

Alfredo Pastor

La ciencia humilde
Economía para ciudadanos

ARES y MARES

den Around, 1994. Sobre la importancia de las condiciones de entorno, y en especial de los factores llamados culturales, en el desarrollo, se recomienda el artículo de Mancur Olson, «Big Bills Found On the Sidewalk», *Journal of Economic Perspectives*, 1998. La tesis del pago por las reformas está tomada del trabajo de J. Delpla y Ch. Wyplosz, *La fin des privilèges: payer pour réformer*, Hachette, 2007.

Capítulo 7

LA BALANZA DE PAGOS

Supongamos que un solo Estado suministra a todos los demás más mercancías de las que adquiere, y que todas las naciones saldan su cuenta en plata: ¿alguien cree de buena fe que esta situación sería duradera, y que ese Estado absorbería poco a poco toda la plata existente en el mundo? Sin duda que no. El aumento de la cantidad de plata haría bajar su precio; crecería el lujo, y con él el consumo de mercancías, tanto nacionales como extranjeras ... Ese Estado enviaría a los demás una menor cantidad de mercancías, y adquiriría una cantidad mayor. Así se vería obligado a su vez a pagar en plata, y la circulación quedaría restablecida.

ISAAC DE BACALAN, 1764*

Introducción

Hasta hace treinta años, el contenido de un manual de economía apenas si rebasaba el ámbito de la economía nacional; sólo dedicaba unas pocas páginas, como un añadido de última hora, a las relaciones económicas entre países. Esta concentración en

* Citado en J. Viner, *Studies in the Theory of International Trade*, 1937.

los asuntos internos se correspondía con un mundo en que las relaciones comerciales se recuperaban lentamente del aislacionismo del periodo de entreguerras; un mundo, sobre todo, en el que los movimientos de capital eran casi inexistentes.

Este enfoque resulta hoy inconcebible. Es cierto que el mundo está más fragmentado de lo que a veces se nos quiere hacer creer. No es plano, como sostiene Tom Friedman:¹ casi todos los habitantes del planeta viven en el país en que nacieron; la mayor parte de sus gastos se dirige a bienes y servicios producidos en su país; depositan sus ahorros en entidades financieras nacionales, que los invierten, en buena parte, en activos nacionales. Pero está mucho más interconectado que hace medio siglo. Si los movimientos de personas son hoy menos importantes de lo que fueron durante la segunda mitad del siglo XIX, los de bienes lo son mucho más: el comercio internacional ha crecido más que el PIB durante los últimos sesenta años. Pero el cambio más llamativo con respecto a la situación de 1950 se observa en el terreno financiero: desde finales de los ochenta, el dinero puede moverse, en grandes cantidades y de forma casi instantánea, de una moneda a otra y de unos activos a otros. Como se verá en el capítulo siguiente, al tratar de las crisis, esta libertad de movimientos de capital no ha reportado sólo ventajas; pero desde luego nos ha hecho sentir que podemos vernos afectados por acontecimientos que suceden en las antípodas.

Por ello hay que tratar de dibujar un mapa de esas relaciones económicas internacionales; por razones que irán apareciendo, será conveniente empezar por los flujos financieros, y dejar los movimientos de bienes y servicios para el capítulo sobre la globalización. En este terreno, el concepto central es el de tipo de cambio, que ocupará la mayor parte de este capítulo. Pero antes será conveniente ver, a grandes rasgos, en qué consiste ese registro contable de las transacciones exteriores que se llama balanza de pagos.

1. T. Friedman, *The World Is Flat*, 2006.

La balanza de pagos

La balanza de pagos de un país registra las transacciones económicas entre ese país y el resto del mundo. Estas transacciones pueden ser de tres clases principales: *comerciales*, cuando corresponden a compras y ventas de bienes y servicios; de *rentas*, cuando responden a pagos por el uso de factores productivos; y *financieras*, cuando reflejan compras y ventas de activos.² Las transacciones de las dos primeras clases se agrupan en la llamada cuenta corriente; las financieras, en la cuenta financiera;³ la combinación de la cuenta corriente, la cuenta de capital y la cuenta financiera constituye la balanza de pagos. Para la construcción de la balanza de pagos basta con observar dos reglas sencillas: la primera es que *una partida lleva un signo positivo (+) si la transacción correspondiente da lugar a una entrada de divisas (moneda extranjera) en el país, y un signo negativo (-) si da lugar a una salida de divisas*. La segunda es que *el saldo de la balanza de pagos es siempre cero*. Con estas dos reglas podemos construir una balanza de pagos simplificada, pero que recoge las partidas más importantes de una balanza real.

La balanza comercial nos indica que nuestras exportaciones de bienes (naranjas) y servicios (entradas por turismo) son inferiores a nuestras compras en el exterior por valor de 80. En la cuenta de rentas registramos con un signo + los pagos recibidos del exterior por la realización de trabajos en otros países, como intereses de préstamos concedidos al exterior, o como rendi-

2. Un activo es un bien que no tiene utilidad por sí mismo, pero que es una fuente de servicios: una manzana se come, pero un coche proporciona servicios de transporte, una casa servicios de alojamiento, una acción u obligación una renta. La distinción, como todas, es en parte convencional.

3. Hasta no hace mucho, la cuenta financiera se llamaba cuenta de capital (*capital account*). Hoy, la cuenta de capital recoge partidas de poca importancia, y no merecerá más atención aquí, porque las razones del cambio pertenecen al ámbito de la técnica contable, si bien la mayor parte de los manuales usa todavía la nomenclatura antigua.

miento de nuestras inversiones en el exterior (dividendos de las filiales de las empresas españolas en el exterior), y con un signo – los pagos que realizamos al resto del mundo por los mismos conceptos. Las cifras nos indican que tanto en el caso del trabajo como en el de la inversión, el resto del mundo ha percibido más de nosotros de lo que nosotros hemos ingresado. Por último, la cuenta de transferencias recoge los movimientos de dinero sin contrapartida inmediata: donaciones, o remesas de emigrantes.

La suma de los tres saldos anteriores nos da el saldo de la cuenta corriente de la economía, que corresponde a la diferencia entre exportaciones e importaciones de la que hablábamos en el Capítulo 2. Las cifras del Cuadro 7.1 nos indican que nuestro país ha quedado a deber 110 al resto del mundo. Claro está que hemos pagado nuestras importaciones: en parte con divisas que estaban guardadas en el Banco Central, en parte con nuestra propia moneda (euros) que nuestros acreedores han accedido a guardar en sus carteras, en parte con promesas de pago en forma de facturas aceptadas; pero no confundamos las cosas: si atendemos sólo al movimiento de bienes y servicios, nosotros consumimos 110 unidades de un PIB que no hemos pagado con bienes y servicios nuestros; si no fuera porque el resto del mundo se conforma con nuestras promesas, si hubiera exigido el pago al contado, en bienes y servicios, de nuestras compras, hubiéramos dispuesto de 110 unidades menos para el consumo de nuestros ciudadanos, o la inversión de nuestras empresas. ¡Esto es lo que vimos en el Capítulo 2!

Vale la pena insistir en este concepto tan importante: *un déficit por cuenta corriente es muestra de que el país gasta más de lo que produce: el ahorro del resto del mundo —su menor consumo, o su menor inversión— nos permite ese exceso*. Naturalmente, se trata de un permiso temporal: tarde o temprano habrá que compensar ese exceso. Cuando el resto del mundo nos presente las facturas al cobro habrá que entregar algo tangible a cambio de papel; estaremos gastando menos de lo que producimos, y transfiriendo la diferencia al resto del mundo.

CUADRO 7.1. La cuenta corriente

(1) Balanza comercial		-80
Exportaciones de bienes	100	
Importaciones de bienes	-200	
Turismo y viajes (neto)	40	
Otros servicios	-20	
(2) Balanza de rentas (neto)		-20
Del trabajo	-1	
De la inversión	-19	
(3) Transferencias (neto)		-10
(4) Saldo de la cuenta corriente (déficit): (1) + (2) + (3)		-110

CUADRO 7.2. La cuenta financiera y la balanza de pagos

(5) Cuenta de capital (neto)		0
(6) Cuenta financiera		50
Inversiones directas		-20
Del exterior	20	
En el exterior	-40	
Inversiones de cartera (neto)		50
Otros		20
(7) Balanza básica (4) + (5) + (6)		-60
(8) Instituciones multilaterales		40
(9) Variación de reservas (= aumento)		20
BALANZA DE PAGOS (7) + (8) + (9)		0

La cuenta financiera recoge compras y ventas de activos, es decir, inversiones. Las inversiones directas son compras de activos físicos (una fábrica, o un terreno), las inversiones de cartera son compras de activos financieros, como acciones u obligaciones.⁴

4. Uno puede comprar una empresa o un terreno, comprando las acciones de la entidad propietaria. La inversión se considera directa si la intención del comprador es utilizar el activo físico comprado, lo que ocurre, por ejemplo, si compra la mayoría de las acciones; si sólo compra una pequeña parte, su inversión es financiera o de cartera.

La compra de un activo nacional por parte de un extranjero (inversión del exterior) da lugar a una entrada de divisas, y lleva, por consiguiente, un signo +; la compra de un activo extranjero por una entidad nacional (inversión en el exterior) lleva un signo negativo.

El ejemplo del Cuadro 7. 2 nos muestra que nuestro país ha invertido más en el exterior por concepto de inversión directa de lo que el resto del mundo ha invertido aquí: por ejemplo, porque nuestras empresas han comprado más empresas en el exterior de lo que las extranjeras han comprado aquí; por el contrario, las entidades extranjeras han comprado más activos financieros nuestros de los que nosotros hemos comprado en el exterior: por ejemplo, porque nuestros bancos han colocado parte de las hipotecas concedidas a sus clientes en bancos o fondos de inversión extranjeros.⁵

Si sumamos el saldo de la cuenta financiera con el de la cuenta de capital (que suponemos equilibrada, para no ocuparnos de ella) obtenemos la llamada *balanza básica* (línea (7)) que pretende recoger todos los movimientos de dinero originados por agentes o entidades privadas; cuando uno se refiere a un superávit o a un déficit de la balanza de pagos, se refiere, en realidad, a la balanza básica. En el ejemplo, la balanza básica arroja un déficit de 60. Según el criterio con el que hemos registrado las transacciones, este signo negativo, que corresponde a un déficit, indica que del país han salido divisas por valor de 60 más de las que han entrado. ¿De dónde ha salido el dinero? La línea

5. Las promesas de pago que hemos tenido que dar a nuestros acreedores extranjeros por valor de 110 forman parte precisamente de esas inversiones de cartera del exterior, porque nuestras obligaciones son, naturalmente, activos para el resto del mundo: les dan derechos frente a nosotros. Cuando no había libertad de movimientos de capital, la cuenta financiera se limitaba a recoger esas compras, y, por consiguiente, era el reflejo del saldo de la cuenta corriente: un déficit de cuenta corriente de 110 venía compensado por un superávit de cuenta financiera de aproximadamente 110; la diferencia radicaba en la variación de las reservas.

(9) registra la ayuda que, para pagar nuestra deuda, hemos recibido de instituciones como el Banco Mundial, el Fondo Monetario o el Banco Europeo de Desarrollo: una partida inexistente, o poco importante, en las economías avanzadas, pero que es a veces decisiva en economías menos desarrolladas. Pero todavía faltan 20, y éstos han de salir de las reservas de nuestro Banco Central, que habrán disminuido en 20.

Aquí interviene nuestro segundo principio: si bien las reservas del Banco Central han registrado una disminución, las inscribiremos con un signo + en el cuadro, para obtener así un saldo cero en la balanza de pagos. Como esta regla es poco intuitiva, todos los documentos de la balanza de pagos nos la recuerdan, como hemos hecho en la línea (9) del cuadro: *un signo menos significa un aumento de las reservas, y un signo más, una disminución*. Uno puede interpretar la regla pensando que las reservas salen del Banco Central, pero entran en el sistema que representa la balanza de pagos.

La balanza de pagos, las reservas y la cantidad de dinero

No es difícil imaginar un documento de apariencia más interesante que una balanza de pagos; no obstante, ésta puede darnos informaciones valiosas sobre el estado de una economía. Para animar al lector, ofreceremos dos ejemplos: el primero se refiere a la relación entre la balanza de pagos, las reservas del Banco Central y la oferta monetaria, o cantidad de dinero, en una economía; el segundo, al uso de la balanza de pagos en el análisis de los desequilibrios financieros mundiales.

La conexión entre balanza de pagos y reservas del Banco Central aparecía en el párrafo anterior, cuando veíamos cómo los saldos de la balanza básica se compensaban con movimientos de las reservas del Banco Central. Supongamos que la balanza básica presenta un superávit, es decir, que es positiva. Como hemos dado un signo positivo a las entradas de divisas y un sig-

no negativo a las salidas, un superávit significa que las entradas de moneda extranjera han sido superiores a las salidas: las reservas de moneda extranjera en el Banco Central han aumentado, pasando a engrosar el activo de su balance.⁶ Del mismo modo, un déficit de la balanza básica ha de compensarse con una disminución de las reservas del Banco Central, es decir, con una disminución del activo de su balance.

Pero en el capítulo anterior hemos aprendido que activo y pasivo del balance del Banco Central han de ser iguales, de modo que, si aumenta el activo, el pasivo también habrá de hacerlo, y si disminuye, el pasivo deberá reducirse. Y hemos visto también que el pasivo del Banco Central es, simplificando un poco, la base monetaria sobre la que se edifica la oferta monetaria, es decir, la cantidad de dinero en circulación: en nuestros sistemas financieros, la base monetaria (dinero en circulación y activos líquidos de la banca) determina el volumen de crédito que puede conceder la banca. Así pues, la relación entre la balanza de pagos y la cantidad de dinero en circulación es que *un superávit de la balanza básica de un país implica un aumento de la cantidad de dinero en circulación, y un déficit de la balanza básica lleva consigo una disminución de la cantidad de dinero en circulación*. Como vimos en el capítulo dedicado a la inflación, hay una relación entre cantidad de dinero y nivel de precios: a grandes rasgos puede decirse que un aumento en la cantidad de dinero ejerce una presión al alza sobre el nivel de precios, y una reducción de la cantidad de dinero, una presión en sentido contrario. Por consiguiente, podemos concluir que *un superávit de la balanza básica tiende a empujar los precios al alza, y un déficit de la balanza básica tiende a empujarlos a la baja; si uno y otro se mantienen durante tiempo,*

6. Ello puede ser debido a un exceso de exportaciones sobre importaciones (cuenta corriente), a un exceso de las inversiones extranjeras sobre nuestras inversiones en el exterior (cuenta financiera) o a una combinación de ambos.

acaban por originar un proceso inflacionario en el primer caso, y deflacionario en el segundo.

Esta relación entre el sector exterior y la coyuntura interna de la economía no es, ni mucho menos, una relación exacta, y, por consiguiente, no nos servirá para predecir cuánto aumentarán los precios el año que viene si el superávit de la balanza básica aumenta de tanto este año;⁷ pero sí nos da una idea correcta de cómo el sector exterior influye sobre la marcha interna de la economía. En la difícil navegación entre inflación y desempleo en que consiste la política económica, la situación de la balanza de pagos es algo que hay que tener siempre presente; y, como esta relación subyace en el origen de grandes cambios en el entorno económico, vale la pena detenernos un momento en ella.

Situémonos en el régimen más sencillo posible: las reservas internacionales de los bancos centrales consisten únicamente en lingotes de oro, de modo que cualquier saldo, positivo o negativo, de la balanza básica ha de ser compensado por el envío de lingotes de un banco a otro; a su vez, los bancos centrales tienen el compromiso de no emitir moneda nacional más que como contrapartida de las reservas internacionales, de manera que, si un Banco Central tiene reservas por valor de 100, se compromete a no emitir en exceso moneda nacional de 100. Es decir, sus reservas determinan la cantidad máxima de dinero en la economía. Hay que decir que este régimen no es una invención de libro de texto: corresponde al llamado *patrón oro*, vigente entre las economías avanzadas hasta la década de 1930, y también al régimen cambiario argentino de la década de 1990.

Supongamos ahora que la balanza básica de la economía re-

7. Está afectada por incertidumbres de dos órdenes. En primer lugar, las autoridades monetarias pueden contrarrestar el efecto del aumento o disminución de las reservas para evitar que varíe la cantidad de dinero: es la *esterilización* de la que trataremos más adelante. En segundo lugar, ya hemos visto que la relación entre cantidad de dinero y precios es muy inestable.

gistra un superávit, por un exceso de exportaciones sobre importaciones. La cantidad de oro en el Banco Central empieza a aumentar, y el Banco Central emite dinero como contrapartida; los bancos amplifican esa emisión de dinero y la oferta monetaria aumenta. Si el PIB estaba más o menos en su potencial antes de aparecer el superávit exterior, el aumento del gasto que seguirá al aumento de la cantidad de dinero conllevará un aumento de los precios; si el superávit persiste, ese aumento persistirá también, y la inflación aumentará. Pero al aumentar la inflación, las exportaciones del país se irán haciendo más caras, y las importaciones más baratas: la balanza corriente dejará de presentar un saldo positivo y el superávit de la balanza básica terminará por desaparecer. Del mismo modo, si la balanza básica registra un déficit, las reservas de oro tendrán que disminuir, porque el Banco Central enviará oro a los bancos centrales de los países que presentan un excedente. Al caer las reservas, el Banco Central deberá reducir la cantidad de dinero en circulación, y esa reducción será ampliada por la banca comercial, de modo que la cantidad de dinero en el sistema —la oferta monetaria— disminuirá. Como el PIB no habrá variado, cada unidad de dinero podrá comprar un trozo del PIB un poco mayor: los precios habrán disminuido. Pero con la caída de los precios internos, nuestras exportaciones se habrán vuelto más atractivas para los compradores extranjeros, y las importaciones más caras para nosotros: las exportaciones aumentarán, las importaciones disminuirán, el déficit de la balanza corriente se reducirá, y el déficit de la balanza básica terminará por desaparecer.

De los dos ejemplos anteriores hay que sacar dos conclusiones. La primera es que *la relación entre sector exterior y coyuntura interna es recíproca*, porque el estado de la balanza de pagos influye sobre la coyuntura interna, y ésta influye sobre la balanza de pagos. La segunda es que *esa influencia recíproca tiende a eliminar los desequilibrios, y no a agravarlos: tiende a estabilizar el sistema de forma automática*. Un aumento de las reservas genera una inflación que tiende a reducir el superávit exterior y, por

consiguiente, a detener el aumento de las reservas; una caída de éstas tiende a hacer aumentar el superávit exterior y, por consiguiente, a detener la propia caída de reservas. En pocas palabras, *parece que no hay que preocuparse por el desequilibrio exterior, porque, si nadie interviene, se arregla solo*. Sin embargo, esta conclusión contradice, claro está, lo que nos enseña la experiencia: en la práctica todo el mundo se preocupa por los desequilibrios externos, y en especial por los déficits de la balanza básica, y las autoridades se inquietan en cuanto la balanza básica se altera. La razón es bien sencilla, y vale la pena recordarla, porque el mismo argumento figura en las discusiones entre partidarios y adversarios de la intervención pública en los asuntos de la economía de mercado: *el ajuste automático presenta el riesgo de tener unos costes muy altos, en términos de crecimiento y empleo, y las autoridades justifican su intervención por la conveniencia de evitar ese riesgo*.

Estos costes son evidentes cuando se trata de un déficit exterior: el ajuste automático pasa por una reducción de la cantidad de dinero, y ésta necesita una caída de precios y salarios para mantener el mismo nivel de actividad, es decir, el mismo PIB. Pero los precios no bajan con facilidad, y tampoco lo hacen los salarios;⁸ por consiguiente, el resultado del déficit de la cuenta corriente suele ser un aumento del paro; y, pasado cierto punto, se corre el riesgo de entrar en una espiral deflacionaria como la descrita al hablar del desempleo. Si se tiene en cuenta que un déficit exterior puede ser un fenómeno puramente pasajero, análogo a un descenso de las ventas de una empresa, que puede

8. Suele hacerse mucho hincapié en la resistencia de los salarios a bajar. No hay que olvidar, sin embargo, que muchos precios son muy rígidos. Como ejemplo, el lector puede observar la evolución de los precios de artículos objeto de fuerte competencia exterior, en particular por parte de los fabricantes chinos: textiles y confección. Verá que, aunque los costes de producción se han reducido enormemente, los precios para el consumidor final han seguido una evolución parecida a la del resto de manufacturas.

cambiar de signo en pocos meses, mientras que una recesión es un proceso largo y costoso, se comprende que las autoridades no quieran confiarse a la acción del ajuste automático.

Los costes también existen cuando se trata de un superávit persistente: en este caso, el ajuste automático exige un aumento de la inflación, y ya hemos visto que, a partir de cierto punto, una inflación elevada presenta el riesgo de entrar en una espiral inflacionaria. Cortar el desarrollo de esa espiral para evitar una hiperinflación tiene, como hemos visto, costes elevados. También en este caso se comprende que las autoridades quieran evitar el ajuste automático cortando el vínculo entre las reservas y la cantidad de dinero mediante la esterilización.⁹

Ya se ve, sin embargo, que, si bien unos y otros tienen motivos para evitar la acción del mecanismo de ajuste automático, no es lo mismo un déficit que un superávit: *los países con déficit están perdiendo reservas, y están, pues, obligados a reducir la cantidad de dinero, a menos que alguien les preste reservas; los países con superávit pueden no aumentar la cantidad de dinero, y seguir acumulando reservas por mucho tiempo.* Si logran evitar un proceso inflacionario, su superávit de balanza corriente persistirá, porque sus exportaciones seguirán siendo atractivas, y ello hará imposible el ajuste de los países deficitarios.

Esta falta de simetría está en el origen del fracaso del patrón-oro como régimen de cambios: en el período de entreguerras, entre 1920 y 1935, los países con superávit se negaban a aumentar la cantidad de dinero, porque querían mantener su inflación bajo control y preservar su superávit de cuenta corriente, mientras que los países deficitarios se veían obligados a ver cómo aumen-

9. La llamada esterilización consiste en compensar, en el balance del Banco Central el aumento de activo ocasionado por el aumento de las reservas con la disminución de otra partida del activo, de modo que el pasivo —la base monetaria— pueda quedar constante. En la práctica, eso se hace invitando a los bancos a que adquieran títulos de deuda pública, que figuran en el activo del Banco Central: con ello se reduce, naturalmente, la cantidad de dinero en circulación.

taba el paro como consecuencia de las restricciones crediticias impuestas por la pérdida de reservas. El resultado fue que los países fueron abandonando el sistema del patrón-oro; los últimos en hacerlo, el Reino Unido y Francia, fueron los que más sufrieron.

Como se ve, esta relación entre las reservas, contabilizadas en la balanza de pagos, y la cantidad de dinero en la economía, es muy importante, aunque, en la práctica, está oscurecida por muchas complicaciones. La segunda relación básica se da entre la balanza de pagos y el equilibrio entre el ahorro y la inversión, a la que se dedica el apartado siguiente.

Una aplicación: los desequilibrios financieros mundiales

La información contenida en la balanza de pagos no sirve para analizar fenómenos a corto plazo, porque las balanzas de pagos se publican sólo anualmente, suelen estar muy agregadas —por ejemplo, no siempre distinguen entre deuda a corto y a largo plazo—, suelen presentar una rúbrica de errores y omisiones muy elevada y a menudo no publican ciertos datos, como la variación de las reservas. Sin embargo, sí pueden utilizarse para hacerse una idea de la situación financiera internacional, a grandes rasgos, como se hace en el Cuadro 7.3.

El Cuadro 7.3, construido a partir de las balanzas de pagos, permite mostrar de manera precisa una situación que muchos califican de insostenible. Para ilustrarla, hemos dividido el mundo en tres grandes bloques: el anglosajón en sentido estricto, con EE.UU. y Reino Unido (Australia y España, por tanto, estarían en el mismo grupo); el asiático, que comprendería a China y Japón, y un tercer grupo que englobaría al resto.¹⁰ De los datos se deduce que los miembros del primer bloque gastan más de lo que producen, y ese exceso es financiado por los países del bloque asiático y por el resto, que, en conjunto, gastan menos

10. La nomenclatura está tomada de Martin Wolf.

CUADRO 7.3. Flujos financieros internacionales

PAIS	SALDO POR CUENTA CORRIENTE		TOTALES
	Miles de millones de \$	% del PIB	
EE.UU.	-856,0	-6,5	
Reino Unido	-68,1	-2,9	
(1) Bloque anglosajón			-924,1
China	238,5	9,1	
Japón	170,3	3,9	
(2) Bloque asiático			408,8
(3) Resto del mundo			515,3
Total (1) + (2) + (3)			0

FUENTE: FMI, *World Economic Outlook* (WEO), 2007.

de lo que producen. La otra gran economía mundial, la zona euro, no figura en el cuadro, porque su saldo por cuenta corriente es próximo a cero; era ligeramente negativo en 2006, pero en el resto del período ha sido positivo.

El cuadro pone de relieve una paradoja: un país rico, como EE.UU., recibe financiación del resto del mundo por valor de casi un billón de dólares anuales, y una gran parte de esa financiación, 238.000 millones de dólares, le viene de un país pobre como China. La paradoja es más aparente que real: China, y en menor medida Japón, dependen para la modernización de su economía del desarrollo de su sector exportador, y a China, en particular, le conviene financiar al consumidor norteamericano para que éste siga siendo un buen cliente. Por ello, el Banco Central chino sigue aumentando sus reservas de año en año, e invirtiéndolas en bonos del Tesoro norteamericano.¹¹

11. Como veremos al hablar del tipo de cambio, la compra de activos en dólares por parte del Banco Central chino aumenta la demanda de dólares en el mercado de divisas y sostiene la cotización del dólar frente a la divisa: China y Japón prefieren que sus monedas no se aprecien frente al dólar.

El cuadro también nos deja ver que, si bien estamos siempre hablando del bloque asiático como la contrapartida del déficit estadounidense, son los países del «Resto» los que absorben la mayor parte del déficit por cuenta corriente del bloque anglosajón. ¿De quién se trata? En gran parte, de los países productores de petróleo de Oriente Medio que, con el aumento de los precios desde 2004, han acumulado grandes excedentes por cuenta corriente. No existen cifras globales, porque muchos de los excedentes se canalizan a través de fondos especiales, y no figuran en las reservas de los bancos centrales; pero estimaciones realizadas en 2006 cifraban el superávit de cuenta corriente del conjunto de países productores de petróleo de Oriente Medio en unos 500.000 millones de dólares; sólo en 2005, las reservas de la zona aumentaron en 127.000 millones de dólares.¹²

Naturalmente, el déficit por cuenta corriente del bloque anglosajón no puede seguir creciendo indefinidamente; hoy, la deuda externa estadounidense alcanza ya casi el 30 por 100 de su PIB, y las reservas del Banco Central de la República Popular China superan el billón de dólares. Hace ya tiempo que los analistas consideran la situación como insostenible y, sin embargo, perdura. Hemos citado algunas razones para ello. A propósito de cuándo pueda la situación cambiar de signo, no puede irse más allá de la célebre frase de Herbert Stein citada al principio del capítulo. Sabemos lo que debe ocurrir para alcanzar el equilibrio: el bloque anglosajón tendrá que gastar menos de lo que produce y ahorrar más; el asiático habrá de hacer lo contrario, así como el resto de países. El menor gasto en EE.UU. requerirá, seguramente, que se dé un crecimiento inferior, lo que también moderará, por consiguiente, las importaciones; y requerirá también de un ajuste en el tipo de cambio, lo que provocará un encarecimiento en los productos extranjeros y reforzará el efecto del menor crecimiento. Por otra parte, los desequilibrios son

12. Entre el «Resto» figura también Rusia, con un superávit de casi 100.000 millones de dólares en 2006.

demasiado grandes como para pensar en la posibilidad de que baste uno solo de los dos bloques para eliminarlos: el crecimiento menor en EE.UU. y la depreciación del dólar, deberán verse complementadas por un gasto mayor en el bloque asiático y, posiblemente, por una apreciación de sus monedas. Lo que no sabemos es qué parte corresponde a cada cuál, y cuándo se producirán los ajustes. De todas formas, el propósito de este apartado no es tanto contestar a estas preguntas como mostrar cómo la información recogida en la balanza de pagos puede ayudar a plantearlas.

Hay que decir, por último, que la presentación de estos desequilibrios en términos puramente económicos oculta fenómenos de otro orden. El déficit estadounidense se mantiene en gran parte porque muchas economías aceptan mantener en sus reservas dólares, que no dan ningún rendimiento, y bonos del Tesoro norteamericano, que dan un rendimiento muy bajo. Esta aceptación se debe a varios motivos. En primer lugar, el dólar es una moneda de reserva, porque Estados Unidos es la primera potencia económica mundial, y porque el mercado del dólar es el más líquido de todas las monedas, aunque el del euro tiene un tamaño casi comparable. En segundo lugar, muchas transacciones internacionales están denominadas en dólares, así ocurre con el mercado del petróleo, por ejemplo, lo que mantiene la demanda de dólares por parte de los importadores, y no cabe duda de que un intento de denominarlas en otra moneda, como el euro, encontraría fuerte resistencia por parte de la Administración norteamericana. En tercer lugar, todos los bancos centrales del mundo tienen parte de sus reservas en dólares, de modo que una depreciación brusca del dólar conllevaría fuertes pérdidas en sus balances y podría tener el efecto de desestabilizar todo el sistema financiero internacional. Por último, con la menor aceptación del dólar, Estados Unidos perdería una fuente de financiación barata de su déficit, y es concebible que la Administración norteamericana ejerciera presiones de toda clase para mantener la actual condición del dólar. El comporta-

miento de Estados Unidos no tiene por qué ser distinto del de aquellos países que, en otras épocas, han tenido la capacidad de imponer a otros el uso de su moneda.

Notas de lectura

La literatura sobre la balanza de pagos, sobre todo en lo que hace referencia a la relación entre sector exterior y coyuntura interna, es extensísima. Cualquier nuevo manual de macroeconomía lo trata. Un trabajo reciente, centrado en la experiencia del patrón oro del período de entreguerras, es la obra de Barry Eichengreen, *Golden Fetters*, 2005, que presenta un detalle histórico e institucional indispensable para entender este asunto.

El lector debería quedarse con la impresión de que la balanza de pagos es un instrumento muy útil, por una parte; por otra, que es perfectamente posible que los mecanismos del mercado no basten por sí solos para equilibrar los flujos de capital entre los países, cuando éstos no persiguen el máximo beneficio a corto plazo. Para una exposición sucinta de las muchas dificultades, véase «When a flow becomes a flood», *The Economist*, 22 de enero de 2009.