
Las cuentas de la balanza de pagos

El dinero es simplemente algo que hace conveniente la teneduría de libros.

—H. L. HUNT

LA BALANZA DE PAGOS COMO UN RÉCORD DE LA DEMANDA Y OFERTA DE DIVISAS

Como ocurre con el precio de cualquier mercancía básica, el precio de la divisa de un país depende de la oferta y de la demanda por esa moneda, por lo menos cuando los tipos de cambio se determinan en un mercado libre y no regulado.¹ Es evidente que si conocemos los factores en los que se apoya la oferta y la demanda de una divisa, también conoceremos los factores que influyen sobre los tipos de cambio. Cualquier factor que incremente la demanda por una moneda aumentará, *ceteris paribus*, el valor cambiario de la misma, es decir, ocasionará que la moneda se aprecie. De manera similar, cualquier factor que incremente la oferta de la divisa reducirá, *ceteris paribus*, el valor cambiario de la moneda, es decir, ocasionará que la moneda en cuestión se deprecie.² Como resulta claro, entonces, existe un considerable interés en el mantenimiento de un récord de los factores que determinan la oferta y la demanda de la moneda de un país. Este récord se mantiene en el **reporte de la balanza de pagos**. En la realidad, podemos concebir dicho reporte como una pormenorización de los factores que determinan la demanda y la oferta de una divisa.

Desde luego, la motivación para publicar el reporte de la balanza de pagos no es simplemente un deseo de los estadígrafos del gobierno para llevar un récord de los factores que determinan la oferta y la demanda de una moneda. Más bien, tal documento se publica para reportar el desempeño internacional en las actividades comerciales con otras naciones y para mantener un récord del volumen de capital que fluye hacia adentro y hacia afuera de un país. Sin embargo, informar sobre el desempeño comercial de un país a nivel internacional y sobre sus flujos de capitales implica la medición de las razones por las cuales una divisa es ofrecida y demandada. Esto es lo que hace que el reporte de la balanza de pagos sea una forma tan práctica de concebir lo que debería considerarse en una teoría de los tipos de cambio. Este capítulo muestra la razón por la cual el reporte de

¹Cuando los tipos de cambio son fijos, aún se determinan por la oferta y por la demanda, pero existe una oferta o demanda oficial al tipo de cambio fijo para evitar que varíen las tasas cambiarias. Los tipos de cambio fijos se exponen en el capítulo 8.

²Cuando los tipos de cambio son fijos y el valor cambiario de una divisa es deliberadamente establecido por las autoridades a un valor más bajo, se dice que tal divisa ha sido **devaluada**. Cuando el tipo de cambio se fija de nuevo a un valor más alto, se dice que la divisa ha sido **revaluada**. Estos términos reemplazan a las expresiones “depreciación” y “apreciación”, los cuales se usan principalmente en conexión con los tipos de cambio flexibles.

la balanza de pagos puede concebirse como una lista de las partidas o renglones que determinan la oferta y la demanda de una divisa. Empezamos con un examen de los principios que regulan la estructura del reporte de la balanza de pagos, y con la interpretación de las diferentes partidas que se incluyen en él. Posteriormente consideramos las distintas maneras en las que se puede alcanzar el equilibrio entre la oferta y la demanda. Como lo veremos posteriormente, el reporte de la balanza de pagos ha sido diseñado para que siempre “cuadre”, pero la forma en la que se equilibra no indica qué tan bien (o qué tan mal) se está desempeñando un país desde el punto de vista de las transacciones que realiza con otros países.

PRINCIPIOS QUE REGULAN LA CONTABILIDAD DE LA BALANZA DE PAGOS

Los principios que regulan la contabilidad de la balanza de pagos provienen del propósito mismo del reporte, es decir, registrar el flujo de pagos entre los residentes de un país y el resto del mundo durante un periodo determinado. El hecho de que la balanza de pagos registre el flujo de pagos habido durante un periodo dado hace que el reporte sea dimensionalmente el mismo que el reporte del ingreso nacional (el **flujo** de cierta cantidad de tiempo por año o por trimestre de calendario) y en efecto, la parte del reporte de la balanza de pagos que registra los valores de las importaciones y de las exportaciones aparece en el reporte del ingreso nacional.

La contabilidad de la balanza de pagos usa el sistema de **contabilidad por doble partida**, el cual significa que todo débito o todo crédito dentro del reporte también está representado como un crédito o como un débito en alguna otra parte. Una sencilla manera de observar la forma en la cual funciona esto es a través de dos ejemplos sencillos y claros.

Supóngase que una corporación estadounidense vende \$2 millones de pantalones vaqueros manufacturados en Estados Unidos y los envía a Gran Bretaña y que el comprador inglés paga a partir de una cuenta denominada en dólares estadounidenses que se mantiene en un banco de Estados Unidos. De tal modo, tendremos los siguientes asientos dobles en la balanza de pagos de Estados Unidos:

	Millones de dólares (créditos +; débitos -)
Exportación (de pantalones vaqueros)	+ 2
Activos extranjeros en Estados Unidos: pasivos bancarios estadounidenses	- 2

Podemos pensar en las exportaciones de pantalones vaqueros de Estados Unidos como un aspecto que da como resultado una demanda por dólares, y en los pagos con dólares estadounidenses en el banco estadounidense como un aspecto que da como resultado una oferta de dólares. El pago reduce el pasivo del banco estadounidense, el cual representa a su vez un activo para el comprador británico de pantalones vaqueros. Observamos así que el reporte de la balanza de pagos muestra tanto el flujo de pantalones vaqueros como el flujo de pagos.

Como segundo ejemplo, supóngase que una corporación estadounidense compra \$5 millones de ropa de algodón a un productor británico y que la compañía británica deposi-

ta los \$5 millones que recibe en una cuenta bancaria estadounidense. De tal modo, tendremos el siguiente asiento por partida doble:

	Millones de dólares (créditos +; débitos -)
Importaciones (de ropa)	-5
Activos extranjeros en Estados Unidos: pasivos bancarios estadounidenses	+5

Podemos concebir a las importaciones de ropa de Estados Unidos como un aspecto que da como resultado una oferta de dólares, y al depósito de dinero de la compañía británica como un aspecto que da como resultado una demanda de dólares. El depósito de dinero aumenta los pasivos bancarios en Estados Unidos y los activos de la compañía británica. De manera similar, cada partida de la balanza de pagos aparece dos veces.

El reporte de la balanza de pagos registra *todas* las transacciones que afectan a la oferta o a la demanda de una divisa en los mercados cambiarios. Existe justamente tanta demanda por dólares cuando los no estadounidenses compran pantalones vaqueros de Estados Unidos como la hay cuando compran acciones, bonos, bienes raíces, saldos bancarios o negocios de la Unión Americana, y todas estas transacciones deben registrarse. Puesto que todas las fuentes de demanda potencial por dólares por parte de los extranjeros o la oferta de dólares para los extranjeros se incluyen aquí, hay muchos tipos de asientos. Necesitamos una regla para determinar cuáles son créditos y cuáles son débitos. La regla es que cualquier transacción internacional que dé lugar a una demanda por dólares estadounidenses en el mercado cambiario se registra como un crédito en la balanza de pagos de Estados Unidos, y la partida toma un signo positivo. Cualquier transacción que dé lugar a una oferta de dólares se registra como un débito, y la partida toma un signo negativo. Una forma más precisa de expresar esta regla es por medio de la siguiente definición:

Las transacciones que dan origen a un crédito representan demandas de dólares estadounidenses y provienen de las compras que realizan los extranjeros a los residentes de Estados Unidos incluyendo bienes, servicios, créditos mercantiles, activos financieros y activos reales, oro o divisas. Los créditos se registran con un signo positivo. Las transacciones que dan origen a un débito representan ofertas de dólares estadounidenses y resultan de las compras que realizan los residentes estadounidenses a los extranjeros incluyendo bienes, servicios, créditos mercantiles, activos financieros y activos reales, oro o divisas. Los débitos se registran con un signo negativo.³

El significado total de nuestra definición se volverá evidente en cuanto estudiemos la balanza de pagos de Estados Unidos que aparece en el cuadro 5.1. Consideraremos cada una de las partidas y los factores que influyen sobre ellas.

³El renglón o partida que tiene el significado menos obvio dentro de esta definición es el “crédito mercantil”. Como lo explicaremos posteriormente, el crédito mercantil consiste en obsequios y en ayuda del extranjero. Al mantenerse al tanto del sistema de contabilidad por partida doble, el contador de la balanza de pagos supone que los obsequios y la ayuda del extranjero proporcionan un crédito mercantil a quien lo otorga.

PARTIDAS DE LA BALANZA DE PAGOS Y FACTORES QUE LAS AFECTAN

Exportaciones de bienes, servicios e ingresos

A efecto de que los compradores extranjeros paguen los bienes y servicios de Estados Unidos que les son facturados en dólares, estos deben comprar dólares. En el muy raro caso de que las exportaciones de bienes y servicios de Estados Unidos se facturen en monedas extranjeras, es el exportador estadounidense quien deberá comprar dólares cuando venda la moneda extranjera que reciba. En cualquier caso, las exportaciones de Estados Unidos dan lugar a una demanda por dólares estadounidenses en el mercado cambiario y se registran con un signo positivo. (Si el comprador extranjero de un bien o servicio estadounidense paga con una moneda extranjera que el exportador de Estados Unidos haya optado por mantener en lugar de vender a cambio de dólares estadounidenses, el reporte de la balanza de pagos registra el valor de la exportación y un incremento en los activos bancarios privados estadounidense. En este caso se considera que la exportación de Estados Unidos da lugar a una demanda por dólares estadounidenses, y se considera que el incremento en las tenencias privadas de monedas extranjeras de Estados Unidos da lugar a un aumento igual en la oferta de dólares estadounidenses.)

Las exportaciones de bienes de Estados Unidos, las cuales también se conocen como **exportaciones de mercancías**, incluyen al trigo y a otras mercancías agrícolas, a los aviones, las computadoras, automóviles y demás productos. Los factores que afectan a estas exportaciones y por ende a la demanda de dólares estadounidenses incluyen:

1. *El valor cambiario del dólar estadounidense.* Para un nivel particular de precios nacionales y extranjeros de bienes internacionalmente comercializados, entre más alto sea el valor cambiario del dólar, más altos serán los precios de las exportaciones estadounidenses a los que deberán enfrentarse los extranjeros, y más baja será la cantidad de exportaciones de Estados Unidos y la demanda por dólares. Normalmente, señalamos al tipo de cambio como el principal factor de interés y lo colocamos en el eje vertical de la figura donde se representan la oferta y la demanda. Posteriormente, todos los demás factores que se listan abajo *cambian* la curva de la demanda monetaria. Las variaciones en el tipo de cambio ocasionan movimientos *a lo largo* de la curva de la demanda.
2. *Precios de Estados Unidos versus precios de bienes comparables en el extranjero.* Si la inflación en Estados Unidos excede a la inflación en cualquier otra parte, entonces, *ceteris paribus*, los bienes de Estados Unidos se vuelven menos competitivos y de tal modo la cantidad de exportaciones estadounidenses disminuye. Por lo tanto, a cada tipo de cambio dado, la inflación de los Estados Unidos tiende a reducir la demanda por dólares de la Unión Americana.⁴ Esto representa un cambio hacia la izquierda en la curva de la demanda por dólares.
3. *Precios mundiales de los productos exportados por Estados Unidos.* Los cambios en los precios mundiales de lo que Estados Unidos exporta modifican la curva de la demanda por dólares. La existencia de precios mundiales más altos cambia la curva

⁴Sin embargo, el *valor* de las exportaciones podría aumentar, porque la cantidad *reducida* de exportaciones se da como un resultado de la existencia de precios más altos. Como lo mostraremos en el siguiente capítulo, estos valores aumentan como consecuencia de precios más altos cuando la demanda es inelástica, principalmente para que la cantidad de exportaciones disminuya en una menor proporción que el aumento en los precios de las exportaciones.

CUADRO 5.1 Formato sumario de la Balanza de Pagos de Estados Unidos, 1er trimestre de 1993

Línea #	(Créditos, +; Débitos, -)	Miles de millones de dólares estadounidenses	
1	Exportaciones de bienes, servicios e ingresos		+185
2	Mercancías, excluyendo el área militar	+112	
3	Servicios	+45	
4	Cobros de ingresos sobre activos estadounidenses en el extranjero	+28	
5	Importaciones de bienes, servicios e ingresos		-191
6	Mercancías, excluyendo el área militar	-136	
7	Servicios	-29	
8	Pagos de ingresos sobre activos extranjeros en Estados Unidos	-26	
9	Transferencias unilaterales (neto)		-8
10	Gobierno de Estados Unidos	-4	
11	Sector privado	-4	
12	Activos de estadounidenses en el extranjero (neto)		-5
13	Reserva oficial de activos de Estados Unidos	-1	
14	Activos del gobierno estadounidense distintos a los de las reservas oficiales	0	
15	Activos privados estadounidenses en el extranjero	-4	
16	Inversión directa	-11	
17	Valores extranjeros	-27	
18	Activos no bancarios estadounidenses	0	
19	Activos bancarios estadounidenses	+34	
20	Activos extranjeros en Estados Unidos (neto)		-19
21	Activos oficiales extranjeros en Estados Unidos	+11	
22	Otros activos extranjeros en Estados Unidos	+8	
23	Inversión directa	+5	
24	Valores de la Tesorería de Estados Unidos	+14	
25	Valores estadounidenses distintos a valores de la Tesorería	+11	
26	Pasivos no bancarios estadounidenses	0	
27	Pasivos bancarios estadounidenses	-22	
28	Asignación de SDRs		0
29	Discrepancia estadística		0
Cuentas de memoranda			
30	Balanza comercial (de mercancías) (líneas 2 + 6)		-24
31	Balanza de servicios (líneas 3 + 7)		+16
32	Balanza de bienes y servicios (líneas 30 + 31)		-8
33	Balanza de ingresos por inversiones (líneas 4 + 8)		+2
34	Balanza de bienes, servicios e ingresos (líneas 1 + 5)		-6
35	Transferencias unilaterales (neto) (línea 9)		-8
36	Balanza en cuenta corriente (líneas 1 + 5 + 9)		-14
37	Balanza en cuenta de capital (líneas 14 + 15 + 22)		+4

Fuente: U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, junio de 1993.

de la demanda hacia la derecha y viceversa. Este efecto es diferente del que se describe en el punto 2, arriba citado. Aquí nos referimos a los efectos de los términos de comercio: un incremento en los precios de las exportaciones de Estados Unidos

versus los precios de las importaciones de Estados Unidos (donde las importaciones representan bienes *diferentes* a los de las exportaciones) conduce a un mejoramiento en los términos de comercio estadounidense. Por otra parte, en el punto 2, nos referimos a los precios de los bienes de estadounidenses *versus* los precios de bienes *comparables* en el extranjero que compiten con las exportaciones de Estados Unidos.

4. *Ingresos del extranjero*. Cuando los compradores del extranjero experimentan un incremento en sus ingresos reales, el resultado es un mejoramiento en el mercado de exportaciones estadounidenses de materia prima y de bienes manufacturados. *Ceteris paribus*, esto incrementa las exportaciones de Estados Unidos y, por ende, también aumenta la demanda por dólares.
5. *Derechos y cuotas de importaciones del extranjero*. Las exportaciones de Estados Unidos se ven reducidas por la presencia de **tarifas de importación** extranjeras de nivel más alto (impuestos sobre bienes importados), por **cuotas** extranjeras de importación más bajas (la cantidad de importaciones permitidas en un país), y por **barreras comerciales no arancelarias extranjeras** más exigentes, tales como los requerimientos de calidad y el nivel de “papeleo”.

Al lado de las exportaciones de bienes se encuentran las exportaciones de servicios. Estas últimas se denominan algunas veces **intangibles**. Las exportaciones de servicios estadounidenses incluyen a los gastos de los turistas extranjeros que visitan Estados Unidos. También incluyen a las ganancias del extranjero que obtienen los bancos de Estados Unidos, las compañías de seguros, y los despachos de ingeniería, de consultoría, y de contabilidad; las utilidades del extranjero de los tenedores estadounidenses de patentes; las ganancias del extranjero de las regalías sobre libros, música y películas; las ganancias del extranjero de las aerolíneas estadounidenses, las líneas de transporte marítimo, correo y mensajería, y servicios de fletes; y otros aspectos similares. Estas exportaciones de servicios dan lugar a una demanda por dólares estadounidenses cuando los turistas extranjeros compran divisas estadounidenses, cuando los bancos de Estados Unidos repatrian sus ganancias y demás. Las ganancias estadounidenses sobre estas exportaciones “en las que se desempeña un servicio” responden a los mismos factores que afectan a las exportaciones de bienes: tipos de cambio, precios estadounidenses *versus* precios extranjeros de los bienes comparables, precios mundiales de las exportaciones de Estados Unidos, ingresos del extranjero y restricciones sobre el comercio.

En la categoría final, donde se cubren las “exportaciones de bienes, servicios e ingresos”, los “ingresos” corresponden a las ganancias que los residentes de Estados Unidos reciben a partir de las inversiones anteriores hechas en el extranjero. Estas ganancias pueden darse bajo la forma de intereses sobre documentos y bonos, de dividendos sobre acciones, de rentas sobre propiedades y de utilidades sobre negocios operativos. Algunas veces estas distintas fuentes de ingresos por inversiones reciben, por conveniencia, el nombre de **exportaciones del “servicio de la deuda”**. Estas ganancias por exportaciones se derivan de inversiones extranjeras realizadas anteriormente y, por ende, dependen principalmente del monto que los estadounidenses han invertido en el extranjero en el pasado. Las exportaciones del servicio de la deuda también dependen de las tasas de interés y de la magnitud de los dividendos, de las rentas y de las utilidades ganadas sobre estas inversiones extranjeras realizadas en el pasado. A diferencia de la situación que se da con las exportaciones de bienes y servicios, el tipo de cambio desempeña tan sólo un papel de menor importancia en el ingreso recibido del extranjero. Las variaciones en los tipos de cambio pueden afectar al **valor de traslado (o convertido)** del

ingreso en monedas extranjeras, pero *el ingreso en monedas extranjeras* no se ve afectado por los tipos de cambio.

Importaciones de bienes, servicios e ingresos

Las importaciones estadounidenses de bienes incluyen mercancías como petróleo, automóviles, televisores, ropa, vino, café y similares. Las importaciones estadounidenses responden a los mismos factores que afectan a las exportaciones, invirtiéndose la dirección de la respuesta. *Ceteris paribus*, el valor de las importaciones de Estados Unidos de bienes es más alto cuando el dólar estadounidense es más alto en los mercados cambiarios, cuando los precios de Estados Unidos son más altos con relación a los precios extranjeros de los mismos bienes, cuando los precios de las importaciones estadounidenses aumentan, cuando las tarifas de Estados Unidos son más bajas y cuando las cuotas de importación de Estados Unidos son más altas.⁵ Las importaciones de Estados Unidos de servicios sujetos a desempeño (como los gastos en el extranjero de los turistas estadounidenses; el uso estadounidense de bancos extranjeros y despachos de consultoría; el uso estadounidense de patentes extranjeras, de líneas aéreas y de líneas marítimas; y las compras estadounidenses de películas y libros extranjeros) también dependen de los tipos de cambio, de los precios relativos, de los ingresos de Estados Unidos y de las restricciones de importaciones estadounidenses. En el caso de importaciones de ingresos, las cuales consisten en los pagos de intereses hechos por estadounidenses, en los dividendos, en las utilidades y en las rentas del extranjero, el principal factor relevante está dado por las inversiones extranjeras realizadas en el pasado; entre más altas hayan sido las inversiones extranjeras en bonos del gobierno estadounidense, las compras extranjeras de bonos y de acciones corporativas, y las inversiones extranjeras realizadas en el pasado en bienes raíces estadounidenses y en negocios operativos, más altas habrán sido también las importaciones de ingresos de Estados Unidos. Las importaciones de ingresos también dependen de las tasas de rendimiento que los extranjeros ganan sobre sus inversiones en Estados Unidos.

Hasta el año de 1986, Estados Unidos ganaba más sobre sus inversiones en el extranjero que lo que ganaban los extranjeros sobre sus inversiones en Estados Unidos. Es decir, el ingreso de Estados Unidos por inversiones provenientes del extranjero (exportaciones de ingresos) excedían al ingreso por inversiones de Estados Unidos pagado en el extranjero (importaciones de ingresos). Esto se debió al hecho de que hasta 1986, el valor de las inversiones estadounidenses en el extranjero excedía al valor de las inversiones extranjeras en Estados Unidos. Debido a una considerable solicitud de préstamos por parte del gobierno estadounidense a prestamistas del extranjero y debido a una considerable inversión privada realizada en Estados Unidos, especialmente en las décadas de los setenta y de los ochenta, en el año de 1986 Estados Unidos dejó de ser una nación acreedora neta para convertirse en una nación deudora neta. En efecto, en cuestión de tan sólo un par de años después del punto en el que se dio el cambio, Estados Unidos se convirtió en el deudor más grande del mundo. Esto significa que Estados Unidos se ha convertido en un pagador neto de ingresos por inversiones en el extranjero.

⁵Como sucede con los efectos que tienen los tipos de cambio y la inflación sobre las exportaciones, deberíamos realmente distinguir entre la *cantidad* y el *valor* de las importaciones. Por ejemplo, un aumento de valor del dólar estadounidense podría reducir el *valor* de las importaciones de la Unión Americana aún si tal aumento incrementara la *cantidad* de importaciones de Estados Unidos. Esto ocurre cuando la demanda de las importaciones es inelástica. Exponemos esta posibilidad en el capítulo 6.

El cuadro 5.1 muestra que desde el punto de vista del comercio de mercancías, Estados Unidos experimentó un fuerte déficit en la balanza de pagos del primer trimestre del año de 1993. Las exportaciones de mercancía de Estados Unidos ascendieron a \$112 mil millones durante el trimestre, mientras que las importaciones de mercancía de Estados Unidos ascendieron a \$136 mil millones. Esto representa un **déficit de la balanza comercial** durante el trimestre de \$24 mil millones (\$136 mil millones – \$112 mil millones). Esto aparece en la línea 30 del cuadro 5.1, la cual recibe el nombre de **balanza comercial (de mercancías)**.

Desde el punto de vista de los servicios, las exportaciones de Estados Unidos por concepto de servicios desempeñados fueron de \$16 mil millones (\$45 mil millones – \$29 mil millones) más grandes que las importaciones del mismo país. También se tiene un superávit de \$2 mil millones sobre el ingreso (\$28 mil millones – \$26 mil millones). Esto ha sido así aún a pesar del endeudamiento de Estados Unidos y podría reflejar una *tasa* más alta de utilidades sobre las inversiones de Estados Unidos en el extranjero que sobre las inversiones extranjeras en Estados Unidos.⁶ Cuando los \$18 mil millones de servicios combinados y de superávit de ingresos se añaden al déficit comercial de mercancías, encontramos que Estados Unidos tuvo un **saldo en bienes, servicios e ingresos** que observó un déficit de \$6 mil millones. Esto se muestra en la línea 34 del cuadro 5.1.

Transferencias unilaterales (neto)

Las transferencias unilaterales incluyen a aspectos como la ayuda del extranjero, las concesiones de desarrollo económico de índole no militar y los obsequios o donativos privados. Estas cuestiones reciben el nombre de transferencias *unilaterales* porque, a diferencia del caso de otras partidas en la balanza de pagos donde el artículo que está siendo negociado se desplaza en una dirección y el pago se desplaza en otra, cuando se trata de los obsequios y de las ayudas existe un flujo que se desplaza sólo en una dirección, la dirección del pago. Sin embargo, las transferencias unilaterales deben incluirse dentro de alguna parte del reporte porque la recepción de un obsequio o de una ayuda da lugar a una demanda para la divisa del país del mismo modo que lo hace la exportación de bienes y servicios.⁷ De manera similar, los obsequios o las ayudas prestadas a los extranjeros dan lugar a una oferta de la moneda de un país del mismo modo que la importación de bienes y servicios. Por consiguiente, lo que en realidad hace el contador de la balanza de pagos es tratar las transferencias unilaterales como si el donante estuviera comprando un crédito mercantil del receptor. Es decir, la concesión de ayuda se considera como una compra o importación de un crédito mercantil, un asiento de débito bajo las “transferencias unilaterales”. Igualmente, una recepción de ayuda se considera una venta o exportación de un crédito mercantil, y consecuentemente se registra como un asiento de crédito. Al incluir las transferencias como una negociación de un crédito mercantil, preservamos la contabilidad por partida doble, puesto que el pago o la recepción de fondos por la transferencia, la cual aparecerá en cualquier otra parte dentro del reporte, se registra mediante un asiento de transferencia.

⁶También podría reflejar una exageración del endeudamiento neto de Estados Unidos porque las inversiones de la Unión Americana en el extranjero son generalmente más antiguas que las inversiones extranjeras en Estados Unidos, y pueden estar subvaluadas.

⁷Si el regalo o la ayuda deben consumirse en el país donante, a efecto de que el dinero nunca salga del país, los bienes o servicios recibidos aparecerán en cualquier otra parte dentro del reporte. En este caso es como si el país donante tuviera una exportación que automáticamente se acoplara con la transferencia.

El valor de las transferencias unilaterales depende tanto de la propia generosidad de un país como de la generosidad de sus amigos. También depende del número de expatriados que envían dinero a sus parientes o que reciben dinero de ellos. Los países pobres, los cuales son típicamente abandonados por un gran número de personas para buscar oportunidades de trabajo en alguna otra parte, reciben ganancias netas sobre transferencias unilaterales. India y Paquistán, por ejemplo, reciben flujos netos de entrada sobre las transferencias. Los países más ricos (como Estados Unidos, Canadá, Gran Bretaña y Australia) los cuales tienen programas de ayuda al extranjero y muchos inmigrantes de fechas recientes, generalmente tienen flujos netos de salida sobre las transferencias.

Cuando calculamos el subtotal hasta, e incluyendo las transferencias, obtenemos la **balanza de pagos en cuenta corriente**. La balanza de pagos en cuenta corriente consiste en las exportaciones e importaciones de bienes, servicios e ingresos, más las transferencias unilaterales netas: las líneas 1, 5 y 9 del cuadro 5.1. La cuenta corriente tiene un déficit de \$14 mil millones, como se muestra en la línea 36. La razón por la cual se reporta la balanza de pagos en cuenta corriente es que dicho documento muestra hasta qué punto un país tendrá que solicitar fondos en préstamo o **reorganizarse** (liquidar sus inversiones anteriores) para financiar un déficit en cuenta corriente, o hasta qué punto deberá un país prestar fondos o hacer inversiones cuando tiene un superávit en cuenta corriente. La solicitud de fondos en préstamo o la reorganización son actividades necesarias cuando un país tiene un déficit en su cuenta corriente, porque será necesario hacer pagos en la medida en que sus importaciones excedan a sus exportaciones o en la medida en la que haga más donativos de lo que gana o recibe del extranjero. De manera similar, la concesión de préstamos o la actividad de inversiones son actividades que deben ocurrir cuando un país tiene un superávit en cuenta corriente, puesto que lo que un país gana y no gasta o lo que obsequia no es destruido sino más bien prestado o invertido en otros países. En resumen:

La cuenta corriente de la balanza de pagos es el resultado de las exportaciones y de las importaciones de bienes, servicios, ingresos y créditos mercantiles (o de transferencias unilaterales). Un déficit en la cuenta corriente debe ser financiado mediante la solicitud de préstamos del extranjero o mediante la liquidación de los activos provenientes del extranjero, mientras que un superávit debe ser prestado al extranjero o invertido en activos extranjeros.

Un país puede financiar un déficit en cuenta corriente vendiendo a extranjeros documentos de crédito, bonos, acciones, bienes raíces y negocios operativos provenientes del mismo país. Un país también puede financiar su déficit en cuenta corriente vendiendo sus inversiones anteriores en documentos de crédito, bonos, acciones, bienes raíces y negocios operativos del extranjero; es decir, por medio de la liquidación. Antes de examinar la forma en que Estados Unidos financió el déficit en cuenta corriente de \$14 mil millones, como se muestra en el cuadro 5.1, debemos recordar que no existe nada para distinguir la demanda por la moneda de un país cuando los extranjeros compran sus activos financieros y reales de la demanda que se crea cuando los extranjeros adquieren la moneda de un país para comprar los bienes y servicios de ese país; se debe comprar un cheque o un giro suscrito en la moneda de ese país sin importar lo que se esté comprando. De manera similar, la divisa de un país se ofrece o se proporciona sin menoscabo de que los residentes de un país estén comprando activos financieros o activos reales del extranjero o de que estén importando bienes y servicios. Desde luego, diferentes factores influyen sobre la compra y la venta de activos financieros y reales si los comparamos con

los que influyen sobre la compra y la venta de bienes y servicios y, como lo veremos más adelante, existen diferentes implicaciones a largo plazo del comercio que se realiza con activos cuando comparamos dichas implicaciones con las del comercio en bienes y servicios; el comercio actual en acciones, bonos, bienes raíces y negocios afecta a los flujos *futuros* de dividendos, de intereses, de rentas y de utilidades.

Activos de Estados Unidos en el extranjero (neto)

Existen varios componentes en esta partida, los cuales pueden estudiarse mejor de manera separada. En el cuadro 5.1 observamos que colectivamente hablando, los rubros que aparecen bajo este encabezado se añaden a los requerimientos de préstamos de Estados Unidos: la Unión Americana añadió \$5 mil millones a sus activos en el extranjero, lo cual significó una oferta adicional neta de \$5 mil millones.

El primer subcomponente de los activos estadounidenses en el extranjero está dado por los **activos de la reserva oficial de Estados Unidos**. Las reservas oficiales representan a los activos líquidos mantenidos por la Reserva Federal de Estados Unidos y por el Departamento de la Tesorería; el Banco de la Reserva Federal de Nueva York compra y vende divisas a favor del Sistema de la Reserva Federal y de la Tesorería de Estados Unidos. Estos activos líquidos incluyen oro, monedas extranjeras en bancos extranjeros y los saldos en el **International Monetary Fund (FMI)**.⁸ Vemos en la línea 13 del cuadro 5.1 que existe una partida de -\$1 mil millones por los cambios habidos en las reservas oficiales. El signo negativo significa una oferta de dólares estadounidenses porque la Reserva Federal de Estados Unidos o la Tesorería compraron oro, monedas extranjeras o saldos que se mantenían en el FMI. Cualquier cosa que sea lo que se compre, Estados Unidos está acumulando activos extranjeros y está por lo tanto ofreciendo dólares estadounidenses. Esto se hace cuando el gobierno de la Unión Americana está tratando de prevenir una apreciación del dólar *vis-a-vis* otras monedas: añadir a la oferta de dólares tiende a impulsar el precio del dólar hacia abajo. Por otra parte, el gobierno de Estados Unidos compra dólares, reduciendo los activos extranjeros, cuando desea impulsar el dólar en el mercado cambiario. La principal influencia sobre la magnitud de la partida referente a la reserva oficial está dada por el punto hasta el cual el gobierno de Estados Unidos desee influir sobre los tipos de cambio. Entre más intensos sean los esfuerzos del gobierno para tratar de apoyar al dólar, más grande será el valor positivo de la partida.

La siguiente partida, la cual aparece bajo el encabezado de “activos de Estados Unidos en el extranjero (neto)”, representa los “activos del gobierno de Estados Unidos distintos a los de las Reservas Oficiales”, la línea 14 del cuadro 5.1. Esta partida muestra los préstamos nuevos y los reembolsos de créditos que involucran al gobierno de Estados Unidos. Cuando el gobierno de la Unión Americana concede un préstamo al extranjero o reembolsa un crédito, esta partida muestra un valor negativo porque existe una oferta de dólares. Cuando el gobierno estadounidense solicita fondos en préstamo a gobiernos extranjeros, la partida muestra un valor positivo y una demanda por dólares. En el primer trimestre de 1993, la oferta neta de dólares bajo este encabezado es de cero, lo cual indica que el gobierno de Estados Unidos no hizo nuevos préstamos netos. Como sucede con la partida de los activos de la reserva oficial de Estados Unidos, un factor fundamental que afecta a la magnitud de esta partida está dado por los esfuerzos del gobierno de Estados Unidos para influir en el valor cambiario del dólar.

⁸El FMI es una institución en la cual muchos países mantienen fondos para financiar los déficits de la balanza de pagos.

Después de las dos partidas que reflejan la actividad del gobierno estadounidense, aparecen cuatro renglones que de manera conjunta constituyen a los “activos privados de Estados Unidos en el extranjero”. Estas partidas muestran el grado en que las empresas privadas de Estados Unidos y los individuos han hecho inversiones en títulos, bonos, acciones, bienes raíces y demás del extranjero, o se han deshecho de tales inversiones mediante la venta de los activos comprados en el pasado.

La primer subcategoría de los activos privados de Estados Unidos está dada por la **inversión directa**. Por definición, las inversiones directas realizadas por estadounidenses ocurren cuando la composición de la propiedad de un negocio operativo del extranjero es lo suficientemente amplia para proporcionarles una medida de control. Los estadígrafos del gobierno han elegido un nivel de propiedad de las acciones con derecho a voto de una compañía de 10% o más para constituir el control. Las inversiones originales así como las inversiones incrementales en las que se tenga un nivel de propiedad de 10% o más se considerarán como inversiones directas (o como una liquidación cuando los fondos son repatriados). Un ejemplo típico de una inversión directa sería la edificación de una fábrica en un país extranjero construida por una corporación multinacional de Estados Unidos. La línea 16 del cuadro 5.1 muestra que hubo una oferta de 11 mil millones de moneda estadounidense dentro del mercado cambiario a partir de las inversiones directas de la Unión Americana realizadas durante el periodo. Esta oferta de dólares estadounidenses se añade a la oferta de dólares proveniente del déficit en la cuenta corriente y de las ventas de dólares realizadas por el gobierno de Estados Unidos. Esto significa que más abajo del reporte de la balanza de pagos debe haber un número de partidas que muestren los préstamos y/o las liquidaciones realizadas por Estados Unidos para financiar el déficit en cuenta corriente, las ventas de dólares del gobierno estadounidense, y las inversiones directas de Estados Unidos realizadas en el extranjero.

La inversión directa depende del rendimiento esperado de las inversiones en planta y equipo, en bienes raíces y demás en países extranjeros con relación al costo de oportunidad del capital de los accionistas. El rendimiento neto esperado del costo de oportunidad debe ser suficiente para compensar al riesgo inevitable que proviene de las inversiones directas.⁹ Los rendimientos esperados provenientes del extranjero pueden ser altos si los tabuladores reales de sueldos del extranjero son bajos, si la materia prima es barata, si los impuestos corporativos son bajos, si las tasas de interés de los préstamos son bajas, (tal vez debido a los préstamos subsidiados) y así sucesivamente. Los riesgos de las inversiones extranjeras directas incluyen tanto a los riesgos propios de los negocios como a los riesgos políticos.

La siguiente partida dentro del grupo de las inversiones privadas se ha intitulado como “valores extranjeros”. Ésta muestra la oferta o la demanda de dólares estadounidenses provenientes de las compras o de las ventas de acciones y bonos del extranjero realizadas por residentes de Estados Unidos.¹⁰ Cuando los residentes estadounidenses aumentan sus tenencias de estos activos, existirá una oferta de dólares y una partida negativa en el reporte de la balanza de pagos. Cuando los residentes de Estados Unidos venden estos activos y repatrian los fondos, existe una demanda de dólares y una partida

⁹Toda vez que el costo de oportunidad se relaciona con la alternativa de invertir a nivel nacional en lugar de invertir en el extranjero, también se puede considerar que la inversión directa depende de los rendimientos esperados en el extranjero *versus* los rendimientos esperados a nivel nacional. Los detalles acerca de los factores que afectan a la inversión directa se describen en los capítulos 19 y 20.

¹⁰Desde luego, cuando un residente de Estados Unidos mantiene 10% o más de las acciones con derecho a voto de una compañía extranjera, el flujo de dólares estadounidenses correspondiente a las acciones extranjeras aparece como una inversión directa.

positiva. La línea 17 muestra que durante el primer trimestre de 1993 los residentes de Estados Unidos movilizaron \$27 mil millones hacia acciones y bonos del extranjero. Esto representa una gran y adicional oferta de dólares, y se añade a la oferta neta de dólares proveniente de las inversiones directas, de las ventas de dólares del gobierno estadounidense y del déficit en la cuenta corriente.

El monto de la inversión en valores extranjeros dependerá de la diferencia en los rendimientos esperados entre las acciones y bonos del extranjero y las acciones y bonos nacionales, y de los riesgos relativos. El rendimiento esperado sobre un valor extranjero dependerá del dividendo esperado sobre la acción o del interés sobre el documento o sobre el bono en cuestión, del cambio esperado en el precio de mercado en moneda nacional del valor de que se trate, y de la variación esperada en el tipo de cambio. Debido a que los fondos fluyen entre los países hasta que los rendimientos esperados en diferentes localidades sean iguales, la ventaja que se obtiene al invertir en una localidad en particular será más obvia a partir de las estadísticas que aparecen en el reporte de la balanza de pagos sobre los montos sujetos a flujos que a partir de las estadísticas sobre los rendimientos.¹¹ Además de la diferencia que existe entre los rendimientos esperados del extranjero y los rendimientos esperados a nivel nacional, las compras de valores extranjeros hechas por los residentes de Estados Unidos dependerán de los beneficios por diversificación que resulten de las inversiones extranjeras. En el capítulo 18 expondremos estos beneficios.

Las dos siguientes partidas, las cuales aparecen en las líneas 18 y 19, proporcionan la oferta y la demanda de dólares estadounidenses ocasionadas por la concesión de préstamos a corto plazo en el extranjero. La línea 18 proporciona las concesiones de préstamos realizadas por firmas no bancarias, incluyendo los créditos extendidos por firmas de Estados Unidos para transacciones comerciales, donde las cuentas por cobrar sobre los créditos son activos de las empresas estadounidenses. Una partida de carácter negativo significa un incremento en los préstamos y créditos en circulación durante el periodo del reporte y una consecuente oferta de dólares. Una partida positiva significa una reducción en los préstamos y créditos en circulación y una demanda por dólares de reembolso. Durante el primer trimestre de 1993, se reportó una pequeña cantidad de oferta y de demanda por dólares estadounidenses provenientes de esta fuente.

La línea 19 muestra el cambio en el monto concedido en préstamo a los prestatarios extranjeros por bancos de Estados Unidos. La cuantiosa partida positiva de este renglón nos indica que los bancos estadounidenses redujeron sus préstamos en el extranjero durante el periodo del reporte. Esto ocurrió parcialmente a causa de que los derechos en dólares de los bancos de Estados Unidos sobre sus propias oficinas en el extranjero disminuyeron y parcialmente a causa de los reembolsos de préstamos hechos por los prestatarios extranjeros. Una reducción en los derechos de los bancos de Estados Unidos sobre sus propias oficinas ubicadas en el extranjero ocurre cuando los bancos encuentran más rentable hacer préstamos en dólares en Estados Unidos que hacer préstamos en dólares en el **mercado de eurodólares**.¹² Los bancos encuentran más rentable prestar en Estados Unidos que en el extranjero cuando hay tasas de interés más altas en la Unión Americana que en el mercado de eurodólares. Aún una pequeña ventaja en la tasa de

¹¹Este punto ha sido establecido, por ejemplo, por Fischer Black en "The Ins and Outs of Foreign Investment", *Financial Analysts Journal*, mayo/junio 1978, pp. 1-7.

¹²Los eurodólares representan depósitos bancarios denominados en dólares estadounidenses y que se mantienen en bancos que se localizan fuera de Estados Unidos. Los préstamos en dólares que aparecen en la línea 19 se conceden a partir de depósitos en eurodólares. Las razones para el surgimiento del mercado de eurodólares se proporcionan en el capítulo 22.

interés puede desplazar un monto muy cuantioso de dinero entre las naciones. La velocidad con la cual el dinero puede desplazarse es tan rápida que los fondos movilizados entre los bancos y las oficinas bancarias ha recibido el nombre de “dinero especulativo”. Este dinero necesita recibir tan sólo una reasignación bancaria interna o una orden enviada por el sistema SWIFT (véase capítulo 2) cuando el dinero se está movilizandando entre bancos no relacionados. El efecto sobre los tipos de cambio será tan rápido como la movilización del dinero, lo cual a la vez es tan rápido como la transmisión de la señal de un satélite. Por esta razón, los cambios en las tasas de interés pueden motivar variaciones muy fuertes y muy repentinas en los tipos de cambio.

Activos extranjeros invertidos en Estados Unidos (neto)

El siguiente conjunto de partidas de la balanza de pagos, que aparecen en las líneas 20 a 27, son las mismas que las que se describieron anteriormente y que se muestran en las líneas 12 a 19 excepto que las líneas 20 a 27 proporcionan la oferta y la demanda de dólares estadounidenses ocasionadas por la solicitud de préstamos, por la concesión de créditos, por las inversiones, y por las liquidaciones llevadas a cabo por extranjeros en lugar de residentes de Estados Unidos. La partida “activos oficiales extranjeros en Estados Unidos” proporciona el incremento o el decremento en los activos en dólares estadounidenses mantenidos por los gobiernos extranjeros dentro de la Unión Americana. La partida positiva muestra que hubo una demanda por dólares estadounidenses ocasionada por las compras en dólares realizadas por los gobiernos extranjeros. Esto ocurre cuando los gobiernos de las naciones industriales líderes realizan un esfuerzo cooperativo para impulsar hacia arriba al dólar estadounidense. El principal factor que determina la magnitud de esta partida es el grado en el cual los gobiernos extranjeros se encuentren comprometidos con la estabilización de los tipos de cambio.

Cuando los tipos de cambio son fijos, los bancos centrales compran la cantidad de dólares que sea necesaria para prevenir que el dólar se caiga. Cuando los tipos de cambio son flexibles, o **flotantes**, no se supone que los gobiernos compren o vendan divisas extranjeras del todo, y en lugar de ello dejan que los tipos de cambio sean determinados por las fuerzas de la oferta y de la demanda. ¿Qué hacemos entonces con la partida positiva que aparece en la línea 21? La respuesta es que los tipos de cambio no eran completamente flexibles en 1993. Más bien, hubo un esfuerzo por estabilizar los tipos de cambio, el cual tomó la forma de la llamada **flotación sucia**. Si los tipos de cambio hubieran sido verdaderamente flexibles, no hubiera habido compras o ventas de dólares estadounidenses por parte de los gobiernos, y la línea 21 hubiera sido igual a cero.

La línea 23 muestra el monto de inversiones directas hechas por extranjeros en Estados Unidos. Como sucede con las inversiones directas de Estados Unidos en el extranjero, esto se determina por la tasa de rendimiento esperada sobre la inversión directa respecto del costo de oportunidad del capital de los accionistas y por el monto del riesgo inevitable de la inversión. La tasa esperada de rendimiento es una función de las oportunidades de mercado existentes en Estados Unidos, incluyendo la posibilidad de enfrentar cuotas y otras formas de proteccionismo que se dan cuando la inversión directa no se hace. Encontramos una demanda por dólares estadounidenses a partir de la inversión directa realizada por extranjeros en la Unión Americana durante el periodo del reporte. Esto ayuda a financiar el déficit de la cuenta corriente pero significa una repatriación de utilidades dentro del componente de pagos de ingresos de las cuentas corrientes *futuras*.

La línea 24 muestra compras sustanciales de valores de la Tesorería de Estados Unidos por parte de inversionistas extranjeros; la partida es positiva cuando los extranje-

ros incrementan sus tenencias de valores provenientes de la Tesorería de Estados Unidos y negativa cuando las reducen. De manera similar, en la línea 25 vemos un incremento sustancial en las tenencias extranjeras de acciones y bonos de Estados Unidos durante el periodo del reporte, aumentando la demanda de dólares por parte de los gobiernos extranjeros y la demanda de las inversiones directas. Los principales factores que influyen para que se sustente una inversión extranjera en valores de la Tesorería de Estados Unidos, así como en acciones, bonos, y otros valores, son los rendimientos de Estados Unidos *versus* los rendimientos del extranjero, y las variaciones futuras esperadas en los tipos de cambio. *Ceteris paribus*, entre más altos sean los rendimientos provenientes de Estados Unidos *versus* los rendimientos del extranjero, y entre más se espere que el dólar aumente de valor, mayor será la demanda por los valores y dólares estadounidenses. Las variaciones esperadas en los tipos de cambio tienden a reflejarse en las primas o descuentos cambiarios a plazo. Por consiguiente, también podemos pensar en la demanda de los valores estadounidenses que aparece en las líneas 24 y 25 como un aspecto que depende de las ventajas de los rendimientos, más la prima o descuento a plazo sobre el dólar estadounidense. Podríamos hacer notar que un elevado número de certificados de la Tesorería y de bonos estadounidenses emitidos para financiar el déficit fiscal de la Unión Americana ayudaron a impulsar la demanda por dólares durante el primer trimestre de 1993.

La línea 26 no muestra efecto alguno de los pasivos no bancarios (los créditos no bancarios concedidos por firmas extranjeras a empresas de Estados Unidos) sobre la demanda por dólares. Sin embargo, la línea 27 muestra una fuerte oferta de dólares ocasionada por pasivos bancarios de Estados Unidos. Los pasivos bancarios de Estados Unidos consisten en depósitos hechos por extranjeros en bancos estadounidenses. Observamos que los depósitos fueron retirados durante el periodo del reporte. Esto pudo haber ocurrido debido al temor de una disminución esperada en el valor del dólar estadounidense, o debido al hecho de que los inversionistas extranjeros prefirieron cambiar sus dólares en cuentas bancarias de Estados Unidos por valores de la Unión Americana.¹³

Asignación de derechos especiales de giro (SDRs)

En la línea 28 del cuadro 5.1 encontramos la partida “Asignación de SDRs”. Los detalles específicos de los SDRs, o derechos especiales de giro, se exponen en el capítulo 9. Sin embargo, podemos afirmar que los SDRs representan reservas creadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y que son asignadas haciendo asientos de mayor en las cuentas de los países del FMI. En el año de 1993 Estados Unidos no recibió ningún SDR. Cuando los SDRs son asignados, aparecen como una partida positiva, como sucedería con cualquier otro flujo de entrada proveniente de transferencias unilaterales.

Discrepancia estadística

Hasta el año de 1976 la **discrepancia estadística** recibía el nombre de “errores y omisiones”, lo cual da una mayor idea de su significado. Puede existir una discrepancia debido a errores en la estimación de muchas de las partidas del cuadro 5-1. Los errores podrían aparecer debido a las diferencias que ocurren entre el momento en el que se hacen los asientos en la cuenta corriente y el momento en el que los pagos asociados aparecen en

¹³Es posible que los extranjeros desplazaran fondos hacia afuera de los bancos de Estados Unidos debido a la existencia de tasas de interés más altas en cualquier otra parte; sin embargo, esto no parece probable a la luz de las partidas positivas de las líneas 19 a 24.

ANEXO 5.1

¿Comercio extraterrestre o éter?

Dificultades inherentes a los datos en la balanza de pagos

Mientras estemos confinados a este planeta, las balanzas de las cuentas corrientes de todos los países del mundo deberían cuadrar. Es decir, los superávits de algunos países deben coincidir en forma exacta con los déficits de otros y la suma de los saldos positivos y negativos debería ser igual a cero. Tal es la teoría. Como lo explica el siguiente extracto tomado de *Review* del Federal Reserve Bank of St. Louis, en la práctica, la contabilidad de la balanza de pagos no se ajusta de manera exacta a la teoría. Parece ser que las deficiencias en cuanto a la información de las exportaciones de servicios es probablemente la causa de tal situación.

A finales de 1987, el U. S. Commerce Department anunció que en sus reportes comerciales mensuales, las exportaciones hacia Canadá usarían en lo sucesivo datos de las aduanas de Canadá con relación a las importaciones de Estados Unidos, en lugar de usar los datos de exportaciones de Estados Unidos. La base para este procedimiento provino de la inexactitud documental que se observó desde 1970 con relación a los datos de las aduanas de Estados Unidos para las exportaciones hacia Canadá. Las discrepancias entre los datos de Estados Unidos y de Canadá se han vuelto sustanciales tanto en términos absolutos (casi \$11 mil millones en 1986) como en términos de su efecto sobre la balanza comercial de Estados Unidos (una reducción de 42% en el déficit comercial de 1986 de Estados Unidos con Canadá). Aunque estos errores se corrigen en la reconciliación anual de datos comerciales entre Estados Unidos y Canadá, su persistencia da lugar a una mayor interrogante: ¿Se encuentran similarmente subestimadas las exportaciones de Estados Unidos hacia otros países?

Esta posibilidad da lugar a algunos puntos de disputa de cierta importancia en los contextos políticos y económicos. En años recientes, la balanza comercial ha sido el foco de atención de una gran cantidad de debates de política económica, rivalizando o complementando aspectos nacionales de índole tradicional tales como el empleo, la inflación y el crecimiento. En este contexto, el aislamiento de fuertes subesti-

maciones en los datos de exportaciones de mercancías de Estados Unidos es evidentemente un tema que reviste importantes implicaciones de política. . . Cualquier bien exportado desde el país de origen es un bien importado para el país de destino. En consecuencia, si los datos son completos y exactos, el mundo no podrá tener ni un déficit ni un superávit; debe tener un equilibrio. Sin embargo, los datos comerciales del mundo no proporcionan un equilibrio en la cuenta corriente.

A lo largo de la primera mitad de la década de los ochenta, el comercio mundial de mercancías tenía un "superávit", el cual fue muy sustancial en 1980 y en 1981, e insignificante después de esas fechas. De una manera más ostensible a lo largo de la década de los ochenta, la cuenta corriente (la suma del comercio de mercancías y de servicios menos las transferencias) observó un déficit muy sustancial sin que existiera una clara tendencia hacia el equilibrio. La implicación de estas discrepancias estadísticas es que no se está reportando un ingreso sustancial por exportaciones; es decir, las exportaciones de servicios se encuentran subestimadas.

La discrepancia en el saldo de la cuenta corriente a nivel mundial puede explicarse a través del saldo negativo en el reporte de servicios, siendo las principales causas las subestimaciones en los reportes de ingresos por embarques, en los ingresos por inversiones directas y los ingresos por inversiones en carteras. El ingreso por embarques es irrelevante para Estados Unidos; el equipo de trabajo del FMI lo atribuyó a "varias economías con fuertes intereses marítimos (principalmente Grecia, Hong Kong y Europa Oriental)". Las otras dos partidas que contribuyen a la discrepancia, el ingreso de las inversiones directas y el ingreso de las inversiones en carteras, resultaron ser atribuibles en gran parte a la mala información o a la información subestimada de los ingresos provenientes del extranjero a favor de los inversionistas de Estados Unidos.

Fuente: Mack Ott, "Have U.S. Exports Been Larger than Reported?" *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, septiembre/octubre 1988, pp. 3-23.

alguna otra parte de la cuenta de la balanza de pagos. Es común que el Departamento de Comercio de Estados Unidos recolecte datos sobre exportaciones e importaciones de bienes y servicios de agentes aduanales; los datos que aparecen en estas partidas de la cuenta corriente se reportan a medida que los bienes cruzan la frontera o a medida que se prestan los servicios. Los pagos por estos bienes o servicios, los cuales representan flujos financieros, aparecen hasta después. Estos podrían presentarse en un reporte subsecuente de las estadísticas de la balanza de pagos.

Otra razón para la existencia de errores es que muchas partidas representan estimaciones. Por ejemplo, los datos sobre gastos de viaje se estiman a partir de encuestas de

cuestionarios que se aplican a un número limitado de viajeros. El gasto promedio determinado en una encuesta se multiplica por el número de viajeros. Una razón adicional para la medición del error es que las transacciones ilegales, las cuales afectan a la demanda y a la oferta de cambios extranjeros a pesar de su ilegalidad, no ingresan de manera explícita a las cuentas. Por consiguiente, podemos tener flujos de fondos sin la medición de ningún flujo asociado de bienes y servicios. Como lo explica el Anexo 5.1, el error también surge de los ingresos no reportados o mal reportados sobre las inversiones y embarques, aunque esto último no es un problema en la cuenta de Estados Unidos. Finalmente, podemos tener flujos de capital no reportados.

Una pregunta muy obvia a este respecto es, ¿cómo el contador de la balanza de pagos puede llegar a conocer la magnitud de la discrepancia estadística, puesto que, por definición, se debe a datos inexactos? La respuesta es que debido al uso de los principios de contabilidad por partida doble, todas las partidas de la cuenta deberán sumar cero. (Esto lo vimos al inicio del capítulo: toda partida positiva está correspondida por una partida negativa.) Si los registros de la balanza de pagos no suman cero, se deben haber cometido errores iguales al grado en el cual la suma de las partidas difiere de cero. Si usted hace la verificación añadiendo los números que aparecen en la columna de la extrema derecha del cuadro 5.1, excluyendo a las partidas de memoranda (cuentas de orden), usted verá que, en efecto, suman cero en este periodo en particular. Sin embargo, la discrepancia estadística algunas veces puede ser grande, y una discrepancia de \$20 mil millones no es de extrañar.

El hecho de que la balanza de pagos debe sumar cero significa que son los subtotales tales como el saldo sobre la cuenta corriente los que son de interés. Además, el hecho de que el saldo global sea de cero puede proporcionar indicios muy útiles hacia, por ejemplo, la razón por la cual un país tiene un déficit en cuenta corriente.

IMPLICACIONES DE LA IDENTIDAD CONTABLE DE LA BALANZA DE PAGOS

Interpretación de las cuentas con tasas fijas y tasas variables

Podemos ofrecer una explicación interesante acerca de la razón por la cual un país puede incurrir en un déficit en cuenta corriente si consideramos la siguiente identidad contable:

$$B_c + \Delta R + B_k + \varepsilon \equiv 0 \quad (5.1)$$

Aquí, B_c es la balanza de pagos en cuenta corriente, la cual es la suma de las líneas 1, 5 y 9 del cuadro 5.1. El siguiente término, ΔR , representa el cambio en las reservas oficiales tanto del gobierno de Estados Unidos como de los gobiernos del extranjero; es decir, la suma de la línea 13, la línea 21 y de la línea 28. El siguiente término, B_k , representa la suma de todas las partidas restantes de la balanza de pagos, excepto la discrepancia estadística. Esto significa que B_k es la suma de las líneas 14, 15 y 22. B_k es la **balanza de pagos en cuenta de capital**. Este saldo se muestra en la línea 37 del cuadro 5.1. La balanza de pagos en cuenta de capital, B_k , es el resultado neto de todas las solicitudes de préstamo, de todas las concesiones de préstamo, de las inversiones, y de las liquidaciones de instituciones no bancarias, de bancos y de individuos, como el contador de la balanza de pagos. El término final, ε , es la discrepancia estadística. En resumen:

B_c = balanza en cuenta corriente

ΔR = cambios en las reservas oficiales

B_k = balanza en cuenta de capital

ε = discrepancia estadística

La ecuación (5.1) es la identidad fundamental de la balanza de pagos. Es de gran utilidad considerar las implicaciones de esta identidad de manera separada para los tipos de cambio fijos y para los flexibles.

Tasas flexibles

Hemos mencionado que si los tipos de cambio son realmente flexibles, no puede haber ningún cambio en las reservas oficiales porque los bancos centrales no compran ni venden divisas y oro. Esto significa que si los tipos de cambio son realmente flexibles,

$$B_c + B_k + \varepsilon \equiv 0$$

Suponiendo que podemos calcular los saldos sin errores, esto significa que:

$$B_c \equiv -B_k \quad (5.2)$$

La ecuación (5.2) afirma que con tipos de cambio flexibles, el déficit/superávit correctamente medido en cuenta corriente es igual al superávit/déficit correctamente medido en cuenta de capital. Es la ecuación (5.2) la que apoya el punto de vista de muchos economistas de que los fuertes déficits en cuenta corriente de Estados Unidos que se observaron en la década de los ochenta fueron el resultado de un exceso de solicitudes de préstamos del extranjero. Consideremos este punto de vista.

Algunas personas tienden a pensar que la dirección de la causación va desde la cuenta corriente hasta la cuenta de capital. Argumentarían que tener un déficit en cuenta corriente por gastar más en el extranjero de lo que se gana del extranjero ocasiona que un país tenga que solicitar fondos en préstamo en el extranjero o liquidar sus propios activos. Esto sugiere una dirección de causación de B_c a B_k . Sin embargo, una forma igualmente válida de visualizar la situación es que un flujo de entrada de capital, tal como ocurre cuando el gobierno de Estados Unidos vende sus certificados y bonos a prestamistas extranjeros para financiar el déficit fiscal de la Unión Americana, obliga al país a soportar un déficit en la cuenta corriente igual a la importación neta de capital. En efecto, los tipos de cambio flexibles son el mecanismo que asegura que las importaciones de capital dan como resultado un déficit en cuenta corriente. Lo que sucede es que la demanda por dólares que resulta de las compras extranjeras de certificados y bonos de Estados Unidos incrementa el valor del dólar, reduciendo con ello las exportaciones de este país e incrementando sus importaciones y ocasionando por ende un déficit en cuenta corriente.

Tasas fijas

Cuando los tipos de cambio son fijos, no existe un vínculo sencillo entre las cuentas corrientes y las cuentas de capital correctamente medidas como sucede en la ecuación (5.2). Sin embargo, aún podemos usar la identidad contable fundamental de la ecuación (5.1) para llegar a algunas conclusiones de importancia.

Si suponemos nuevamente que los saldos de las cuentas corrientes y de las cuentas de capital se encuentran correctamente medidos, podemos reorganizar la ecuación (5.1) para afirmar que:

$$\Delta R \equiv - (B_c + B_k)$$

Esto nos indica que cuando los tipos de cambio son fijos, como lo fueron para la mayoría de las divisas durante la llamada “era de Bretton Woods” que fue de 1944 a 1973, el incremento/decremento de las reservas oficiales es igual al superávit/déficit combinado en las cuentas corrientes y en las cuentas de capital.¹⁴ En efecto, el mecanismo de los tipos de cambio fijos aseguraba que esto sucediera. Si un país tenía un déficit combinado sobre su cuenta corriente y su cuenta de capital, el exceso neto en la oferta de la divisa del país habría impulsado hacia abajo su tipo de cambio si el gobierno no hiciera nada. Comprar un monto de su divisa igual al exceso de la oferta podría hacer que el país evitara que cayera su tipo de cambio. Es decir, los gobiernos tenían que demandar cualesquiera montos excesivos de sus divisas que fuesen proporcionados si su propósito era evitar que sus tipos de cambio cayeran. De manera similar, los gobiernos tenían que suministrar cualesquiera montos excesivos de sus divisas que fuesen demandados si pretendían evitar que sus tipos de cambio aumentaran. Por consiguiente, ΔR tenía que ser igual y de signo opuesto al saldo combinado en las cuentas corrientes y en las cuentas de capital, $B_c + B_k$.

Implicaciones a corto y a largo plazo de los desequilibrios de pagos

Tipos de cambio flexibles

Si $B_c + B_k = 0$, pero B_c es grande y negativa y B_k es grande y positiva, es probable que finalmente el país tenga problemas. Esto se debe al hecho de que con una B_c negativa y una B_k positiva un país estará pagando sus excesos de importaciones sobre sus exportaciones de bienes, servicios, ingresos y créditos mercantiles solicitando para ello fondos en préstamo en el extranjero o liquidando las inversiones hechas en el pasado. Esto no es sostenible en el largo plazo, porque B_c incluye a los pagos de ingresos y a las cobranzas. Si el país está solicitando fondos en préstamo o si está liquidando sus inversiones, la magnitud de sus pagos de ingresos crecerá más rápido que sus cobros de ingresos y por ende incurrirá en un déficit en la cuenta corriente. Es decir, si B_c es negativa y B_k es positiva, entonces B_c será más negativa en el futuro debido a los pagos netos adicionales de intereses, dividendos, rentas y utilidades. Esto hará necesario solicitar más fondos en préstamo o liquidar más inversiones, haciendo con ello que B_c sea aún más negativa en el futuro y así sucesivamente. Como se explica en el capítulo 9 donde se discuten las crisis internacionales de endeudamiento, tal patrón ha ocurrido en el pasado con consecuencias casi catastróficas.

Tasas fijas

Si $B_c + \Delta R + B_k \equiv 0$ con $B_c + B_k$ negativas y ΔR positiva, esto significa que el gobierno estará comprando su propia divisa para cancelar el exceso neto de oferta debido a los déficits de la cuenta corriente más la cuenta de capital. El gobierno compra su propia

¹⁴El sistema de tipos de cambio fijos de Bretton Woods se describe con mayor detalle en los capítulos 8 y 9.

divisa vendiendo oro y reservas de divisas. Esto puede ocurrir en el corto plazo si el gobierno tiene una fuerte provisión de reservas. Sin embargo, finalmente, las reservas se agotarán. Las reservas oficiales pueden algunas veces solicitarse en préstamo a los gobiernos extranjeros, pero los pagos de ingresos a los prestamistas oficiales extranjeros provenientes por las concesiones de créditos ocasionarán déficits futuros más altos en la cuenta corriente, requiriendo así aún más préstamos, déficits futuros en la cuenta corriente aún más altos, y así por el estilo. Al final, es muy probable que el país se quede sin créditos.

Lo que descubrimos es que tan sólo se deberían permitir déficits temporales en la cuenta corriente, o de lo contrario es muy probable que un país cada vez se endeude más. Con tipos de cambio fijos, es posible tener un déficit en la cuentas combinadas tanto corrientes como de capital, pero nuevamente, si esto no es temporal, el país se quedará sin reservas, se endeudará y finalmente se quedará sin créditos.

La empresa versus la economía: una analogía

Podemos ilustrar la importancia de corregir los desequilibrios en los pagos considerando una situación análoga de desequilibrios en las cuentas corrientes y en las cuentas de capital de una empresa individual. Esta analogía también nos ayudará a profundizar un poco más nuestra comprensión de la balanza de pagos.

Para una empresa, la cuenta análoga a la balanza de pagos en cuenta corriente es el estado de resultados. En el caso de la empresa, las partidas acreedoras son los ingresos por ventas y las ganancias sobre las inversiones pasadas como los intereses recibidos sobre las cuentas bancarias. Las partidas deudoras son los pagos hechos por la empresa por sueldos, salarios, rentas, materia prima, equipo, entretenimiento y publicidad (la compra del crédito mercantil) más los pagos por intereses y por dividendos. Si la empresa tiene un superávit en su estado de resultados, puede añadirlo a sus inversiones o acumular una reserva en el banco contra las pérdidas posibles en el futuro. Si la empresa tiene un déficit en su estado de resultados, deberá solicitar fondos en préstamo, obtener más capital contable o liquidar los activos que adquirió en el pasado.

En caso de que haya un superávit, la adición a las inversiones significa un ingreso futuro más alto y, *ceteris paribus*, superávits futuros aún más grandes en sus estados de resultados. En caso de que se soliciten préstamos o de que se hagan liquidaciones para cubrir pérdidas, las deudas extras o la reducción en los ingresos provenientes de los activos de base indican pérdidas futuras aún más grandes. Sin embargo, cuando consideramos una empresa individual, reconocemos que el hecho de que los pagos excedan a los cobros es aceptable sólo cuando ello ocurre porque la empresa está actualizando o mejorando de alguna otra manera su capital social. Esta situación es aceptable porque la empresa está incrementando su potencial para generar ingresos futuros o para reducir sus costos futuros de producción. Siempre que la inversión sea buena, los ingresos adicionales o los ahorros en costos de producción servirán para cubrir cualquier deuda adicional en la que se haya incurrido al hacer la inversión. Por lo tanto, tener un déficit en el estado de resultados, la cuenta análoga a la cuenta corriente de la balanza de pagos, no es necesariamente cuestión de gran preocupación. Más bien, depende de si el déficit es el resultado del hecho de que los costos operativos corrientes y los costos de las deudas excedan al ingreso corriente o de si el déficit proviene de la inversión de capital.

De lo que acabamos de decir se desprende que no es necesariamente malo que un país tenga un déficit en cuenta corriente y un superávit en cuenta de capital. Si el país está solicitando fondos en préstamo del extranjero para financiar la construcción de una im-

portante infraestructura, el desarrollo de los recursos naturales tales como las reservas de petróleo, la compra de robots ultramodernos o de equipos de construcción, u otros bienes similares, entonces un exceso de las importaciones sobre las exportaciones en la cuenta corriente puede deberse a la importación de equipos de capital. Esto es mucho más saludable que un déficit comercial proveniente de la importación de bienes al consumidor como videograbadoras, vinos costosos, ropas y automóviles. En efecto, si el equipo de capital importado ofrece un rendimiento superior al interés o a los pagos de dividendos futuros en los que se haya incurrido al financiar el capital, esto será una situación muy saludable y muy sostenible. Vemos que necesitamos conocer la composición del déficit en cuenta corriente así como si la cuenta se encuentra o no en déficit.¹⁵ Desafortunadamente, no se hace ninguna distinción contable entre la importación de bienes de capital y la importación de bienes para el consumidor. Ambos aparecen en la cuenta corriente y contribuyen a un déficit aun cuando tengan diferentes implicaciones para los niveles futuros de vida y para la viabilidad financiera.

LA POSICIÓN NETA DE LA INVERSIÓN INTERNACIONAL

La cuenta de capital de la balanza de pagos presenta el récord de los *flujos* de fondos que se desplazan hacia adentro y hacia afuera del país. Los flujos de entrada de capital provienen de las ventas hechas a extranjeros por concepto de activos reales y de activos financieros, de oro y de divisas. Los flujos de salida resultan de la compra de estos activos por parte de extranjeros. Los flujos de entrada y los flujos de salida se añaden a, y se sustraen de los **acervos** de activos y pasivos internacionales en circulación. La cuenta que muestra los acervos de activos y pasivos recibe el nombre de **cuenta de posición internacional en inversiones**. Esta cuenta es análoga al balance general de una empresa. El cuadro 5.2 proporciona la posición internacional en inversiones de Estados Unidos a finales de 1992.

Cuando el capital abandona Estados Unidos para invertirse en el extranjero, se añade a los activos de Estados Unidos en el extranjero. Por consiguiente, el débito que aparece en la balanza de pagos corresponde a un incremento en el valor de los activos de Estados Unidos, como se muestra en el cuadro 5.2. De manera similar, cuando el capital fluye hacia Estados Unidos, el crédito que aparece en la balanza de pagos corresponde a un incremento en los activos extranjeros dentro de Estados Unidos, como se muestra en el cuadro 5.2.

Los flujos de entrada y los flujos de salida de las inversiones se categorizan en componentes oficiales/ gubernamentales y en componentes privados, con subdivisiones adicionales dentro de estas categorías principales. Las partidas que se listan corresponden a las del reporte de la balanza de pagos y, en principio, un flujo de salida de capital en la balanza de pagos debería incrementar la partida correspondiente de "Activos estadounidenses en el extranjero", en la cuenta de posición internacional neta en inversiones. De manera similar, un flujo de entrada de capital debería incrementar la partida correspondiente de "Activos extranjeros en Estados Unidos" en la cuenta de posición de inversiones. Sin embargo, aun cuando existe una estrecha correspondencia entre el reporte de la balanza de pagos y la cuenta de posición internacional neta en inversiones, dicha correspondencia es imperfecta. Uno de los principales problemas surge de los cambios en los

¹⁵Este aspecto ha sido mencionado por K. Alec Chrystal y Geoffrey E. Wood, "Are Trade Deficits a Problem?" *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, enero/febrero 1988, pp. 3-11.

CUADRO 5.2 Posición de inversión internacional de Estados Unidos, fin de año de 1992
(Miles de millones de dólares estadounidenses)

Activos del gobierno de Estados Unidos en el extranjero:	231	Activos oficiales extranjeros en Estados Unidos:	443
Activos de la reserva oficial de Estados Unidos	150	Activos privados extranjeros en Estados Unidos:	2 081
Activos del gobierno de Estados Unidos distintos a los de las reservas oficiales	81	Inversión directa al costo actual	492
Activos privados de Estados Unidos en el extranjero:	1 772	(Inversión directa al valor de mercado)	692)
Inversión directa al costo corriente	666	Valores de Estados Unidos:	842
(Inversión directa valor de mercado)	776)	Valores de la Tesorería:	225
Valores extranjeros	327	Bonos	317
Bonos	149	Acciones	300
Acciones	178	Pasivos de las instituciones no bancarias de Estados Unidos	46
Activos de instituciones no bancarias de Estados Unidos	112	Pasivos de las instituciones bancarias de Estados Unidos	701
Activos de las instituciones bancarias de Estados Unidos	667	(Activos privados extranjeros en Estados Unidos: inversión directa a valor de mercado)	2 281)
(Activos privados de Estados Unidos en el extranjero: inversiones directas a valor de mercado)	1 882)	Posición de inversión neta internacional de Estados Unidos: Inversión directa al costo corriente	-521
		(Posición de inversión neta internacional de Estados Unidos con inversión directa a valor de mercado)	-611)

Fuente: U. S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, junio de 1993.

valores de los activos existentes. Tales cambios de valores no aparecen en la balanza de pagos pero deberían reflejarse en la posición de inversiones de un país.

Se hace un intento por tratar con los cambios en los valores de los activos existentes para las inversiones directas, pero no así en el caso de las acciones, de los bonos y de otros tipos de inversiones. En el cuadro 5.2 observamos que el valor de mercado de las inversiones directas de Estados Unidos en el extranjero excede a su “costo actual” (el valor en el momento de la inversión) en \$110 mil millones (1 billón 882 mil millones – \$1 billón 772 mil millones). En el caso de las inversiones directas extranjeras en Estados Unidos la discrepancia es aún más grande, una alarmante cifra de \$200 mil millones (\$2 billones 281 mil millones – \$2 billones 81 mil millones). El uso de estas dos medidas de inversión directa significa que hay dos distintas medidas del endeudamiento nacional neto. El cuadro 5.2 muestra que Estados Unidos es un deudor neto en más de medio billón de dólares. Para Estados Unidos, el endeudamiento neto es igual a los activos extranjeros en Estados Unidos menos los activos estadounidenses en el extranjero. La deuda representa aproximadamente un mes del PIB de Estados Unidos. Por consiguiente, aunque es sustancial, el problema de la deuda externa de Estados Unidos no es tan serio como los problemas de deudas a los que se enfrentaron muchas economías latinoamericanas y de Europa del Este en la década de los años ochenta, y para las cuales las deudas eran frecuentemente iguales a varios años de los PIBs de los deudores.¹⁶

Una de las partidas más importantes en la posición de inversión neta internacional es la posición de la reserva oficial del gobierno. Esta posición es muy importante durante las épocas de tipos de cambio fijos o de flotaciones sucias, principalmente al juzgar la cantidad de tiempo durante la cual un país podrá influir en los tipos de cambio. Un gobierno puede defender su moneda sólo hasta donde tenga reservas suficientes. Si, por ejemplo, un gobierno puede soportar muchos años de déficits sustanciales con sus inventarios de reservas, una devaluación (una reducción oficial en el tipo de cambio fijo) puede considerarse como un evento improbable. Por otra parte, si las reservas satisfacen sólo los déficits existentes durante unos cuantos meses, una devaluación es del todo posible.

OBJETIVOS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

Aun cuando se ha señalado que un déficit comercial puede ser saludable si se debe a la importación de un equipo de capital que servirá para aumentar la producción futura y las exportaciones, es difícil que muchas personas abandonen la idea de que es mejor tratar de alcanzar superávits comerciales que déficits comerciales. El supuesto de que los superávits comerciales son un objetivo apropiado de política tiene una larga historia; ha sido la opinión de un grupo muy diverso de escritores de los siglos XVI, XVII y XVIII conocidos como **mercantilistas**, los cuales creían que los superávits comerciales eran el objetivo del comercio porque, durante esa época, los superávits daban como resultado un incremento en las tenencias de oro, el medio de intercambio contra el cual se intercambiaban los productos que eran internacionalmente comercializados. Hoy en día, una versión del mercantilismo afirma que los superávits comerciales son un objetivo apropiado porque dan como resultado acumulaciones de activos extranjeros, como se refleja en la posición neta de la inversión internacional. Esto parece ser tan razonable que vale la pena pregun-

¹⁶El problema referente al endeudamiento de estas naciones se expone en el capítulo 9.

tar por qué incurrir indefinidamente en superávits comerciales no es un buen objetivo de política.

Considérese lo que significa tener un superávit comercial, en donde las exportaciones de mercancías exceden a las importaciones y hacer que este superávit continúe de manera indefinida. Significa que un país está produciendo más bienes para el disfrute de los extranjeros de los que producen los países extranjeros para los propios residentes del país. Pero, ¿por qué debería un país manufacturar bienes para el placer de otro en exceso de lo que recibe a cambio? Los superávits indefinidos significan que un país está viviendo por debajo de sus medios. El país podría disfrutar más de su propia producción y mantener aún el comercio en equilibrio.

Una de las formas más directas de exponer la falacia mercantilista de las épocas modernas es mediante la consideración de la **identidad contable del ingreso nacional**, la cual se cubre en la macroeconomía. Esta identidad se escribe como:

$$Y \equiv C + I + G + (Ex - Im) \quad (5.3)$$

donde:

- Y = producto interno bruto (PIB)¹⁷
- C = consumo
- I = inversión bruta
- G = gastos del gobierno
- Ex = exportaciones de bienes y servicios
- Im = importaciones de bienes y servicios

Rearreglando los términos de la ecuación (5.3) podemos expresar la balanza de pagos sobre bienes y servicios como:

$$Ex - Im \equiv Y - (C + I + G) \quad (5.4)$$

La ecuación (5.4) hace inmediatamente evidente que tener un superávit comercial, con $(Ex - Im)$ positivo, significa que lo que se está produciendo (es decir, Y) es mayor a lo que está siendo “usado” o “absorbido” por la economía bajo la forma de consumo, de inversiones de negocios, y la provisión de servicios por parte del gobierno (es decir, $C + I + G$). La interpretación de la balanza comercial, como se expresa en la ecuación (5.4), ha recibido el nombre de **enfoque de absorción** de la balanza de pagos.

Del mismo modo que los superávits significan que un país está viviendo por debajo de sus medios, los déficits significan que un país está viviendo por arriba de ellos. En términos de la ecuación (5.4), un déficit significa el producir menos de lo que un país absorbe, es decir, $Y < C + I + G$. Un déficit significa disfrutar de los productos y de los recursos de otras naciones en exceso de los productos que el país proporciona a su vez para otros países. Esto es maravilloso hasta el punto en el cual un país pueda soportarlo, pero como sucede con los individuos o con las empresas que viven más allá de sus medios, finalmente llega un día de reconocimiento en el cual el crédito se agota. Esto hace

¹⁷El producto interno bruto, PIB, es el valor de los bienes y servicios producidos *dentro de una nación*. El producto nacional bruto, PNB, es el valor de los bienes y servicios producidos con los factores de la producción *poseídos por los residentes de una nación*. El PNB incluye al ingreso neto ganado por los residentes desde el extranjero a través de la realización de inversiones extranjeras, desempeño de trabajos en el extranjero y demás. Si denotamos al PIB como Y , entonces excluimos al ingreso ganado en el extranjero o pagado a extranjeros en los términos Ex e Im de la ecuación (5.3).

que los déficits continuos sean tan indeseables como los superávits continuos. En efecto, en el caso de déficits, la situación no es fácilmente sostenible.

Con el deseo de vivir dentro de sus medios, un país no necesita equilibrar su comercio todos y cada año. Más bien, puede tener superávits temporales y déficits temporales que en promedio equilibren su comercio.

Los superávits comerciales temporales seguidos por los déficits comerciales temporales, o los déficits temporales seguidos por los superávits temporales, son un aspecto muy diferente al que representan los superávits o los déficits continuos. Durante superávits comerciales de tipo temporal, el país incrementará sus tenencias de activos extranjeros tales como acciones, bonos, bienes raíces, negocios operativos y demás. El ingreso sobre estos activos extranjeros permite al país soportar déficits comerciales en el futuro sin que tenga que incurrir en deudas; los intereses, los dividendos y otras ganancias de la cuenta corriente pueden cancelar el déficit de mercancías. Aún si se crea un déficit global en la cuenta corriente debido al hecho de que el interés, los dividendos y otros "intangibles" no compensen en forma total el déficit comercial, un país puede liquidar una parte de sus inversiones anteriores.

Cuando un país tiene un superávit comercial, está ahorrando, es decir, está adquiriendo activos extranjeros que pueden sumarse al ingreso futuro o que pueden venderse para financiar gastos futuros. De lo anterior se desprende que incurrir indefinidamente en déficits comerciales es una cuestión análoga a los ahorros de una familia, sin que ninguno de sus miembros ni de sus descendientes dispongan del ahorro. El ahorro representa una alternativa razonable para las personas que son pacientes, pero sólo cuando ello significa que en algún punto en el futuro ellas o sus descendientes disfrutarán de los beneficios de los ahorros anteriores consumiendo más de lo que ganan. Es decir, es apropiado ahorrar algunas veces y disponer del ahorro en otras, en tanto como, en promedio, a lo largo de un prolongado intervalo de tiempo, los ahorros sean aproximadamente iguales a las disposiciones sobre los mismos. De manera similar, algunas veces es apropiado tener déficits comerciales y otras superávits comerciales. El objetivo de la política económica debería ser el mantener un comercio equilibrado a lo largo de un periodo de tiempo prolongado, tal vez tanto como una década o más.¹⁸

Hemos dicho que es importante porque la gente tiende a consultar periodos de estadísticas comerciales relativamente cortos y se alarma mucho sin considerar el patrón comercial de años anteriores, o el probable patrón comercial de años futuros. Tal alarma fue difundida, por ejemplo, en la década de los años noventa en respuesta a los fuertes déficits comerciales de Estados Unidos y a los correspondientes fuertes superávits comerciales de Japón. Pocas personas dejaron de recordar que en la década de los setenta la situación era la opuesta, puesto que Estados Unidos incurrieron en superávits comerciales y Japón, importaba petróleo y otros recursos de alto costo, incurriendo así en déficits comerciales. Esto no indica que la situación que se presentó en la década de los años noventa era deseable o que podría continuar de manera indefinida.¹⁹ Sin embargo, nos indica la importancia de tomar una perspectiva a largo plazo.

¹⁸La conclusión de que un objetivo apropiado de política sea equilibrar en forma promedio la cuenta corriente solicitando fondos en préstamo en algunas ocasiones y prestándolos en otras está apoyada por la ganancia que resulta de la suavización del consumo, como se describe en el apéndice 1.2 del capítulo 1. En ese apéndice, se muestra que existe una ganancia en la utilidad esperada que resulta de la solicitud y de la concesión de fondos en préstamo.

¹⁹En el capítulo 19 consideramos el problema referente al crecimiento en desequilibrios bilaterales.

1. El reporte de la balanza de pagos es un récord del flujo de pagos que existe entre los residentes de un país y el resto del mundo en un periodo determinado. Las partidas (o renglones) del reporte que dan lugar a una demanda por la divisa de un país (como las exportaciones y las ventas de activos) se identifican con un signo positivo. Las partidas que dan lugar a la oferta de la divisa de un país se identifican con un signo negativo. Por consiguiente, podemos concebir al reporte de la balanza de pagos como un récord de la oferta y la demanda de la moneda de un país.
2. El reporte de la balanza de pagos se basa en la contabilidad por partida doble. Por consiguiente, cada partida tiene una contrapartida en cualquier otra parte dentro del reporte, y el reporte debe “cuadrar”. Sin embargo, lo que es importante es la *forma* en que cuadre. Cualquier cosa que tienda a incrementar la magnitud de las partidas positivas, como mayores exportaciones o incrementos en las ventas de bonos a extranjeros, ocasionará que el reporte cuadre a un tipo de cambio más alto.
3. Las partidas acreedoras de la balanza de pagos resultan de las compras realizadas por extranjeros incluyendo a los bienes, servicios, créditos mercantiles, activos financieros y reales, oro y divisas de un país. Las partidas deudoras resultan de las compras realizadas por los residentes de un país a extranjeros y que incluyen bienes, servicios, créditos mercantiles, activos financieros y activos reales, oro y divisas.
4. La cuenta corriente incluye el comercio en bienes y servicios, los ingresos y las transferencias unilaterales. El componente de bienes y mercancías, aisladamente considerado, proporciona la balanza comercial como el exceso de exportaciones sobre importaciones. Si las exportaciones exceden a las importaciones, la balanza comercial tendrá un superávit y si las importaciones exceden a las exportaciones, tendrá un déficit. El ingreso incluye al flujo de intereses y de cobros de dividendos y de pagos. Las transferencias unilaterales representan flujos de dinero no correspondidos por algún otro flujo físico y la contabilidad por partida doble requiere que tengamos un flujo compensador que pueda ser anotado como crédito mercantil.
5. Es posible, financiar un déficit en cuenta corriente vendiendo los documentos, los bonos, las acciones, los bienes raíces, o los negocios de un país. También puede ser financiado liquidando las inversiones anteriores en documentos, bonos, acciones, bienes raíces, o negocios de extranjeros. Un superávit en cuenta corriente puede invertirse en documentos, bonos, acciones, bienes raíces o negocios extranjeros. Los principales factores que influyen sobre las inversiones en activos financieros y en activos reales extranjeros son las tasas de rendimiento en el país extranjero *versus* las tasas de rendimiento nacionales, y el grado de riesgo de las inversiones.
6. Las compras y las ventas de activos financieros y de activos reales dan como resultado una oferta o una demanda de la moneda de un país del mismo modo que lo hacen las compras y las ventas de bienes y servicios.
7. Los cambios en las reservas oficiales ocurren cuando los gobiernos intervienen en los mercados de cambios extranjeros para influir sobre los tipos de cambio. Cuando las tasas cambiarias son verdaderamente flexibles, los cambios en las reservas oficiales son de cero.
8. Ya que todas las partidas de la balanza de pagos deberían sumar cero de manera colectiva, el contador de la balanza de pagos puede determinar los errores que se hayan cometido, los cuales, conjuntamente, recibirán el nombre de discrepancia estadística.
9. Con tipos de cambio flexibles, el déficit/superávit correctamente medido de la cuenta corriente deberá ser igual al superávit/déficit correctamente medido de la cuenta de capital. Con tipos de cambio fijos, el incremento/decremento combinado en las reservas oficiales de los gobiernos nacionales y extranjeros es igual al superávit/déficit combinado de las cuentas corrientes y de las cuentas de capital correctamente medido.
10. Es igualmente válido considerar un déficit/superávit en la cuenta corriente como la causa de, o que sea causado por, un superávit/déficit de una cuenta de capital.
11. El reporte de la balanza de pagos es análogo al estado de resultados de una empresa. Los déficits son equivalentes a las pérdidas corporativas y pueden ser financiados mediante la

venta de bonos o de nuevos instrumentos de capital contable o mediante la liquidación de activos. Si existe un flujo neto de salida de una empresa o país debido a la adquisición de un nuevo capital productivo, esto no podría ser insano. Desafortunadamente, el reporte de la balanza de pagos no distingue a las importaciones de bienes de capital de las importaciones de bienes de consumo.

12. La posición internacional de inversiones es un récord de la provisión de activos y pasivos extranjeros. Es relevante para determinar la probabilidad de que se devalúe una moneda.
13. No es una buena idea incurrir en déficits o en superávits persistentes en la balanza comercial. Más bien, un país debería equilibrar de una manera promedio su comercio en el largo plazo.