierno extranjero, ya que éste hará serios intentos por pagar sus préstamos. Si las penalidades son leves, los gobiernos extranjeros no harán mayores esfuerzos por pagar, de modo que resultará inseguro prestar aun en pequeños montos.

Lo importante para nuestro análisis es que, en la medida en que existen problemas de coerción, habrá menores flujos de préstamos internacionales de los que habría si los contratos fueran perfectamente exigibles. En un comienzo, los residentes de un país deudor encontrarán que tienen que afrontar, a medida que su país aumenta su deuda con el resto del mundo, tasas de interés más altas, representando el mayor interés una prima de riesgo para compensar a los acreedores por el creciente riesgo de incumplimiento. Cuando la deuda incurrida excede un cierto monto, los riesgos de seguir prestando a este país ya no pueden compensarse con primas de riesgo más altas y el país queda simplemente marginado de créditos adicionales.

Establecer todas las implicancias de este tipo de racionamiento del crédito requiere un análisis minucioso y por separado. Pero, en esencia, el resultado es que la cuenta corriente se comporta de algún modo como en el caso del país grande: los desplazamientos en el ahorro y la inversión afectan *a la vez* a la cuenta corriente y a la tasa de interés (estos puntos se discutirán con más detalle en capítulos posteriores).

6-6 RESUMEN

En una economía con libre movilidad de capitales, el ahorro nacional no necesita ser igual a la inversión nacional. El exceso de ahorro sobre la inversión es la *cuenta corriente de la balanza de pagos*. El saldo de la cuenta corriente tiende a ser una función creciente de la tasa de interés porque una tasa de interés más alta tiende a incrementar el ahorro (aunque el efecto es ambiguo en teoría) y a reducir la inversión.

Un *superávit* de cuenta corriente implica también que el país está acumulando activos externos netos, esto es, sus títulos netos sobre el resto del mundo están creciendo. Un *déficit* de cuenta corriente revela que un país está disminuyendo activos externos netos. Por tanto, la cuenta corriente también se define como el cambio en la *posición de activos externos netos (PAEN)* de un país. Cuando la PAEN es positiva, el país es un *acreedor neto* del resto del mundo y, cuando es negativa, el país es un *deudor neto*. Hay otros dos modos adicionales de definir la cuenta corriente: primero, como la diferencia entre el ingreso nacional y la absorción; y segundo, como la suma de la balanza comercial y la cuenta de servicios de la balanza de pagos.

Durante la década de los 80, de ser el mayor acreedor internacional del mundo, Estados Unidos se transformó en el mayor deudor del globo, como resultado de los grandes y sostenidos déficits en su cuenta corriente (no obstante, problemas de medición de datos nos impiden tener una medida exacta de su posición de deuda neta). Durante el mismo período, Japón y Alemania Occidental operaron con vasto superávit en su cuenta corriente y se convirtieron en los mayores acreedores internacionales.

Hay múltiples factores que influyen en la cuenta corriente (CC). Un alza en la tasa de interés mundial tenderá a mejorar el saldo de CC de un país pequeño, al aumentar el ahorro

y reducir la inversión. Mejores perspectivas para la inversión, como un descubrimiento de recursos naturales, tienden a reducir el saldo de CC. Una caída transitoria del ingreso nacional (debido, por ejemplo, a una caída de los términos de intercambio o a una cosecha desfavorable) tiende a reducir el saldo de CC al reducir el ahorro nacional. Sin embargo, una declinación permanente del ingreso nacional debería tener escaso o nulo efecto sobre la cuenta corriente, ya que el gasto de consumo debe caer en aproximadamente el mismo monto que la declinación del ingreso (por supuesto, si el shock permanente se interpreta por error como un shock transitorio, entonces la cuenta corriente declinaría de todas maneras). En general, la respuesta óptima a los shocks de oferta, sea en el nivel del producto o en los términos de intercambio, se puede resumir en la frase: "financiar un shock transitorio; ajustarse a un shock permanente".²⁰

Como los individuos, los países están limitados por una restricción presupuestaria intertemporal: el valor descontado del consumo agregado debe ser igual al valor descontado del producto nacional menos el valor descontado de la inversión, más la posición de activos externos netos inicial. Esto se puede expresar de otra manera. Si un país es un deudor neto, entonces la economía debe operar con superávit comerciales en el futuro cuyo valor presente descontado sea igual a la deuda neta inicial.

Se deben agregar varias limitaciones al modelo básico de movimientos de capitales. Primero, algunos gobiernos establecen restricciones administrativas (*controles*) al movimiento internacional de capitales. Con controles totales, no hay operaciones de crédito con el resto del mundo y el país debe vivir en el aislamiento financiero. Las tasas de interés locales serán diferentes a las tasas mundiales y la cuenta corriente en cada período tendrá que ser cero. El ahorro interno tendrá que ser siempre igual a la inversión interna.

Segundo, el modelo básico de movimientos de capitales supone que el país es suficientemente pequeño de modo que los desplazamientos internos de la inversión y el ahorro no afectan a la tasa de interés mundial. Este supuesto describe bien el caso de casi todos los países en el mundo, excepto el de unas pocas economías industrializadas. Para estas economías de gran tamaño, los cambios en el ahorro y la inversión a nivel local tenderán a ejercer efectos significativos sobre las tasas de interés mundiales. En un mercado de capitales integrado a nivel mundial, la tasa internacional de interés queda determinada de modo que el ahorro mundial total es igual a la inversión total.

Tercero, el modelo básico supone que todos los préstamos se cancelan o, al menos, se sirven cabalmente en términos de valor presente. Sin embargo, algunos deudores pueden llegar a la insolvencia (incapacidad de servir cabalmente sus deudas en base a su ingreso corriente y futuro), en tanto que otros que podrían pagar optan por no hacerlo, sabiendo que es difícil para el acreedor forzar la cancelación de sus préstamos. La dificultad de la coerción para el pago de préstamos es especialmente grande para los créditos soberanos, esto es, préstamos a gobiernos extranjeros. Cuando los acreedores potenciales entienden que el deudor puede tener incentivos para no pagar la deuda en el futuro, restringirán la oferta de préstamos a ese deudor al nivel que el acreedor cree que será recuperable.

Conceptos claves

balanza de pagos

posición de activos externos netos

cuenta corriente

país acreedor neto

²⁰ Aquí, "financiar" significa operar con déficit de cuenta corriente; "ajustarse" significa reducir el consumo en el monto suficiente para absorber el shock sin adquirir deuda.

país deudor neto
hipótesis de país pequeño
balanza de servicios
términos de intercambio
flujo de salida de capital
reservas oficiales de divisas
restricción presupuestaria
intertemporal nacional
efectos de país grande
préstamos soberanos

absorción
balanza comercial
asistencia oficial al desarrollo
cuenta de capitales
flujo de entrada de capital
errores y omisiones
transferencia neta de recursos
controles de capitales
movilidad de capitales

Problemas y preguntas

1. El país A es una pequeña economía abierta. ¿Sería posible que este país tuviera una tasa de interés diferente a la del resto del mundo? ¿Por qué?
2. Es probable que los países que operan con superávit de cuenta corriente reduzcan su consumo en el futuro. ¿Verdadero o falso? Explique.
3. Discuta por qué Estados Unidos pasó, durante la década de 1980, de ser un acreedor importante a ser el mayor deudor del mundo.
4. Discuta la relación entre un incremento en la tenencia de activos externos netos, un superávit de cuenta corriente y una balanza comercial positiva.
5. Suponga que el país B es un acreedor neto. El valor del ahorro nacional está fijo en un cierto nivel y su cuenta corriente es inicialmente cero. ¿Qué pasaría con las siguientes variables si el valor de los activos internacionales de este país aumentara debido a cambios en su valoración?
 - a. Posición de activos externos netos.
 - b. Cuenta corriente.
 - c. Inversión.
6. ¿Cómo cambiarían las figuras 6-4a y 6-4b si el efecto ingreso para los ahorrantes pasara a ser mayor que el efecto sustitución cuando la tasa de interés internacional excede un cierto nivel?
7. Describa los efectos sobre la tasa de interés, el ahorro interno y la inversión interna de los siguientes acontecimientos (analice los casos de una economía cerrada, una economía pequeña abierta, una economía grande abierta y una economía con controles de capitales):
 - a. El país C descubre grandes reservas nuevas de petróleo. Las reservas son altamente rentables; sin embargo, ponerlas en operación tomará 5 años de nuevas inversiones físicas.
 - b. Un período frío en el país D obliga a un extenso cierre de fábricas durante tres meses. No se puede recuperar la producción perdida, pero la producción retorna a su nivel normal en la primavera.
 - c. Nuevas fibras sintéticas reducen la demanda de cobre, haciendo bajar en forma permanente su precio en relación a otros bienes. Considere el efecto sobre el país E, un exportador de cobre.
8. Suponga que la inversión y el ahorro están determinados por las siguientes ecuaciones: $I = 50 - r$; $S = 4r$.
 - a. Si la economía es cerrada, ¿cuáles son los niveles de equilibrio de la tasa de interés, el ahorro, la inversión y la cuenta corriente?
 - b. ¿Cómo cambiaría su respuesta a a) si el país es una pequeña economía abierta y la tasa de interés internacional es 8%? ¿Qué sucede si la tasa de interés sube a 12%?

- c. ¿Cómo cambiarían sus respuestas a a) y b) si la función inversión pasa a ser $I = 70 - r$?

9. Considere una economía con las siguientes características: la producción en el período 1 (Q_1) es 100; la producción en el período 2 (Q_2) es 150; el consumo en el período 1 (C_1) es 120; la tasa de interés mundial es 10% (suponga que no hay oportunidades de inversión).

En el marco del modelo de dos períodos, calcule:

- a. El valor del consumo en el segundo período.
 - b. La balanza comercial en ambos períodos.
 - c. La cuenta corriente en ambos períodos.
10. Si no existe un período final en que las deudas tienen que quedar pagadas, los países deudores no están restringidos por la restricción presupuestaria intertemporal. ¿Verdadero o falso? Explique.
11. Suponga que la figura 6-11 representa la situación de dos países grandes en el primer período del modelo de dos períodos. ¿Cómo se verían los diagramas en el segundo período? ¿Cuáles curvas tendrían que desplazarse para que los dos países maximicen su bienestar sujetos a su restricción presupuestaria intertemporal?
12. ¿Cómo se registrarían las siguientes transacciones en la balanza de pagos?
- a. Una corporación norteamericana exporta \$50m de mercaderías y utiliza el producto de la venta para abrir una fábrica en el exterior.
 - b. Residentes en Estados Unidos reciben dividendos de sus acciones Toyota por el monto de \$10m.
 - c. Sylvester Stallone recibe \$20m en derechos por los ingresos de taquilla de la exhibición en otros países de su película *Rambo*.
 - d. Las posesiones norteamericanas en Libia son nacionalizadas sin compensación.

APENDICE: LA CONTABILIDAD DE LA BALANZA DE PAGOS

En esta sección estudiaremos cómo se miden en la práctica las cuentas de la balanza de pagos de un país. La cuenta corriente se mide para un intervalo de tiempo especificado, por lo regular un mes, un trimestre o un año. Para un país típico, a lo largo de uno de estos intervalos de tiempo hay millones de transacciones entre familias individuales, empresas, y gobierno que deben sumarse, para así calcular el saldo global de la cuenta corriente.

La idea básica de la contabilidad de la balanza de pagos se estructura en el hecho de que hay dos definiciones de la cuenta corriente: como la balanza comercial más los pagos netos a factores provenientes del exterior, así como el cambio en la posición de activos externos netos del país. Los desequilibrios comerciales tienen su contraparte en la acumulación o desacumulación de activos externos netos. El método básico de contabilidad de la balanza de pagos aprovecha el hecho de que los flujos comerciales y los flujos financieros son los dos lados de cada transacción.

En las cuentas de la balanza de pagos, las transacciones se dividen entre flujos corrientes (exportaciones, importaciones, pagos de intereses, etc.) y flujos de capital (cambios en la propiedad de activos financieros), como se muestra en el cuadro A6-1. La parte de arriba del cuadro se llama a veces simplemente *la cuenta corriente*, en tanto que la parte de abajo del cuadro mide la llamada *cuenta de capitales*. En principio, la cuenta corriente y la cuenta de capitales deben ser idénticas en valor, si se incluye en la cuenta de capitales el cambio en las reservas internacionales. En la práctica, debido a errores y omisiones en el registro efectivo de las transacciones, los componentes de la cuenta corriente no siempre suman lo mismo que los componentes de la cuenta de capitales.

CUADRO A6-1

LAS CUENTAS DE LA BALANZA DE PAGOS

1. Cuenta Corriente ($CC = 1.1 + 1.2 + 1.3$)
 - 1.1 Balanza comercial
 - Exportaciones de bienes
 - Importaciones de bienes
 - 1.2 Balanza de servicios
 - Servicios no factoriales (fletes, seguros, turismo, etc.)
 - Servicios del capital (pagos de intereses, remesas de utilidades)
 - Servicios laborales (remesas de trabajadores)
 - 1.3 Transferencias unilaterales
2. Cuenta de capitales ($CAP = 2.1 + 2.2 + 2.3$)
 - 2.1 Inversión extranjera neta recibida
 - 2.2 Créditos extranjeros netos recibidos
 - Corto plazo
 - Largo plazo
 - 2.3 Reservas internacionales oficiales netas
3. Errores y omisiones
4. Resultado de la balanza de pagos ($BP = 1 + 2$)
 - (= Cambio en las reservas internacionales oficiales netas)

En teoría, todas las transacciones que afectan a la cuenta corriente requieren *dos entradas* en el cuadro. Consideremos, por ejemplo, la contabilidad de la balanza de pagos de Estados Unidos cuando una empresa de Alemania Occidental vende \$10 millones en maquinaria a un importador estadounidense, dinero que el importador paga extendiendo un cheque por \$10 millones a la empresa alemana, cheque que la empresa deposita en su cuenta bancaria en Estados Unidos. Esta transacción se compone de dos partes: el envío de los bienes, que se registra como "importaciones", y el pago del cheque, que incrementa los saldos bancarios en Estados Unidos de la empresa alemana y se registra, por tanto, bajo "cambio en obligaciones con extranjeros".

Las convenciones contables para estos dos componentes se determinan de modo que el par de transacciones sumen cero. En particular, las importaciones reciben en el cuadro un signo negativo (esto es, la transacción entraría como -\$10 millones); el incremento en obligaciones con extranjeros se registra como una entrada positiva en la cuenta de capitales (la transacción entraría como +\$10 millones). Si ésta fuera la única transacción que considerar, el déficit de cuenta corriente sería igual a -\$10 millones, en tanto que el saldo de la cuenta de capitales (la imagen refleja del saldo de cuenta corriente) sería igual a +\$10 millones.

Un incremento en los activos externos netos B^* del país, que puede significar un aumento en los títulos contra extranjeros o una caída en los pasivos con el extranjero, se llama un *flujo de salida de capitales*. Una caída en los activos externos netos se llama un *flujo de entrada de capitales*. Así, en la transacción que hemos estado describiendo, podemos decir que hay un flujo de entrada de capitales que está financiando el déficit de cuenta corriente en Estados Unidos. En forma alternativa, podemos decir que un superávit en la cuenta de capitales está financiando un déficit en la cuenta corriente.

Las siguientes convenciones se aplican en la contabilidad de la balanza de pagos:

1. Las entradas por exportaciones y los ingresos por intereses del exterior se registran como componentes positivos en la cuenta corriente;
2. Los pagos de importaciones y los pagos de intereses sobre pasivos externos se registran como componentes negativos en la cuenta corriente;
3. Los incrementos en títulos contra extranjeros y los decrementos en pasivos externos (flujos de salida de capitales) se registran como componentes negativos en la cuenta de capitales;
4. Los decrementos en títulos contra extranjeros y los incrementos en pasivos externos (flujos de entrada de capitales) se registran como componentes positivos en la cuenta de capitales.

Si todas las transacciones en la balanza de pagos se registraran efectivamente en la manera en que ocurren, de acuerdo a las convenciones que acabamos de describir, la balanza de pagos sumaría cero (al sumar la cuenta corriente y la cuenta de capitales). Como notaremos, sin embargo, algunas transacciones se registran sólo en parte, de modo que las oficinas estadísticas que preparan la balanza de pagos se quedan a veces sin un registro completo de algunas transacciones, con el resultado de que los saldos registrados en la cuenta corriente y en la cuenta de capitales no suman exactamente cero.

Consideremos el siguiente conjunto de transacciones. El lector debe estudiar con cuidado cómo quedan registradas en el cuadro A6-2 que ilustra el caso (cada transacción se designa por una letra y las entradas en la balanza de pagos se registran con la letra correspondiente a la transacción entre paréntesis).

CUADRO A6-2

CONTABILIZACIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS ENTRE ESTADOS UNIDOS Y EL RESTO DEL MUNDO (MILLONES DE DÓLARES)							
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	Total
Cuenta corriente							-4
Balanza comercial							+20
Exportaciones	+5		+15				
Importaciones					-10		-10
Servicios							
Intereses							
Dividendos		+1					+1
Otros							
Transferencias unilaterales			-15				-15
Cuenta de capitales							+4
Inversión extranjera neta		-1					-1
Créditos netos							
Corto plazo	-5				+10		+5
Largo plazo							
Balanza de pagos							0

a) Un exportador estadounidense envía \$5 millones de cereales a la Unión Soviética con crédito a 90 días (en otras palabras, el importador soviético debe pagar los \$5 millones en 90 días).

b) Un ciudadano estadounidense percibe un pago de dividendos de \$1 millón de una fábrica que posee en el exterior y utiliza el dinero para reinvertirlo en la fábrica.

c) Después de un terremoto en Armenia, agencias privadas de socorro estadounidenses envían equipo de primeros auxilios y vestuario por un valor de \$15 millones.

d) Una empresa japonesa importa \$20 millones en petróleo de Arabia Saudita, pagando el petróleo con un cheque de su cuenta en la sucursal de Nueva York del Chase Manhattan Bank. El cheque se deposita en la cuenta de Arabia Saudita en el mismo banco.

e) Un importador estadounidense compra \$10 millones en mercadería a una empresa electrónica japonesa y paga esta transacción con un préstamo de un banco japonés que financia la operación.

f) El Tesoro de Estados Unidos vende a compañías financieras estadounidenses reservas oficiales en marcos alemanes por valor de \$20 millones en efectivo.

Nótese que en los casos (d) y (f) no se entran datos al cuadro, dado que las transacciones no afectan la balanza de pagos de Estados Unidos.

Para cada transacción de capitales, notemos que se debe tener cuidado de registrar la transacción en la subcategoría correcta de la cuenta de capitales. Se hace distinción entre capitales de corto plazo y capitales de largo plazo. Por ejemplo, los saldos bancarios constituyen una forma de capital de corto plazo y los bonos a largo plazo y las acciones una

forma de capital de largo plazo.²¹ El capital de largo plazo se subdivide a su vez en valores e inversión extranjera directa, en que esta última significa propiedad y control directos de una empresa que opera en un país extranjero, o propiedad y control extranjeros sobre una empresa que opera en Estados Unidos.

Se hace otra distinción crucial entre los activos financieros que posee (o adeuda) el gobierno versus aquellos que posee (o adeuda) el sector privado. Los bancos centrales en casi todos los países, y, en ocasiones, también sus tesorerías, mantienen en cartera activos externos de corto plazo, como pagarés fiscales de corto plazo emitidos por gobiernos extranjeros. Estos valores se designan *reservas oficiales de divisas* del banco central. En capítulos posteriores veremos cómo puede usar el banco central estas reservas para ayudar a manejar el tipo de cambio mediante un proceso en el que el banco central compra y vende reservas de divisas a cambio de circulante interno en manos del público.

Debido a la importancia de la tenencia de divisas para que el gobierno esté en condiciones de manejar el tipo de cambio, se pone especial énfasis en la contabilidad de los cambios en las reservas de divisas. El *balance de transacciones de las reservas oficiales* mide el cambio en los saldos de reservas oficiales netas de divisas del gobierno. Se dice que el país tiene balance positivo si el gobierno está acumulando reservas internacionales netas y balance negativo si las reservas oficiales declinan durante el período. Advirtamos cómo se relaciona este concepto con la cuenta corriente y la cuenta de capitales. Si medimos en la cuenta de capitales todos los componentes de capital *excepto* la tenencia oficial de divisas, tenemos lo siguiente:

$$\begin{aligned} \text{Balance de transacciones de las reservas oficiales} &= \text{Cambio en las reservas} \\ &\quad \text{oficiales netas de divisas} \\ &= \text{Cuenta corriente} + \text{Cuenta} \\ &\quad \text{de capitales no oficial} \end{aligned}$$

Sumando la cuenta corriente y todos los componentes de la cuenta de capitales excepto las reservas oficiales, obtenemos el balance de reservas oficiales, con la convención de signo de que un valor positivo indica un incremento de las reservas externas netas.

A veces, en forma libre, el balance de reservas oficiales se llama la “balanza de pagos global”. Se dice que los países tienen superávit “global” si están acumulando reservas oficiales y déficit “global” si están perdiendo reservas.

Desde un punto de vista económico, notemos que podría ser más correcto decir que la balanza de pagos global es siempre cero. Cuando contabilizamos los cambios en las reservas oficiales como *parte* de la cuenta de capitales, y aplicamos la convención anterior de que los incrementos en los títulos netos contra el resto del mundo se registran en las cuentas con signo negativo (de tal modo que los incrementos en las reservas se miden negativamente), sigue siendo válido que la cuenta corriente y la cuenta de capitales sumarán siempre cero. El balance “global” puede diferir de cero sólo si separamos los cambios en el balance de reservas oficiales de la cuenta de capitales; en este caso, la cuenta corriente y la cuenta de capitales no oficial no tienen que sumar cero.

Existe una razón adicional para que la balanza de pagos global pueda no sumar cero: las discrepancias estadísticas. Si cada transacción internacional se registrara separadamente, por

²¹ En la balanza de pagos norteamericana, son activos y pasivos de largo plazo los títulos financieros con vencimiento *original* de un año o más. Así, por ejemplo, un título a veinte años emitido hace 19 años y medio y con vencimiento dentro de seis meses se considera un activo de largo plazo para los fines de las cuentas de la balanza de pagos.

las razones indicadas las cuentas tendrían necesariamente que equilibrarse. Pero, en la práctica, las transacciones no se registran una a una a medida que ocurren. Las oficinas estadísticas que preparan las cuentas internacionales suelen observar por separado los flujos comerciales (exportaciones e importaciones) y los flujos de capital (cambios en los títulos netos contra el resto del mundo). Reciben informes de aduana sobre los flujos internacionales de bienes e informes separados de los mercados financieros sobre los cambios en los títulos y obligaciones respecto a extranjeros. Pero muchas transacciones, tanto en el campo comercial como en los activos financieros, no son informadas debido, por una parte, al enorme número y complejidad de las transacciones involucradas y también a los intentos deliberados para evitar la detección, como en el caso del lavado de dinero o de la evasión de impuestos.

Por esta razón, debe aparecer un componente separado en las cuentas de la balanza de pagos, que se llama "errores y omisiones" o "ítem de corrección". Se le asigna un valor igual al negativo de la suma de la cuenta corriente más la cuenta de capitales (incluyendo las reservas oficiales), de manera que la suma de todos los componentes en las cuentas —incluyendo errores y omisiones— sea efectivamente cero. En Estados Unidos, la cuenta de errores y omisiones fue alta y positiva durante muchos años de la década de los 80. Para diversos observadores, esto sugería que había extranjeros acumulando activos en Estados Unidos, sin informar a las autoridades del incremento de dichos activos. Por tanto, los flujos de entrada de capitales medidos eran demasiado bajos y lo que habría sido una entrada positiva más alta en la cuenta de capitales (que medía la acumulación de títulos extranjeros sobre residentes norteamericanos) tomó la forma de una entrada positiva en la línea de errores y omisiones de la balanza de pagos.

Los países pueden enfrentar distintas circunstancias en relación a los flujos de la cuenta de capitales y sus posiciones de activos externos netos. Para propósitos comparativos,

CUADRO A6-3

LA CUENTA DE CAPITALES Y LA POSICIÓN DE ACTIVOS EXTERNOS NETOS EN ESTADOS UNIDOS Y JAPÓN, 1980-88
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES CORRIENTES)

Año	Japón		Estados Unidos	
	Posición de activos externos netos	Cuenta de capitales	Posición de activos externos netos	Cuenta de capitales
1980	11.5	-5.4	106.3	-28.0
1981	10.9	-7.4	140.9	-27.9
1982	24.7	-16.5	136.7	-30.8
1983	37.3	-17.7	89.0	28.7
1984	74.3	-54.0	3.3	71.5
1985	129.8	-65.4	-111.4	102.3
1986	180.4	-133.0	-267.8	129.6
1987	240.7	-112.6	-378.3	156.5
1988	291.7	-111.4	-532.5	137.2

Fuente: Para Japón, Management and Coordination Agency, Japan Statistical Yearbook, varias ediciones; para Estados Unidos, Economic Report of the President, 1990, y Department of Commerce, Survey of Current Business, junio de 1990.

podemos analizar brevemente los casos de Japón y Estados Unidos durante los años 80. Como ya hemos visto, Estados Unidos pasó a déficit sustanciales en la cuenta corriente, en tanto que Japón experimentaba superávit durante el período. Como contraparte a estos desarrollos en la cuenta corriente, ha habido un superávit en la cuenta de capitales de Estados Unidos y un déficit en la cuenta de capitales de Japón. En otras palabras, extranjeros han estado acumulando títulos de diferentes formas en Estados Unidos (bonos del Tesoro, acciones, propiedad inmobiliaria, empresas productivas), lo que ha implicado un flujo de *entrada* de capitales (superávit en la cuenta de capitales). Por el contrario, Japón ha sido un inversionista neto en el resto del mundo: sus adquisiciones de activos externos representan un flujo de *salida* de capitales (déficit en la cuenta de capitales). El cuadro A6-3 muestra la cuenta de capitales (un flujo) y la posición de activos externos netos (un stock) para ambos países.²²

Resumen del Apéndice

La balanza de pagos registra todas las transacciones (conocidas) entre los residentes de un país y el resto del mundo. La contabilidad de la balanza de pagos depende de dos definiciones diferentes para la cuenta corriente: la balanza comercial más los pagos netos a factores provenientes del extranjero y el cambio en la posición de activos externos netos del país. Los flujos comerciales y los flujos financieros son los dos lados de cada transacción. Así, los desequilibrios comerciales tienen como contraparte una acumulación o desacumulación de activos externos netos. Un incremento en los activos externos del país se denomina un flujo de salida de capital; a un decremento en los activos externos netos se le llama flujo de entrada de capital. En principio, la contabilidad por partida doble asegura que un superávit de cuenta corriente (o un déficit) queda compensado por un déficit (o un superávit) idéntico en la cuenta corriente. En la práctica, la cuenta corriente y la cuenta de capitales pueden diferir debido a errores y omisiones en el registro de datos.

²² Debemos enfatizar una vez más que, aunque los datos en este cuadro muestran una tendencia inequívoca, en que la posición de activos externos netos de Estados Unidos está cayendo y la de Japón está subiendo, las magnitudes específicas en el cuadro están sujetas a diversos problemas de medición.