

4 Sector externo

I. Introducción

La medición y evaluación de la posición externa de un país son pasos esenciales en el proceso de elaboración de la política económica. Los datos sobre las transacciones de bienes y servicios y los flujos financieros entre un país y el resto del mundo, que se resumen sistemáticamente en la balanza de pagos, constituyen la base para analizar la posición externa del país. Igualmente importante es la posición externa desde el punto de vista de los saldos de activos y pasivos externos al cierre de un período. Este saldo, que incluye reservas internacionales brutas y endeudamiento externo, se ve afectado por las transacciones financieras durante el año (reflejadas en la balanza de pagos), por cambios de valoración resultantes de modificaciones en el tipo de cambio y en los precios, así como por otros factores que afectan el nivel de activos y pasivos.

En la sección II se presenta el marco contable, así como las reglas y convenciones metodológicas desarrolladas en la quinta edición del *Manual de Balanza de Pagos* (que en lo sucesivo se denominará MBP)¹. Los elementos fundamentales que se utilizan para analizar la posición externa del país se presentan en la sección III. En la sección IV se discute la metodología para las proyecciones de balanza de pagos. Por último, en la sección V se incluyen algunos ejercicios y temas de discusión.

II. Marco conceptual de la balanza de pagos

A. Convenciones básicas

La balanza de pagos de un país registra todas las transacciones reales y financieras que han tenido lugar entre residentes y no residentes. En el MBP se define la balanza de pagos como “un estado

estadístico que resume sistemáticamente, para un período específico dado, las transacciones económicas entre una economía y el resto del mundo”. A continuación se presentan varias convenciones empleadas para registrar las partidas en la balanza de pagos.

1. Método de contabilidad por partida doble

El sistema de registro de la balanza de pagos adopta el método de contabilidad por partida doble en el que cada transacción está representada por un crédito y un débito. En el cuadro 4.1 se presenta un resumen de cómo se registran distintas operaciones según el MBP y de acuerdo con el método contable. Dado que, por convención, los créditos llevan signo positivo y los débitos signo negativo, la suma algebraica de todos los rubros de la balanza de pagos debe ser cero.

A continuación se destacan algunos elementos básicos de la contabilidad de la balanza de pagos:

- **Transacciones reales y financieras.** Las transacciones en bienes y servicios (tales como exportaciones, importaciones, viajes y transportes) representan flujos “reales” y se registran en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Las transacciones financieras están relacionadas con modificaciones en los niveles de los activos y pasivos financieros (por ejemplo, desembolso o amortización de préstamos, inversión extranjera directa e inversión de cartera) y se registran en la cuenta de capital y financiera.
- **Transferencias.** Las transferencias unilaterales entre dos países son transacciones sin *quid pro quo*, es decir, no existe una compensación. Para mantener el principio de contabilidad por partida doble se ha creado una categoría en la metodología de balanza de pagos llamada transferencias, la cual permite convertir las transacciones unilaterales en transacciones normales (débito y crédito). Supongamos, por ejemplo, que el gobierno de Estados Unidos

¹Véase *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1993).

Cuadro 4.1

Matriz de clasificación de las transacciones de la balanza de pagos

Balanza de pagos	Crédito (+)	Débito (-)
Transacciones reales (Cuenta corriente)	Exportaciones de bienes y servicios	Importaciones de bienes y servicios
Transacciones financieras autónomas (Cuenta de capital y financiera, excepto reservas oficiales)	Disminución de activos financieros externos Aumento de pasivos financieros externos	Aumento de activos financieros externos Disminución de pasivos financieros externos
Transacciones financieras compensatorias (Reservas oficiales)	Disminución de reservas oficiales	Aumento de reservas oficiales

dona a El Salvador autobuses para transporte público. Los autobuses donados se registran como una importación (débito) en las cuentas de El Salvador, “pagada” por medio de una transferencia (crédito). En términos generales, todas las transferencias que tienen un valor económico pero para las cuales no hay un *quid pro quo* dan lugar a un asiento de contrapartida que puede ser una transferencia corriente o de capital.

Transferencias corrientes. Incluyen transferencias de efectivo, donaciones en especie (como alimentos y medicamentos), contribuciones a organismos internacionales y remesas de las personas que trabajan en el extranjero a sus familias que residen en el país de origen.

Transferencias de capital. Están asociadas a activos fijos o a activos y pasivos financieros y pueden ser en efectivo (donaciones para financiar inversión) o en especie (por ejemplo, condonación de deuda).

- **Errores y omisiones.** En la práctica créditos y débitos no suelen compensarse por las siguientes razones: i) los datos se derivan de diferentes fuentes; ii) algunas partidas se registran por un valor inferior al verdadero y iii) algunas transacciones no se registran. Por ello, la balanza de pagos contiene una partida residual llamada “errores y omisiones netos” que recoge errores derivados de los puntos arriba mencionados. Los asientos se registran en cifras netas debido a que existe la posibilidad de que los errores de los asientos de crédito compensen los de débito, (por ejemplo, una subestimación de las exportaciones puede

compensarse por una subestimación de las importaciones). Por esta razón, además, no es posible inferir del valor de errores y omisiones netos la exactitud del estado de la balanza de pagos. No obstante, la existencia de montos residuales netos persistentes y de gran magnitud dificulta la interpretación y el análisis de la balanza de pagos de un país. Asimismo, a nivel mundial, las discrepancias en los datos registrados por un país no se compensan con la subestimación o la sobreestimación de los datos de otros países (véase el recuadro 4.1).

- **Flujos y saldos.** Las cuentas de la balanza de pagos registran los flujos en dos direcciones. Estos flujos se distinguen de los saldos (también llamados tenencias o *stocks*) relacionados con la posición de inversión internacional de un país, es decir, el valor de los activos y pasivos de un país en relación con el resto del mundo. Los flujos se miden para un período específico, en tanto que los saldos se registran en una fecha determinada, generalmente el cierre del año. Hay dos tipos de saldos o *stocks* clave: el nivel de reservas internacionales (activos externos de un país) y el nivel de deuda externa (pasivo del país).

2. Residencia

El concepto de residencia en la balanza de pagos se basa en el centro de interés económico de la

Recuadro 4.1

Cuenta corriente mundial

En principio, la suma de los saldos de la balanza en cuenta corriente de todos los países debería ser igual a cero, y lo mismo debería ocurrir con la suma de los saldos en la cuenta de capital de los países. Sin embargo, los datos mundiales sobre los saldos en cuenta corriente han presentado durante varios años una gran discrepancia debido al exceso de débitos registrados¹. La cuenta de capital mundial, en cambio, ha presentado un cuantioso saldo positivo o un exceso de créditos registrados (entradas de capital). Estas discrepancias obedecen a errores, omisiones y asimetrías en la forma en que cada país trata las estadísticas de balanza de pagos y pueden restar credibilidad al análisis de la evolución de la

economía mundial, obstaculizar la formulación de políticas adecuadas e incluso dar lugar a presiones proteccionistas como resultado de la percepción errónea de la situación de la balanza de pagos de los países. En 1987, el FMI estableció un grupo especial de trabajo con el fin de investigar las causas de esta discrepancia y recomendar medidas para mejorar los procedimientos estadísticos en estos campos. En 1992 se emprendió un esfuerzo similar para evaluar los procedimientos de recopilación de estadísticas de la cuenta de capital a la luz del crecimiento y de la complejidad de las transacciones internacionales. Véase el informe final del Grupo de Trabajo sobre la Discrepancia Estadística en los Saldos Mundiales en Cuenta Corriente (*Report of the Working Party on the Statistical Discrepancy in World Current Account Balance*, Washington: Fondo Monetario Internacional, 1987) y el informe sobre la medición de los flujos internacionales de capital (*Report on the Measurement of International Capital Flows*, Washington: Fondo Monetario Internacional, septiembre de 1992).

¹Según estimaciones hechas por el personal del Fondo Monetario Internacional, durante 1990–96, el resultado negativo de la cuenta corriente mundial mostró una tendencia decreciente de US\$120.000 millones a US\$48.000 millones. Este resultado negativo se amplió nuevamente en 1999 a US\$172.000 millones.

parte que interviene en la transacción, no en su nacionalidad, siguiendo la práctica adoptada en el Sistema de Cuentas Nacionales (SCN) que se estudia en el capítulo 1. Las principales consideraciones vinculadas con el territorio económico son:

Los particulares que viven en un país son considerados residentes, por lo general, si han residido en el país durante un plazo mínimo de 12 meses. Los no residentes incluyen los visitantes (turistas, tripulantes de buques o aeronaves y trabajadores de temporada); los trabajadores fronterizos (que se consideran residentes del país en el que viven); los diplomáticos y representantes consulares, y los miembros de las fuerzas armadas destacados en otro país, independientemente de la duración.

Las empresas se consideran residentes de la economía en la cual realizan sus actividades, siempre y cuando tengan por lo menos un establecimiento productivo y planes de explotarlo durante un largo período. Por lo tanto, las filiales de empresas extranjeras se consideran residentes del país donde están ubicadas.

El gobierno general, incluidas todas las dependencias de los gobiernos centrales, regionales y locales, y las embajadas, consulados y

bases militares ubicadas fuera del país se consideran residentes.

3. Períodos y momento de registro

En principio, el período en el que se registran los flujos de la balanza de pagos puede ser de cualquier longitud, aunque su duración depende de consideraciones prácticas, sobre todo de la frecuencia con la que se recopilan los datos. Muchos países preparan datos de balanza de pagos anualmente porque sólo una vez al año se obtienen estimaciones confiables de algunas transacciones. Sin embargo, como hay algunos datos que pueden obtenerse con frecuencia trimestral y a veces mensual (por ejemplo, exportaciones e importaciones), algunos países preparan estados trimestrales de balanza de pagos que coinciden con las estimaciones trimestrales de las cuentas nacionales.

Por convención, ambas partes de una transacción internacional la registran en la fecha en que se produce un traspaso legal de propiedad. En principio, ambas partes deben registrar simultáneamente la misma transacción, conforme a las normas de la contabilidad en valores

devengados (por ejemplo, transacciones como los pagos de intereses, se registran en la fecha en que son exigibles y no en la fecha en que se realiza efectivamente el pago). En la práctica, puede ser que las dos partes registren una misma transacción en fechas distintas, de manera que será necesario efectuar ajustes en los datos originales obtenidos de las diferentes fuentes.

4. Valoración

Las transacciones en la balanza de pagos deberán valorarse al precio de mercado, que refleja los términos de un intercambio específico entre un comprador y un vendedor dispuestos a efectuar la transacción. El precio de mercado se distingue del indicador general de precios (como el precio de mercado mundial) para un producto específico.

En la práctica, esta definición crea dificultades para registrar ciertas transacciones como:

- Transacciones de trueque, en las que se intercambian directamente unos bienes por otros sin utilizar dinero.
- Transacciones entre empresas afiliadas (por ejemplo, transferencias de utilidades entre una filial y la empresa matriz).
- Transferencias para las que a menudo no existe un precio de mercado.

Para registrar estas clases de transacciones se utilizan medidas sustitutivas. Por ejemplo, los bienes intercambiados por medio de un trueque se valoran a precios de mercado.

Las exportaciones y las importaciones se declaran sobre la base f.o.b. (franco a bordo), es decir, se excluye el costo del transporte más allá de las fronteras nacionales. Por lo general, la aduana registra las importaciones sobre la base c.i.f. (costo, seguro y flete). Sin embargo, en la balanza de pagos, los componentes de seguro y flete se registran bajo "servicios".

5. Unidad de cuenta

Dado que las transacciones pueden liquidarse en cualquier moneda, es necesario tener una unidad de cuenta adecuada para registrar las transacciones en la balanza de pagos. Si bien puede emplearse la moneda nacional, su valor analítico pierde significación a medida que pasa el tiempo y fluctúa el tipo de cambio. Por esta razón, las cuentas de la balanza de pagos suelen expresarse

en una moneda extranjera o unidad de cambio estable, como el dólar de EE.UU. o el derecho especial de giro (DEG), lo que facilita la comparación entre distintos países. Para convertir los datos de la moneda empleada en la transacción a la unidad de cuenta se utiliza el tipo de cambio adecuado pertinente en la fecha de la transacción².

B. Modificaciones del Manual de Balanza de Pagos

1. Modificaciones de la cobertura

En la quinta edición del MBP (1993) se incorporan una serie de ajustes a la metodología de registro de las transacciones con respecto a la edición previa (1977), a fin de tomar en cuenta la evolución del área del comercio y finanzas internacionales. Por ejemplo, la quinta edición mejora la integración de la contabilidad del sector externo con otras cuentas macroeconómicas, y realiza una medición integral y completa de los activos y pasivos externos³.

2. Posición de inversión internacional neta

La posición de inversión internacional neta de un país es la diferencia entre sus tenencias de activos financieros externos y pasivos financieros externos. La posición al cierre de un período específico recoge el impacto de las transacciones financieras realizadas durante ese período (típicamente un año), las cuales se registran en la balanza de pagos, y las variaciones por cambios en valoración causadas por fluctuaciones de los tipos de cambio, precios, y otros ajustes que afectan el nivel de activos y pasivos. Los datos sobre los flujos de la balanza de pagos y sobre la posición de inversión internacional neta constituyen un conjunto completo de las cuentas internacionales de una economía.

²Véanse detalles adicionales en el capítulo VII del MBP. En caso de que existan múltiples tipos de cambio, la unidad de conversión puede ser un tipo de cambio representativo (un promedio ponderado de todos los tipos de cambio) o el tipo de cambio principal (utilizado en la mayoría de las transacciones). Cuando para algunas transacciones exista un tipo de cambio de mercado paralelo, puede utilizarse este tipo de cambio para las conversiones de las mismas y el tipo de cambio oficial para el resto de las transacciones.

³Véase el recuadro 4.2. También, en el apéndice 4.1 se presenta un resumen de las modificaciones introducidas en el *Manual de Balanza de Pagos* de 1993.

Recuadro 4.2

Algunas modificaciones introducidas en el *Manual de Balanza de Pagos de 1993*

- Se redefine la cuenta corriente, excluyéndose las transferencias de capital, que ahora pasan a formar parte de la cuenta de capital y financiera (que era anteriormente la cuenta de capital). La nueva cuenta corriente presenta datos más detallados sobre las transferencias corrientes.
- Las transacciones asociadas a remuneración de factores se agrupan en una categoría que se denomina “renta”, en lugar de “servicios no atribuibles a factores”.
- Se amplía la clasificación de transacciones de servicios para reflejar su creciente importancia.
- Se amplía y se reestructura la cobertura de la inversión de cartera para reflejar el uso de nuevos instrumentos financieros como los derivados y los futuros.
- Se amplía la cobertura de nuevas formas de transacciones de financiamiento excepcional como la condonación de deuda y los swaps de deuda por activos.
- Se desarrolla un marco coherente de clasificación de la renta y de los activos y pasivos financieros mediante el cual se relacionan los flujos con las tenencias (balanza de pagos y posición de inversión internacional neta).
- Se revisa la nomenclatura para describir con mayor exactitud la composición cada vez más compleja de las transacciones internacionales.

C. Clasificación normalizada de la balanza de pagos

1. Componentes principales

Según el sistema de clasificación normalizada del MBP, la balanza de pagos se divide en dos cuentas básicas: La cuenta corriente y la cuenta de capital y financiera, cuyos principales componentes se presentan en el recuadro 4.3. Para la mayoría de los asientos de la cuenta corriente es posible separar débitos y créditos brutos, pero por lo general, para los asientos de la cuenta de capital y financiera sólo hay información en términos netos.

Al seleccionar los componentes normalizados se han observado fundamentalmente los criterios enunciados a continuación. Cada partida deberá:

- Manifestar un comportamiento diferenciado, es decir, debe tener una influencia económica singular.
- Ser importante en varios países.
- Ser susceptible de medición, para lo cual será necesaria la compilación periódica de estadísticas.
- Coordinarse con otros sistemas estadísticos (especialmente el SCN).

Cuenta corriente

La cuenta corriente abarca bienes y servicios, renta y transferencias corrientes. Las transacciones en bienes se refieren al movimiento de mercancías —exportaciones e importaciones— y en general

ocasionan un traspaso de propiedad. Los servicios constituyen un grupo heterogéneo dentro del cual los principales subgrupos incluyen transportes y viajes (créditos que reflejan ingresos por concepto de turismo y débitos ocasionados por los gastos efectuados en el exterior por residentes), seguros, servicios financieros y empresariales. La renta abarca los ingresos netos de los trabajadores no residentes, o renta del trabajo, y los ingresos (créditos) y los pagos (débitos) de intereses y utilidades relacionados con activos y pasivos financieros, o renta financiera (también llamada “renta de la inversión neta”). Estos últimos incluyen, por ejemplo, pagos de intereses sobre la deuda externa y utilidades de la inversión directa, distribuidas (dividendos) o reinvertidas en la empresa (utilidades reinvertidas). Las transferencias corrientes incluyen principalmente donaciones en bienes y servicios (véase la sección II A).

Cuenta de capital y financiera

La cuenta de capital y financiera comprende la cuenta de capital y la cuenta financiera (véase el recuadro 4.3).

La cuenta de capital incluye:

- **Transferencias de capital.** Pueden ser en efectivo o en especie. Estas últimas representan el traspaso de propiedad de un activo fijo o la condonación del pasivo financiero de un deudor por acuerdo mutuo entre el acreedor y el deudor sin que aquél reciba a cambio una contrapartida. Los recursos clasificados como transferencias de capital deberán valorarse al precio que se les hubiese fijado de haberse

Recuadro 4.3

Clasificaciones de la balanza de pagos¹

	Crédito	Débito
Cuenta corriente		
Bienes y servicios		
Bienes	Exportaciones	Importaciones
Servicios		
Transportes		
Viajes		
Servicios del gobierno		
Otros servicios		
Renta		
Remuneración de empleados		
Renta de la inversión		
De la cual: Intereses de la deuda externa		
Transferencias corrientes		
Cuenta de capital y financiera		
Cuenta de capital		
Transferencias de capital		
Adquisición/enajenación de activos no financieros no producidos		
Cuenta financiera		
Inversión directa neta		
Inversión de cartera neta		
Otra inversión neta		
Préstamos, créditos comerciales, moneda y depósitos		
Uso del crédito del FMI y préstamos del FMI		
Activos de reserva		
Oro monetario		
DEG		
Posición de reserva en el FMI		
Divisas		
Otros activos		

¹Fuente: FMI, *Manual de Balanza de Pagos*, 1993.

vendido, empleándose como base para el registro el valor asignado por el donante. La condonación de deudas acordadas por las partes se valorarán de la misma forma que otras variaciones de los activos y pasivos financieros.

- **Adquisición y enajenación de activos no financieros no producidos.** Incluye activos tangibles no producidos (tierras y recursos del subsuelo) y activos intangibles no producidos (por ejemplo, patentes, derechos de autor, marcas comerciales, concesiones y arrendamientos u otros contratos transferibles)⁴.

⁴El uso de esos activos se registra en servicios como regalías y derechos de licencia.

Estos flujos se registran al valor efectivo de transacción de los activos adquiridos menos los activos enajenados.

La cuenta financiera incluye:

- **Inversión directa.** Comprende la adquisición de participaciones de capital por parte de un inversionista no residente en una empresa nacional con el objetivo de mantener una relación duradera. Esto es, una relación directa a largo plazo entre el inversionista y la empresa y una significativa influencia en la dirección de esta última. La inversión directa incluye no sólo la transacción inicial sino también aquellas que tengan lugar posteriormente. Según la clasificación

Recuadro 4.4

Registro de las transacciones del país con el FMI en la balanza de pagos

Tres tipos de transacciones de un país con el FMI pueden afectar directamente las cuentas de la balanza de pagos:

1. **Uso de los recursos del FMI.** Cuando un país compra divisas al FMI (por ejemplo por medio de un acuerdo de derecho de giro), eleva el monto de sus activos financieros (en el monto de divisas recibido) pero al mismo tiempo incurre en un pasivo financiero (su obligación con el FMI). Por consiguiente, el uso del crédito del FMI se registra con signo positivo en la cuenta financiera bajo “otra inversión, préstamos” y el asiento de contrapartida aparece con signo negativo como un incremento de los “activos de reserva”.
2. **Variaciones de los derechos especiales de giro (DEG).** El DEG es un activo internacional de reserva creado por el FMI para complementar los activos de los que dispone un país. Si se utilizan

DEG para comprar divisas, resolver desequilibrios financieros o conceder préstamos, las transacciones se registran en la balanza de pagos como flujos de activos de reserva. En la quinta edición se indica que no se registran las nuevas asignaciones de DEG porque afectan únicamente a las tenencias (la posición de inversión internacional neta de un país).

3. **Modificación de la “posición de reserva” en el FMI.** Esta modificación se deriva de: i) el pago de una parte de la cuota de un país miembro en activos de reserva y ii) el uso neto que hace el FMI de la moneda del país miembro. Las modificaciones de la posición de reserva de un país en el FMI, que incluye la posición acreedora del país en el marco de cualquier acuerdo para la concesión de préstamos al FMI, constituyen un activo desde la perspectiva del país y se registran como variaciones de los activos de reserva en la cuenta financiera.

presentada en el MBP, la inversión directa se divide a su vez en transacciones en acciones y otras participaciones de capital, utilidades reinvertidas y otro capital. Las utilidades reinvertidas, que se registran como parte de la renta de la inversión directa, se cancelan (asiento compensatorio con signo contrario) en la cuenta de capital y financiera para reflejar el hecho de que aumentó el saldo de inversión del inversionista directo extranjero en la filial o sucursal extranjera.

- **Inversión de cartera.** Incluye transacciones con títulos de participación en el capital y títulos de deuda a largo plazo, instrumentos del mercado monetario e instrumentos financieros derivados comercializables (*swaps* de monedas y de tasas de interés).
- **Otra inversión.** Comprende transacciones tales como créditos comerciales y préstamos, incluidos el crédito y los préstamos del FMI.
- **Activos de reserva.** Bajo este rubro se presenta la acumulación o utilización de los activos de reserva, es decir, recursos disponibles para cubrir necesidades inmediatas y que se encuentran bajo el control efectivo de las autoridades monetarias. En los activos de reserva se incluyen divisas (moneda, depósitos y valores), oro monetario, DEG y la posición

de reserva del país en el FMI⁵. Las transacciones con el FMI afectan tanto a los activos de reserva como a los pasivos de reserva (véase el recuadro 4.4). Se excluyen de la balanza de pagos aquellos cambios en los activos de reserva no atribuibles a transacciones como, por ejemplo, las variaciones de valoración por fluctuaciones del tipo de cambio y la creación de nuevos activos de reserva (la monetización del oro o las asignaciones de DEG). Estas partidas se reflejan en la posición de inversión internacional neta.

2. Información suplementaria

En la presentación normalizada de la balanza de pagos, la cuenta financiera no hace la distinción entre transacciones extraordinarias y ordinarias y, por esa razón, se han desarrollado presentaciones analíticas para destacar partidas, como el financiamiento excepcional, que pueden revestir particular importancia en los análisis de la balanza de pagos (véase el recuadro 4.5). A menudo se preparan datos adicionales para estas presen-

⁵Obsérvese que las transacciones con oro no monetario (incluidas las tenencias de las autoridades con fines mercantiles) se tratan en la balanza de pagos como cualquier transacción con otro producto primario.

Recuadro 4.5

Presentación analítica de la balanza de pagos con financiamiento excepcional

1. Cuenta corriente	
2. Cuenta de capital y financiera	
3. Resultado global	= (1) + (2)
4. Financiamiento	= - (3) = (4.1) + (4.2)
4.1 Reservas internacionales netas (- aumento)	= (4.1.1) + (4.1.2)
4.1.1 Activos externos brutos (- aumento)	
4.1.2 Utilización neta de recursos del FMI (+ aumento)	
4.2 Financiamiento excepcional	= (4.2.1) + (4.2.2) + (4.2.3) + (4.2.4)
4.2.1 Reestructuración de deuda	
4.2.2 Atrasos (+ aumento neto)	
4.2.3 Condonación de deuda	
4.2.4 <i>Swaps</i> de deuda	

taciones. La partida suplementaria más importante —el financiamiento excepcional— ha cobrado particular relevancia en los últimos años, sobre todo en los países con problemas de servicio de la deuda. En caso de que no se presente el financiamiento excepcional como un rubro separado (4.2 en el recuadro 4.5), las partidas que lo conforman deben incluirse en la cuenta de capital y financiera como lo ilustran los siguientes ejemplos.

- **Reprogramación de la deuda existente.** Supone la sustitución de un contrato vigente por otro en el que se posponen los pagos de servicio de la deuda. La reestructuración de la deuda, puede abarcar atrasos de pagos por servicio de la deuda así como pagos programados; sin embargo, como financiamiento excepcional se registra sólo el impacto en pagos programados por intereses (en la cuenta corriente) y por amortización (en la cuenta financiera).
- **Atrasos de pagos de servicio de la deuda.** Cuando se produce un atraso en el pago programado del servicio de la deuda del período, éste se registra como si se hubiese liquidado por medio de un préstamo a corto plazo. Es decir, se registran los pagos programados de intereses, o de principal, en forma de un asiento de débito en la categoría “renta” de la cuenta corriente y en “amortización” de la cuenta financiera, y como contrapartida se registra un asiento de crédito bajo “pasivos a corto plazo” en la cuenta financiera.
- **Condonación de deuda.** Es la anulación voluntaria parcial o total, por parte de un

acreedor oficial, de una deuda especificada por un acuerdo contractual. Se registra como una transferencia oficial en la cuenta de capital⁶.

- **Participaciones de capital (especialmente *swaps* de deuda por capital).** Este tipo de inversión supone el canje de créditos bancarios frente a deudores, generalmente con descuento, por inversiones de no residentes en participaciones de capital en un país (cuenta financiera).

III. Análisis de la situación externa del país

En esta sección se examinan los distintos indicadores que se utilizan para analizar la situación externa del país, en el contexto de la metodología de la quinta edición del MBP. En primer lugar se presentan los elementos más importantes para analizar, a nivel de los flujos, las transacciones entre el país y el resto del mundo, medidos a través de la balanza de pagos. Luego se examinan los aspectos más sobresalientes en el análisis de la posición neta de inversión internacional, la cual, como vimos anteriormente, está asociada a saldos o *stocks*, incluidos el nivel de deuda externa y las reservas internacionales.

⁶Si la condonación de deuda representa una cancelación contable de una deuda por parte de un acreedor privado, no se registra en la balanza de pagos sino en el SCN en la “cuenta de revalorización”. Véase *Manual de Balanza de Pagos*, 1993, *op. cit.*, apéndice IV.

A. Balanza de pagos

1. Noción de equilibrio

Uno de los propósitos de la balanza de pagos es la de servir de indicador para determinar la existencia de un desequilibrio externo y, por consiguiente, la necesidad de tomar medidas correctivas. Dado que como vimos anteriormente el principio de contabilidad por partida doble asegura que el saldo global de la balanza de pagos sea cero, para hablar de desequilibrio (superávit o déficit) es necesario utilizar la presentación analítica de la balanza de pagos según la cual se distinguen dos grupos de transacciones, aquellas que figuran “por encima de la línea” y aquellas que se presentan “por debajo de la línea”. Si las transacciones que están por encima de la línea presentan un déficit, las transacciones que están por debajo de la línea presentan un superávit, y viceversa⁷.

La decisión sobre dónde se debe trazar la línea divisoria para fines analíticos requiere un juicio subjetivo respecto a cuales desequilibrios son mejores indicadores oportunos de la necesidad de un ajuste. Uno de los enfoques es separar aquellas transacciones que están determinadas por la política económica de las que se consideran autónomas, lo que da lugar a un saldo global que se compensa con una variación de reservas internacionales o con financiamiento excepcional. Asimismo, se pueden evaluar distintas “secciones” o niveles de agrupación de cuentas en la balanza de pagos a fin de identificar áreas con problemas. Usualmente se distingue el saldo en la balanza comercial, el saldo en cuenta corriente y el saldo global, como se presenta a continuación:

$$\text{Balanza comercial} = \text{Exportaciones de bienes} - \text{Importaciones de bienes} \quad [4.1]$$

$$\begin{aligned} \text{Balanza en cuenta corriente} &= \text{Balanza comercial} + \text{Servicios netos} \\ &+ \text{Renta neta} + \text{Transferencias corrientes} \end{aligned} \quad [4.2]$$

$$\text{Balanza global} = \text{Balanza en cuenta corriente} + \text{Saldo transacciones cuenta de capital y financiera excluidos variación de reservas y financiamiento excepcional} \quad [4.3]$$

⁷Como se recordará, según el método de contabilidad por partida doble, la suma de las partidas de crédito es igual a la suma de las partidas de débito, de manera que el saldo de la balanza de pagos incluyendo todos los rubros es cero.

2. Análisis de la cuenta corriente

Como se vió en el capítulo 1, la cuenta corriente refleja la brecha entre el ahorro nacional bruto y la inversión, o la diferencia entre el ingreso nacional disponible bruto y la absorción de un país. Asimismo, desde el punto de vista del financiamiento, el saldo en cuenta corriente debe corresponder con el saldo en la cuenta de capital y financiera y la variación de reservas internacionales netas.

En efecto,

$$S_n - I = CCB = X - M + Y_f + TR_f \quad [4.4]$$

$$INDB - A = CCB \quad [4.5]$$

$$-CCB = FI - \Delta RIN \quad [4.6]$$

$$CCB + FI - \Delta RIN = 0 \quad [4.6']$$

donde

S_n	=	Ahorro nacional bruto
I	=	Inversión bruta (incluida la variación de existencias)
CCB	=	Saldo en cuenta corriente
X	=	Exportación de bienes y servicios
M	=	Importación de bienes y servicios
Y_f	=	Renta neta recibida del exterior (remuneración de empleados y renta de la inversión)
TR_f	=	Transferencias corrientes netas recibidas del exterior
$INDB$	=	Ingreso nacional disponible bruto
A	=	Absorción
RIN	=	Reservas internacionales netas de la autoridad monetaria
FI	=	Variación de los activos externos netos del resto de los residentes frente a los no residentes y transferencias de capital

Según la ecuación 4.4, una mejora en la cuenta corriente (un aumento del superávit o una reducción del déficit) puede deberse a un incremento en el ahorro nacional bruto o a una disminución en la inversión. En términos más desagregados, un determinado saldo en cuenta corriente puede ser congruente con varias combinaciones de comportamiento del ahorro y la inversión, públicos o privados. Por ejemplo, un déficit en la cuenta corriente podría derivarse de un auge en la inversión o el consumo privado, o un deterioro de la posición fiscal, que puede estar acompañado o no de un aumento del ahorro del sector privado. Por lo tanto, desde un punto de vista analítico es importante entender cómo las medidas orientadas a modificar el saldo en cuenta corriente (por ejemplo, tipos de cambio, aranceles, cuotas o incentivos a la exportación)

afectan el comportamiento del sector privado o se reflejan en la situación del sector público.

Alternativamente, como indica la ecuación 4.5, para mejorar el saldo en cuenta corriente de un país es necesario reducir la absorción interna o incrementar el ingreso nacional disponible. Cabe destacar, sin embargo, que las ecuaciones 4.4 y 4.5 no aportan información suficiente para analizar la cuenta corriente desde una perspectiva *ex ante* porque solo representan relaciones contables y no reflejan las diferentes interacciones ni el comportamiento de los agentes de la economía. Por ejemplo, las variaciones de la absorción están influidas por las variaciones del ingreso nacional disponible, de manera que no puede utilizarse la ecuación 4.5 para analizar directamente el impacto que tiene una variación del ingreso nacional disponible sobre el saldo en cuenta corriente. No obstante, ambas ecuaciones incorporan el marco macroeconómico básico en el cual se inserta la cuenta corriente.

Por otra parte, las ecuaciones 4.6 y 4.6' muestran que el saldo en cuenta corriente siempre tiene como contrapartida créditos netos frente al resto del mundo, representados por la variación de los activos externos netos de la autoridad monetaria (reservas internacionales netas ΔRIN); o la variación de los activos externos netos del resto de los residentes frente a los no residentes (FI)⁸. Por ejemplo, un superávit en cuenta corriente se manifiesta como incremento de los créditos oficiales o privados netos frente a no residentes, o en la adquisición de activos de reserva por parte de las autoridades monetarias. Un déficit en cuenta corriente implica que la adquisición neta de recursos del resto del mundo deberá pagarse liquidando los activos externos del país o incrementando sus pasivos frente a no residentes. Por lo tanto, la identidad de la balanza de pagos que se representa en la ecuación 4.6' es la restricción presupuestaria para toda la economía.

Como puede concluirse de las ecuaciones anteriores, el saldo en cuenta corriente por sí mismo, si bien es un indicador importante, no implica necesariamente que deban adoptarse medidas. Para ello se requiere de un examen detallado de la fuente del desequilibrio. Más aún, es necesario evaluar el resultado de la cuenta corriente desde un punto de vista de mediano y largo plazo, lo cual se asocia al concepto de sostenibilidad (véase el recuadro 4.6).

El marco de análisis de la cuenta corriente aquí descrito es aplicable en cualquier régimen cambiario. Con un tipo de cambio fijo, un déficit en cuenta

⁸Donde FI incluye la cuenta capital, la inversión directa neta, la inversión de cartera neta y la otra inversión neta (incluidos los pasivos de mediano y largo plazo de la autoridad monetaria).

corriente no financiado por préstamos netos del exterior determinará un exceso de demanda de divisas, obligando al banco central a intervenir utilizando sus reservas internacionales para mantener la paridad.

En un régimen de flotación pura el tipo de cambio se ajustará para restaurar el equilibrio entre oferta y demanda de divisas sin que varíen las reservas internacionales del banco central ($\Delta RIN \equiv 0$, de manera que $-CCB = FI$). Bajo una flotación controlada, un déficit en cuenta corriente podría producir una intervención del banco central vendiendo parte de sus reservas internacionales a fin de ajustar la trayectoria del tipo de cambio. En un país con un régimen de tipo de cambio fijo y poca movilidad de capital, es necesario vigilar de cerca la cuenta corriente para evitar ataques especulativos sobre la moneda. Esto se debe a que en este caso, la presencia de un déficit en cuenta corriente cubierto con pérdida de reservas internacionales puede generar expectativas de devaluación y causar una crisis cambiaria mucho antes de que las reservas se agoten⁹.

Factores que afectan el flujo de bienes

Las exportaciones y las importaciones se ven influidas por varios factores, incluidos en el entorno externo y en la política económica orientada al sector externo (por ejemplo, política de comercio exterior y política cambiaria).

La política de comercio exterior abarca los aranceles, las cuotas de importación o exportación, los subsidios a la importación o la exportación y otros incentivos o desincentivos al comercio exterior. Una estrategia de política comercial orientada hacia el exterior no distingue entre la producción para el mercado interno o externo ni entre la adquisición de bienes nacionales o importados. Esta estrategia neutra o no discriminatoria favorece naturalmente las exportaciones, a juzgar por la evidencia de que las economías exportadoras más exitosas aplicaron, en general, políticas neutras de comercio exterior¹⁰. Una

⁹Véase Krugman, Paul, "A Model of Balance-of-Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. II, No. 3 (agosto de 1979).

¹⁰Para una explicación de las consideraciones que deben tenerse en cuenta al evaluar las políticas de comercio exterior de los países y una síntesis de los estudios sobre la evidencia empírica de los regímenes comerciales, véase Vinod, Thomas y John Nash, *Best Practices in Trade Policy Reform* (New York: Oxford University Press, 1991); o un breve resumen de las conclusiones del libro en Vinod, Thomas y John Nash, "Reform of Trade Policy: Recent Evidence from Theory and Practice," *The World Bank Research Observer*, vol. 5, No. 2 (Washington: Banco Mundial, julio de 1991).

Recuadro 4.6 Sostenibilidad de la cuenta corriente

De una manera simplificada, la balanza de pagos puede presentarse como la suma de la cuenta corriente (CCB) menos la variación de activos externos netos (AEN—definidos como reservas internacionales menos deuda externa, o posición de inversión internacional neta del país). Así,

$$CCB_t - \Delta AEN_t = 0 \quad [1]$$

La relación 1 se puede interpretar como la restricción presupuestaria del país según la cual, un déficit en cuenta corriente debe ser financiado con una variación de activos externos, es decir, con una acumulación de deuda, o con una reducción de las reservas internacionales. Por otra parte, sabemos que desde el punto de vista macroeconómico, un déficit en cuenta corriente está asociado a una brecha entre ahorro e inversión nacional explicada por el comportamiento del sector público o del sector privado. Por lo tanto, el análisis de la sostenibilidad de la cuenta corriente tiene que tomar en cuenta las consideraciones asociadas a la restricción impuesta por la ecuación 1, en el contexto de políticas económicas y/o factores externos que afectan ese comportamiento.

Dado que 1 representa una restricción, es importante preguntarse si un nivel determinado de déficit es sostenible en el largo plazo. Para ello se pueden efectuar dos tipos de análisis: i) análisis de la solvencia del país y ii) posibilidad de mantener las políticas actuales y factores que pueden determinar un cambio en esas políticas. Según el primero, se dice que un país es solvente cuando el valor presente de los superávit futuros en cuenta corriente excluidos los pagos de intereses (balance primario) es suficiente para repagar la deuda existente. Bajo este enfoque, un déficit en cuenta corriente es sostenible si la condición de solvencia intertemporal se cumple. La definición de solvencia puede ser estricta, si se plantea que la deuda debe ser repagada totalmente al final de un período

determinado (N años), o puede ser amplia si la condición impuesta se refiere a mantener un saldo de deuda constante en relación al PIB. Varios factores afectan la condición de solvencia: el nivel inicial de deuda, el plazo, la tasa de interés y la tasa de crecimiento de la economía. En base a la condición amplia, el país puede satisfacer la condición de solvencia aun cuando el valor presente de los futuros déficit primarios sea negativo, siempre y cuando la tasa de crecimiento de la economía sea mayor que la tasa de interés real.

La sostenibilidad puede evaluarse además suponiendo que las políticas actuales y el entorno macroeconómico no sufrirán modificaciones en el futuro. En este contexto, la orientación actual de la política económica es “sostenible” si su continuación en el futuro no contraviene la solvencia ni la limitación presupuestaria. En la práctica, la noción de sostenibilidad de la cuenta corriente es más compleja porque refleja la interacción entre las decisiones de ahorrar y de invertir de los agentes económicos. En este sentido, un análisis más completo debe incluir una evaluación de si es posible que las autoridades mantengan indefinidamente las políticas actuales sin que sea necesario un cambio drástico, o sin que se produzca una crisis (por ejemplo, un colapso del tipo de cambio o un incumplimiento de pagos del servicio de la deuda externa). Si la respuesta es negativa, el déficit en cuenta corriente es insostenible. La modificación de políticas o la crisis puede deberse a choques internos o externos en la que cambia la confianza de los inversionistas como consecuencia de una nueva percepción de la capacidad o disposición del país para hacer frente a sus obligaciones frente al exterior¹.

¹Véase Milesi-Ferretti, Gian Maria y Assaf Razin, “Persistent Current Account Deficits: A Warning Signal?”, en *International Journal of Finance and Economics*, vol. 1, No. 3, julio de 1996.

política comercial orientada hacia el interior fomenta la producción de bienes para el consumo interno en lugar de la exportación¹¹. Las modificaciones en las políticas de los países que son socios

¹¹Varios indicadores pueden utilizarse para medir el sesgo del régimen de comercio exterior, entre ellos, la relación entre la tasa efectiva de protección a los bienes importables y la de los bienes exportables, el grado de sobrevaluación del tipo de cambio, la utilización de controles directos al comercio exterior y el uso de incentivos a la exportación (véase el apéndice 4.2).

comerciales también pueden afectar el comercio exterior. Las reducciones de las restricciones cuantitativas y las barreras comerciales de esos países alientan las exportaciones. Los acuerdos comerciales especiales, sobre todo los acuerdos de comercio regional, facilitan el comercio entre los países de una zona geográfica determinada (aunque pueden reducir el comercio con los países fuera del acuerdo).

A largo plazo, los flujos comerciales están influidos por la competitividad, que generalmente se mide por el tipo de cambio real o el tipo de

Recuadro 4.7

Evaluación del tipo de cambio¹

Determinar si el tipo de cambio es apropiado, es una tarea compleja donde deben considerarse no sólo factores teóricos, sino también empíricos. El FMI utiliza diversos indicadores o metodologías para efectuar esa evaluación. Dentro de estos indicadores se encuentra la paridad de poder de compra y los índices de competitividad internacional. Adicionalmente, se ha desarrollado una metodología más completa basada en la utilización de un modelo de equilibrio macroeconómico que ayuda a determinar hasta qué punto las políticas de tipo de cambio vigentes son consecuentes con el equilibrio interno y externo en el mediano plazo.

1. Evaluación del tipo de cambio real de equilibrio basada en el modelo de equilibrio macroeconómico

La metodología utilizada según este modelo real de equilibrio sigue cuatro pasos: i) se aplica un modelo de ecuación de comercio exterior para estimar los resultados en cuenta corriente que se producirían con los tipos de cambio vigentes si todos los países estuviesen operando en sus niveles potenciales de producción; ii) se utiliza un modelo separado para estimar el nivel normal o de equilibrio del balance ahorro-inversión, basado en los determinantes de ahorro y de inversión y consecuente con las variables fundamentales de la economía en el mediano plazo, suponiendo también que el producto es igual al potencial; iii) se calcula cuánto tendrían que modificarse los tipos de cambio, en igualdad de condiciones, para equilibrar el saldo en cuenta corriente con el balance ahorro-inversión a mediano plazo para cada país simultáneamente y iv) se determina si los tipos de cambio estimados—consecuentes con las variables fundamentales de la economía a mediano plazo, indican que algunas de las monedas presentan un desajuste significativo (tomando en cuenta los factores cíclicos). Hasta ahora, este enfoque alternativo se ha desarrollado fundamentalmente para los países industrializados debido a las limitaciones de disponibilidad de datos y debido a que el modelo supone el acceso irrestricto e ininterrumpido a los mercados de capital internacional. Otros indicadores complementarios serían:

2. El tipo de cambio real

El indicador más adecuado del tipo de cambio real se basa en la relación entre los costos unitarios del trabajo (costos salariales ajustados en función de la

productividad de la mano de obra) en el país y los que rigen en los países con los que comercia. Alternativamente, si hay dificultades para obtener índices del costo unitario del trabajo se utiliza el índice de precios relativos al consumidor. Es común que se compare el tipo de cambio real corriente con el tipo de cambio real de algún período pasado en que se consideraba que la cuenta corriente estaba en una posición satisfactoria².

3. Reservas en divisas

La disminución sostenida de las reservas oficiales puede indicar que el tipo de cambio es inadecuado. La caída de las reservas puede reflejar un déficit en cuenta corriente o una transferencia de fondos de moneda nacional en la cuenta de capital y financiera, lo que indica que los residentes y los extranjeros no tienen confianza en la política económica del país. No obstante, dado que pueden incrementarse las reservas en divisas solicitando empréstitos y los bancos centrales pueden hacer figurar un volumen mayor de reservas que el que realmente existe, las fluctuaciones de los activos externos pueden no ser un buen indicador de la necesidad de ajustar el tipo de cambio.

4. La cuenta corriente

Uno de los criterios principales para juzgar cuán apropiado es el tipo de cambio es el nivel actual y previsto del saldo en cuenta corriente. En un régimen de tipo de cambio fijo, si las proyecciones del déficit en cuenta corriente indican que no es posible financiarlo con las reservas o mediante empréstitos continuos, a la larga será necesario devaluar. Este criterio sugiere que la devaluación podría ser adecuada aun si actualmente no existe un déficit en cuenta corriente. Pero si el déficit en cuenta corriente es temporal puede no ser necesaria una devaluación. El saldo en cuenta corriente no siempre es un buen indicador porque reacciona con relativa lentitud a las variaciones del tipo de cambio real.

5. El tipo de cambio en el mercado paralelo

En muchos países existe un mercado cambiario paralelo o “negro”. El tipo de cambio que se aplica en estos mercados a menudo constituye una buena indicación del grado de desajuste del tipo de cambio oficial. No obstante, como estos mercados suelen ser restringidos y están sujetos a la influencia de unos pocos agentes de cambios, es necesario interpretar estos indicadores con cautela. Un descuento muy pronunciado de la moneda nacional en el mercado paralelo, sin embargo, suele indicar que el tipo de cambio está sobrevaluado.

¹Véase Issard, Peter y Faruque, *Exchange Rate Assessment, Extensions of the Macroeconomic Balance Approach*, Occasional Paper 167 (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1998), y Fischer, Stanley, “Devaluation and Inflation”, en *The Open Economy*, Serie del IDE sobre desarrollo económico (Washington: Instituto de Desarrollo Económico del Banco Mundial, 1992).

²Véase apéndice 4.3 de este capítulo para una descripción de la metodología de cálculo del tipo de cambio real efectivo.

cambio nominal ajustado por las variaciones de los costos unitarios del trabajo en el país, comparados con los que rigen en las economías de los socios comerciales. En los países en desarrollo, la falta de información sobre esta variable ha determinado que la competitividad se mida por el tipo de cambio real basado en los precios relativos al consumidor¹². Los cambios de la competitividad se evalúan tomando como referencia un año en que se considere que la balanza comercial o la cuenta corriente estaban en equilibrio. Las modificaciones de los aranceles, cuotas y subsidios también afectan la competitividad, así como otros factores institucionales y estructurales.

Factores que afectan las cuentas renta y transferencias

Para los países endeudados, el pago de intereses correspondiente a la deuda externa suele constituir la partida más importante de la renta, que, conjuntamente con la amortización, conforma el servicio de la deuda. Los pagos por intereses dependen del saldo de la deuda y de las condiciones financieras de la misma. Como se verá más adelante en este capítulo y en el capítulo 6, un determinado saldo de la deuda externa está asociado a déficit anteriores en la cuenta corriente y a cambios en los niveles de activos financieros externos brutos. A su vez, la carga de intereses puede afectar los saldos futuros de deuda. En lo que se refiere a los ingresos por renta, los más importantes se originan en intereses devengados sobre las reservas en divisas y, para los países acreedores, intereses recibidos por préstamos.

Las transferencias corrientes del gobierno general dependen en gran medida de las decisiones que toman los países donantes y por lo tanto son menos predecibles. El componente principal de las transferencias corrientes privadas es, por lo general, el de las remesas de trabajadores, que reflejan el número de trabajadores que viven permanentemente en el extranjero y los incentivos para transferir fondos, sobre todo las expectativas sobre las tasas de interés, el tipo de cambio y la tributación de esos ingresos¹³.

¹²Una explicación de la metodología utilizada para calcular el tipo de cambio real se presenta en el apéndice 4.3.

¹³En el registro de la balanza de pagos se hace una distinción entre las remesas de los trabajadores que residen en el extranjero durante más de 12 meses (clasificada bajo “transferencias corrientes”) y la renta del trabajo que ganan los trabajadores que viven en el extranjero temporalmente durante menos de 12 meses (clasificado bajo “remuneración de empleados”).

3. Análisis de la cuenta de capital y financiera

Como hemos visto, el déficit en cuenta corriente debe financiarse con aumentos de los pasivos externos o reducciones de los activos externos. Estos flujos financieros constituyen la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, siendo la cuenta financiera la más importante en la mayoría de los casos. En esta sección se discuten los principales determinantes de estos flujos en la cuenta financiera.

Como se indicó en la sección II, la cuenta financiera incluye la inversión directa, la inversión de cartera y otra inversión. Normalmente, las transacciones por inversión directa no generan obligaciones contractuales. Por esta razón, la inversión directa no se incluye como parte de la deuda externa (flujo no generador de deuda), aunque podría considerarse como una obligación contingente del país frente al resto del mundo¹⁴ (véase el recuadro 4.8). Los otros dos componentes de la cuenta financiera, la inversión de cartera y otra inversión, tienen una incidencia directa en la posición de deuda externa neta del país.

Los flujos por inversión de cartera incluyen transacciones con títulos de participación en el capital y títulos de deuda. Estos flujos son cada vez más importantes en países que tienen acceso a los mercados internacionales y constituyen un buen indicador de la confianza que los inversionistas extranjeros tienen en la situación financiera del país que emite estos instrumentos. Además de los títulos, la inversión de cartera también incluye instrumentos de deuda del mercado monetario relativamente más nuevos (entre los que se incluyen los instrumentos financieros derivados negociables) que brindan a los deudores cobertura contra riesgos cambiarios o de variación de las tasas de interés. Otra inversión forma una categoría residual que comprende todas las transacciones financieras no incluidas en inversión directa, inversión de cartera o activos de reserva.

Además de examinar los pasivos resultantes de inversión de cartera y otra inversión por tipos y vencimientos de instrumentos de deuda, también conviene analizar las tendencias en los flujos por

¹⁴En el caso de una situación económica desfavorable, los inversionistas extranjeros tratarían de desprenderse de sus inversiones en el país, lo que presionaría el mercado de capitales interno y el mercado cambiario. Esto es aún más relevante en el caso de los inversionistas minoritarios que no tienen una influencia significativa en la operación de las empresas y cuyas transacciones se registran en el subgrupo inversión de cartera.

Recuadro 4.8 Inversión directa¹

Se produce una inversión directa cuando la empresa de un país crea o amplía una filial en otro país. La característica distintiva de este tipo de entrada de capital es que supone no sólo una transferencia de recursos sino también la adquisición del control parcial o total. A los países les interesa la inversión extranjera directa no sólo porque no crea una obligación de deuda para el país beneficiario sino también porque es un importante vehículo para la transferencia de capacidad técnica y gerencial

¹Véase un análisis del papel que desempeña la inversión directa en los flujos internacionales de capital en Graham, Edward M., "Foreign Direct Investment in the World Economy", IMF Working Paper No. 95/59 (Washington: Fondo Monetario Internacional, junio de 1995).

procedente del extranjero. Se considera que los beneficios de la transferencia de tecnología suelen ser mayores que el flujo de capital en sí.

Esto explica por qué no sólo los países en desarrollo y las economías en transición, sino también las industriales, tienden a implementar políticas que atraigan inversión extranjera. Cabe mencionar que estas entradas de inversión sí dan lugar a algunas transferencias de recursos al extranjero cuando se repatrian las utilidades y los dividendos de la inversión. No obstante, estos flujos dependen de la rentabilidad de la inversión (y por lo tanto tienden a ser pro-cíclicos) y no son tan rígidos como los pagos contractuales de servicio de la deuda. Las empresas multinacionales son los principales vehículos mediante los cuales se efectúa la mayor parte de la inversión directa.

sectores institucionales¹⁵. Se analizan por separado, en particular, el sector del gobierno general y el sector no gubernamental (que puede dividirse entre bancos y empresas), por cuanto se considera que sus determinantes son distintos. Los flujos del sector gubernamental están determinados principalmente por las necesidades presupuestarias¹⁶. Los flujos del sector privado, en cambio, responden a una serie de factores económicos y políticos como se analiza a continuación.

La creciente integración de los mercados financieros mundiales y el desarrollo de instrumentos financieros nacionales de mercado ha influido significativamente en el volumen de flujos financieros del sector privado hacia las economías en desarrollo. No obstante, muchas de estas economías han estado sujetas a grandes fluctuaciones en los flujos de capitales privados. En algunos casos, la falta de confianza en la economía nacional, sobre

¹⁵La definición de deuda no incluye el vencimiento de los préstamos ni los períodos de reembolso. Algunos pasivos, como los préstamos puente, tienen períodos de reembolso muy cortos y un comportamiento muy volátil, pero los flujos de pasivos a largo plazo son más predecibles. Por esta razón suele hacerse la distinción entre las tenencias y flujos de pasivos a corto plazo (los que, por definición, vencen en menos de un año) y los pasivos a mediano y largo plazo, con períodos de reembolso de más de un año.

¹⁶En muchos países, el gobierno central contrata préstamos no para sus propias necesidades sino para prestar esos recursos a las empresas públicas. En cualquier caso, los flujos financieros netos del gobierno, tal como se registran en la balanza de pagos, deben ser idénticos a los flujos de financiamiento externo del presupuesto.

todo en períodos de alta inflación, ha generado expectativas de depreciación del tipo de cambio nominal, contribuyendo a la generación de salidas de capital y ejerciendo una presión fuerte sobre la posición de reservas del banco central o sobre el tipo de cambio nominal. En otras ocasiones, los países en desarrollo han experimentado fuertes entradas de capital que igualmente han complicado el manejo de la política económica (véase el recuadro 4.9)¹⁷.

En general, los flujos de capital privado responden a las fuerzas del mercado. Un determinante importante de estos flujos es el diferencial entre las tasas de interés interna y externa, tomando en cuenta las expectativas sobre el tipo de cambio. Por ejemplo, las ventajas que trae aparejadas una tasa de interés más alta pueden verse neutralizadas por las expectativas de que el tipo de cambio se deprecie. La diferencia entre las tasas de interés cubiertas contra el riesgo cambiario puede resultar importante cuando existe un mercado a término. Esa diferencia es la que existe entre la tasa de interés externa y la interna, ajustada conforme a la prima o descuento a término correspondiente a la moneda extranjera. En términos más generales, es probable que la situación política y social de un país constituya un factor importante en la

¹⁷Las estadísticas oficiales usualmente no recogen la totalidad de esos movimientos de capital de corto plazo. Sin embargo, por convención se supone que la partida de errores y omisiones en la balanza de pagos refleja mayormente flujos de capital de corto plazo no registrados explícitamente.

Recuadro 4.9

Flujos de capital y balanza de pagos

En los últimos años los flujos de capital (a los que se hace referencia en otras partes de este TP como flujos financieros) han desempeñado un papel más importante en la balanza de pagos de varios países. Por definición, estos flujos representan el incremento del endudamiento externo neto de una economía más los flujos netos de inversión extranjera directa, y su magnitud está dada por el saldo de la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos (excluidos los activos de reserva).

Después de la crisis de la deuda en 1982–89, varios países en desarrollo de Asia y América Latina y algunas economías en transición de Europa, han registrado fuertes fluctuaciones en los flujos de capitales en respuesta tanto a factores internos (estabilidad económica y reformas estructurales), como externos (tasas de interés y cambios en las preferencias de los inversionistas institucionales). La integración financiera y la globalización de los mercados ha expuesto a las economías de esos países a una mayor vulnerabilidad, imponiendo a las autoridades el reto de diseñar políticas económicas apropiadas para enfrentar los flujos de capitales y evitar sus posibles efectos negativos. Fuertes entradas de capital pueden resultar

en una rápida expansión monetaria (en ausencia de esterilización), apreciación real del tipo de cambio, ampliación del déficit en cuenta corriente (posibilidad de un aumento repentino y transitorio del consumo) y mayores riesgos en el sistema financiero. Adicionalmente, como lo demuestran las experiencias de México en 1994–95, Asia en 1997 y Rusia en 1998, cambios en expectativas de rendimientos, comportamiento de “herding” y efecto contagio, pueden producir fuertes reversiones en los flujos¹.

¹Véase Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, “El problema de la afluencia de capital: conceptos y temas”, documento de análisis y evaluación de la política económica PPAA/93/10 (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1993); Calvo, Guillermo, Ratna Sahay y Carlos Végh, “Capital Flows in Central and Eastern Europe: Evidence and Policy Options”, IMF Working Paper No. 95/57 (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1995); y López-Mejía, Alejandro, “Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses”, IMF Working Paper No. 99/17 (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1999).

evaluación del riesgo inherente a las corrientes de capital a corto y largo plazo. En el caso de la inversión directa, los incentivos tributarios y de otra índole, así como las regulaciones en materia de repatriación de dividendos, tienen una incidencia importante.

B. Financiamiento y posición neta de inversión internacional

Como se dijo anteriormente, la situación externa de un país puede analizarse a nivel de flujos a través de la balanza de pagos o a nivel de *stocks*, mediante la posición neta de inversión internacional, siendo esta última fundamentalmente el resultado de las transacciones reales y financieras registradas en períodos anteriores.

1. Activos de reserva brutos y netos

Los déficit de balanza de pagos tienen como contrapartida una pérdida de reservas internacionales del banco central, sobre todo en países con paridad fija, o con flotación controlada. Sin

embargo, en algunos casos, es posible financiar los déficit incrementando el endeudamiento externo. En otros, es necesario combinar el financiamiento con medidas orientadas a afectar la demanda interna o la producción de bienes comerciables internacionalmente. En general, la adquisición y la utilización de activos de reserva no es un indicador único ni suficiente para medir la magnitud de un desequilibrio de pagos. Por otra parte, las autoridades monetarias pueden tener otras razones para mantener reservas, por ejemplo, para preservar la confianza en la moneda y en la economía del país, para cumplir requisitos legales nacionales o como base para obtener préstamos del extranjero. Los analistas deberán considerar todas estas razones al examinar las causas de las variaciones de las reservas. Asimismo, es importante tomar en cuenta los pasivos externos, es decir, medir las reservas netas a fin de tener un mejor indicador de la capacidad de un país para hacer frente a choques externos.

La utilización de activos de reserva para cubrir un déficit en cuenta corriente depende de si éste es producto de un choque temporal o permanente, la magnitud de los activos de reserva, y la capacidad del país para obtener empréstitos. En el caso de las choques temporales, como una mala cosecha, las

reservas pueden ser un buen amortiguador que permita un exceso temporal de absorción respecto al ingreso. Además, las reservas pueden utilizarse para cubrir una variación estacional del saldo en cuenta corriente. Sin embargo, si se prevé que persista el desequilibrio en cuenta corriente, será necesario tomar medidas de ajuste. Es importante observar que en la práctica también es difícil juzgar con anticipación si el déficit en cuenta corriente es temporal o permanente. Por consiguiente, podría ser prudente iniciar algunas medidas de ajuste en conjunción con la utilización de las reservas. Dado que con frecuencia los niveles de reservas son señales que indican a los inversionistas extranjeros cuál es la situación de la política económica y el entorno para la inversión en el país (incluida la necesidad de una variación del tipo de cambio), es importante contar con un nivel adecuado de reservas para mantener la confianza de los inversionistas¹⁸.

Nivel adecuado de reservas

Por convención el nivel de reservas siempre se ha evaluado en relación con el valor de la importación total proyectada de bienes y servicios. La mayor integración de los mercados financieros mundiales ha incrementado la magnitud y la volatilidad de los flujos financieros del sector privado, lo cual motivó que los encargados de formular la política económica de los países y los analistas económicos reevaluaran la noción tradicional de suficiencia de las reservas. Esta reevaluación ha sido motivada, en parte, por la velocidad con la que pueden agotarse las reservas internacionales cuando se produce una crisis de confianza y un éxodo repentino de capitales, como ocurrió en México en la crisis de 1994, y en las crisis asiática en 1997–98 y de Brasil en 1998–99. Así, los indicadores más recientes del nivel adecuado de las reservas se han centrado en factores más asociados a la vulnerabilidad financiera¹⁹.

Cualquiera sea el indicador empleado, es importante recordar que al determinar el nivel adecuado de reservas debe tenerse en cuenta el régimen cambiario. Tradicionalmente, como hemos

visto, se supone que un país con un régimen de tipo de cambio fijo requiere más reservas que un país con un régimen de tipo de cambio flexible porque las reservas son el único amortiguador contra los choques. En la práctica, sin embargo, la suficiencia o insuficiencia del nivel de reservas depende en gran medida de la confianza que exista en la capacidad de las autoridades para mantener medidas macroeconómicas apropiadas. Aun en un esquema cambiario flexible, la falta de una política económica que goce de credibilidad puede provocar rápidamente una fuga de capitales y obligar a las autoridades a intervenir en apoyo del tipo de cambio, agotando las reservas. Es más, es la credibilidad de la política económica la que permite que las autoridades aumenten las reservas mediante la obtención de préstamos en el extranjero en condiciones favorables.

- **Reservas en relación con las importaciones.** Este indicador mide las reservas internacionales brutas de un país en relación con el valor mensual de sus importaciones (valor anual de las importaciones/12). Así,

$$CRB = RIB/(M/12) \quad [4.7]$$

donde

- CRB = Cobertura de las reservas internacionales brutas en meses de importación
- RIB = Reservas internacionales brutas al final del año
- M = Valor de las importaciones durante el año

Tradicionalmente se consideraba que los países con una cobertura en reservas de alrededor de seis meses de importaciones se encontraban en una posición relativamente cómoda en cuanto a sus reservas. No obstante, esta regla general se había establecido en un período en que había muchos más controles a los flujos financieros internacionales²⁰.

- **Conceptos más amplios del nivel adecuado de reservas.** Estos se centran en indicadores de vulnerabilidad financiera, entre ellos, la apertura de la cuenta de capital y financiera,

¹⁸Véase Krugman, *op. cit.*

¹⁹Las reservas representan un seguro contra variaciones imprevistas del total de salidas de divisas del país. Por consiguiente, la medición de los pagos previstos se considera a menudo una base de referencia para el nivel de reservas adecuado. Asimismo, pueden sumarse a esos pagos previstos las obligaciones contingentes para tener una idea más amplia de la posible presión que pudiera ejercerse en un momento dado sobre las reservas.

²⁰La cobertura del nivel promedio de importaciones, basada en datos efectivos de una muestra de países miembros del FMI (excluidos los países cuya posición externa se considera difícil) fue de cuatro meses y medio de importaciones en 1994. Sin embargo, el nivel de cobertura de algunos países en desarrollo y economías en transición ha sido sustancialmente más bajo, en algunos casos llegando a expresarse en semanas o días de importación (en este caso se ajusta la duración temporal del valor de las importaciones).

las tenencias de pasivos de gran liquidez, y el acceso del país a mecanismos de préstamo a corto plazo. En este contexto, deben considerarse no sólo indicadores asociados a variables tradicionales de flujos (como el saldo en cuenta corriente y el saldo fiscal) sino también indicadores que relacionan el nivel de reservas con variables de tenencias o *stocks* como los agregados monetarios (base monetaria, u otros agregados más amplios). Este razonamiento se basa en el concepto de que las reservas internacionales se utilizan para respaldar la moneda nacional si se produce una crisis de confianza. Además, el exceso de pasivos a corto plazo en moneda extranjera aumenta la vulnerabilidad financiera de un país. El grado de apertura de la economía, reflejada en la razón entre importaciones más exportaciones y el PIB, y de la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos también es importante porque ayuda a determinar la exposición del país al riesgo debido a la volatilidad de los flujos de capital y financieros y, en consecuencia, determina la necesidad de un margen más amplio de reservas para absorber choques imprevistos.

2. Saldos de deuda y flujos generadores de deuda

El saldo o *stock* de la deuda externa bruta puede definirse como el monto de las obligaciones contractuales pendientes frente a no residentes. El monto de la deuda pendiente abarca únicamente la parte del préstamo efectivamente desembolsada²¹. El término contractual también es una parte importante de la definición de deuda bruta. Los instrumentos de deuda, como los préstamos a largo plazo, los bonos, los préstamos a corto plazo y los créditos comerciales suponen obligaciones contractuales de pago de intereses y principal. Estas obligaciones forman parte de la deuda bruta de un país (véase el recuadro 4.10).

Dentro de la cuenta de capital y financiera, una gran parte de los flujos son generadores de deuda y existen, por lo tanto, vínculos entre el saldo de la deuda bruta y los flujos registrados en esa cuenta. Los principales vínculos están representados por la siguiente ecuación:

$$DX_t = DX_{t-1} + B_t - A_t \quad [4.8]$$

²¹Los compromisos de préstamo no desembolsados no forman parte de la deuda bruta y no se registran en los datos de la balanza de pagos hasta tanto tenga lugar el desembolso.

Recuadro 4.10 Deuda externa bruta

La deuda bruta se define en términos de obligaciones (pasivos). Puede derivarse un concepto de deuda neta restando de los pasivos brutos el saldo de los activos externos. Si bien esta noción puede ser útil en países que son deudores y a la vez acreedores (por ejemplo, Rusia), existen varias dificultades prácticas para definir la deuda neta. Actualmente no existe ninguna definición internacionalmente aceptada de deuda externa neta, en gran medida porque: i) no se sabe exactamente qué activos deberán compensar los pasivos —por ejemplo, únicamente los activos oficiales o habrá que incluir también los activos bancarios y no bancarios, ii) un valor total de deuda neta podría ocultar diferencias importantes en la estructura de vencimientos, en la composición de monedas y en las características de riesgo de los activos y pasivos, iii) los sistemas de notificación de la deuda pueden no registrar todos los flujos brutos de activos y pasivos, y iv) la vinculación del servicio de la deuda a la deuda neta puede disfrazar la gravedad del problema de endeudamiento del país si los activos compensan, en términos generales, los pasivos. Por ejemplo, la calidad del crédito que debe Rusia difiere de la calidad de los préstamos que Rusia ha concedido, por ejemplo, a Cuba y Nicaragua. Por lo tanto, sería difícil interpretar el significado del servicio de la deuda neta y de los indicadores de deuda neta. Por todas estas razones, cuando en este capítulo se hable de la “deuda total”, se hará referencia a la deuda externa bruta.

donde

DX_t = Saldo de la deuda pendiente y desembolsada al cierre del período t .

DX_{t-1} = Saldo de la deuda pendiente y desembolsada al cierre del período $t-1$

B_t = Desembolsos durante el período t

A_t = Amortización de la deuda durante el período t

Esta ecuación establece que la deuda al cierre del año corriente (t) es, en términos generales, equivalente a la deuda al cierre del año precedente ($t-1$) más los flujos netos generadores de deuda ocurridos durante el corriente año (t). Estos flujos generadores de deuda incluyen el flujo neto de títulos de deuda (inversión de cartera neta) y otra inversión neta, excluyendo el rubro denominado moneda y depósitos.

Por diferentes razones, la ecuación 4.8 puede ser sólo una aproximación. En primer lugar, los saldos de la deuda están sujetos a ajustes de valoración porque la deuda se contrae en diferentes monedas. El saldo de la deuda, medido, por ejemplo, en dólares de EE.UU., puede variar si el valor de la deuda denominada en otra moneda (como el marco alemán) cambia porque se deprecia o se aprecia el dólar frente a esa moneda. En segundo lugar, a veces se capitalizan los intereses, lo que suma al saldo de la deuda los intereses no pagados (intereses en mora). Tercero, a veces se condona o se anula contablemente una parte de la deuda.

Indicadores de la deuda externa

Cuando un país obtiene un préstamo en el extranjero, deberá cumplir con el servicio del préstamo pagando intereses a la tasa especificada en el contrato de préstamo y reembolsando el principal (amortización) en el plazo convenido. El componente de intereses se encuentra en la cuenta corriente bajo renta (débitos) en tanto que la amortización se registra en la cuenta de capital y financiera. En general, los países que han contraído un gran volumen de deuda externa en el pasado deben dedicar una parte sustancial de sus ingresos de exportación al servicio de la deuda externa, lo que limita el monto de divisas que pueden destinar a la compra de importaciones. Es por ello que es importante evaluar en qué medida el país está en capacidad de servir la deuda, no sólo en el corto plazo, sino también en el largo plazo. Este último aspecto tiene que ver con el análisis de la sostenibilidad de la deuda²².

Convencionalmente, la carga de la deuda se calcula como la relación entre el saldo de la deuda en relación con un índice de recursos disponibles, como las exportaciones de bienes y servicios o el PIB. Sin embargo, estos índices no reflejan el impacto del alivio de la deuda ni de la reducción de las tasas de interés sobre el costo del servicio de la deuda. Además, desde el punto de vista conceptual, es más apropiado comparar el valor actual de las obligaciones futuras de servicio de la deuda con el valor presente de los ingresos futuros de exportación. Este último enfoque exige cierta cantidad de información y puede ser sensible al tipo

²²Se considera que la posición externa de un país es sostenible si puede preverse que el gobierno atenderá todas sus obligaciones con el exterior sin tener que reprogramar su deuda, buscar alivio de la deuda ni acumular atrasos a mediano o largo plazo. Un análisis más detallado de la dinámica de la deuda externa y la sostenibilidad se presenta en la sección III del capítulo 6.

de descuento empleado para calcular el valor presente. En la práctica, se utilizan las siguientes relaciones:

- La razón entre los pagos programados de servicio de la deuda (intereses y principal o sólo intereses) y las exportaciones de bienes y servicios. Ésto mide el impacto de las obligaciones de servicio de la deuda sobre el flujo de caja de divisas.
- La deuda total pendiente de reembolso (o el valor actual de los pagos futuros por servicio de la deuda vigente) en relación con el PIB (o el valor presente de los ingresos por exportación).

El sistema de notificación de la deuda del Banco Mundial utiliza valores críticos de dos indicadores de la deuda para clasificar a los países según la gravedad de su endeudamiento: La razón entre el valor presente del servicio de la deuda total y el PNB y la razón entre el valor presente del servicio de la deuda total y las exportaciones totales²³. Los indicadores se basan en el concepto de valor presente y no en el valor del servicio programado de la deuda para explicar las diferencias en los términos de los préstamos. Se considera que un país está gravemente endeudado si la razón entre el valor presente del servicio de la deuda total y el PNB es más del 80%, o si la razón entre el valor presente del servicio de la deuda total y las exportaciones es superior al 220%.

Aunque estas razones pueden ser útiles para señalar posibles problemas de deuda, las circunstancias económicas de los países con indicadores similares pueden ser muy diferentes. Por consiguiente, habrá que utilizar estos indicadores con cautela y sólo como punto de partida para efectuar un análisis de la sostenibilidad de la deuda específico de cada país. Al efectuar una evaluación completa de la posición de la deuda de un país se debe tener en cuenta la situación macroeconómica general y las perspectivas de la balanza de pagos.

Otro aspecto que cada vez preocupa más es la carga fiscal de la deuda externa. En muchos países que padecen dificultades con la deuda externa, los pagos programados de servicio de la deuda absorben una gran proporción de los ingresos del Estado, lo que le resta margen de maniobra al gobierno para hacer ajustes en las finanzas públicas. Por lo tanto, en estos casos, la sostenibilidad de la deuda externa está directamente vinculada a la sostenibilidad fiscal.

²³Véase *World Debt Tables*, 1994–95, vol. 1 (Washington: Banco Mundial, 1994).

3. *Financiamiento excepcional*

Además de utilizar los activos de reserva o de girar contra los recursos del FMI, los países pueden recurrir a mecanismos de financiamiento excepcional para financiar desequilibrios de pagos externos. Como se mencionó en la sección II, estos mecanismos incluyen las donaciones excepcionales (incluida la condonación de deudas), la reprogramación de obligaciones relacionadas con la deuda externa, la acumulación de atrasos de pagos de principal e intereses sobre la deuda externa y los *swaps* de deuda por capital.

El financiamiento excepcional no es autónomo, dado que los gobiernos participan a menudo en negociaciones para acordar este tipo de operaciones, especialmente en países agobiados por la deuda. Tampoco es probable que se repita todos los años en cantidades predecibles. Por estas razones, y debido a que el financiamiento excepcional está controlado en parte por el gobierno y en parte por los acreedores extranjeros, suelen registrarse las transacciones de este tipo por debajo de la línea al analizar la evolución de la balanza de pagos, es decir, se las considera un tipo especial de financiamiento que no se repetirá con regularidad²⁴.

IV. Métodos de proyección de balanza de pagos

A. Consideraciones generales

Las actividades económicas que se registran en la balanza de pagos de un país reflejan la interacción entre la economía interna y la economía mundial. Si los precios internos suben con más rapidez que los precios internacionales y el tipo de cambio se mantiene constante, los bienes nacionales tenderán a perder competitividad en los mercados mundiales y el volumen de exportaciones disminuirá; los bienes extranjeros despertarán mayor interés en el mercado interno y las importaciones aumentarán. Si se produce una situación de auge en los mercados externos, las exportaciones tenderán a crecer con dinamismo, especialmente si al mismo tiempo se produce un debilitamiento de la demanda interna.

La balanza de pagos es un reflejo de lo que acontece en la economía nacional. Por lo tanto, las

proyecciones del sector externo estarán influidas por las proyecciones para otros sectores y para variables críticas tales como el crecimiento del PIB real y la variación de los precios internos en relación con los precios mundiales. Varios organismos internacionales, entre los que se incluyen el FMI y la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), realizan regularmente pronósticos de la situación macroeconómica en la economía mundial como parte de sus respectivas funciones de seguimiento de la evolución de sus países miembros²⁵. Estos organismos producen indicadores de la evolución de la demanda mundial, de los precios mundiales de los bienes importados y exportados y el precio mundial de los productos primarios, lo que representa un buen punto de partida para las proyecciones de las importaciones y exportaciones. El valor de las variables endógenas necesarias para estas proyecciones (como los tipos de cambio, el PIB real y las variables representativas que incorporan los cambios de política) depende de los supuestos utilizados al elaborar el programa financiero. Además, es importante tomar en cuenta el análisis que puedan efectuar los funcionarios encargados de las proyecciones en un país determinado, los que generalmente conocen detalladamente la situación de dicho país.

En principio, las proyecciones de la balanza comercial serán más acertadas si están más desagregadas. Por ejemplo, los factores que determinan las importaciones de petróleo pueden ser diferentes de los que influyen en la importación de otros bienes y servicios; las exportaciones de productos básicos pueden reflejar las condiciones meteorológicas en el país y la situación de la demanda del exterior, en tanto que las exportaciones de bienes manufacturados pueden no estar correlacionadas con las condiciones climáticas sino con la demanda interna (se exporta lo que queda una vez satisfecha la demanda interna). No obstante, si bien la desagregación permite mejorar las proyecciones, también requiere más tiempo, datos e investigaciones. Un enfoque muy desagregado no garantiza un alto grado de exactitud ya que la exactitud de las proyecciones depende también de que los factores determinantes, como la producción y los precios (variables explicativas), evolucionen según lo esperado en el período que abarca la proyección.

En general es imposible prever circunstancias repentinas y perturbadoras de carácter político,

²⁴Véanse mayores detalles sobre el financiamiento excepcional y la forma de registrar las transacciones de este tipo en la balanza de pagos en *Libro de texto de la balanza de pagos* (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1996).

²⁵Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la economía mundial* (Washington: Fondo Monetario Internacional, publicación semestral); Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, OCDE: *OECD Economic Outlook* (París: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, publicación semestral).

militar, meteorológico, tecnológico e institucional (por ejemplo, la constitución de la Organización de Países Exportadores de Petróleo, OPEP). Los errores de proyección provocados por este tipo de circunstancias suelen ser inevitables. Al realizar la proyección se tratará de sopesar los beneficios y los costos de la desagregación de manera informal al decidir si se han de utilizar conceptos más amplios o más restringidos como variables endógenas. En ciertos casos, sobre todo cuando se tiene una indicación clara de qué nivel de déficit de cuenta corriente se puede financiar, el nivel de importaciones se puede calcular por residuo.

En la siguiente sección se describen los procedimientos básicos, que incorporan la actividad interna y mundial, de proyecciones de las partidas de la balanza de pagos. Las proyecciones que se obtengan mediante este proceso en general reflejarán la situación subyacente o fundamental. Por ejemplo, al realizar la proyección probablemente no se cuente con información confiable sobre las condiciones meteorológicas en el período de la proyección y, por lo tanto, se supondrá que las precipitaciones y las temperaturas se situarán en los niveles medios. Si los productos agropecuarios constituyen una parte importante de las exportaciones del país, las proyecciones de las exportaciones tenderán a reflejar un supuesto neutro, es decir, no se supondrá ni una cosecha excelente ni una cosecha magra. Sin embargo, se sabe, por ejemplo, que la cosecha de café será mala si llueve en la época de floración. Obviamente, dicha información y cualquier otra que esté disponible deberá tenerse en cuenta al hacer las proyecciones.

Las proyecciones de los flujos financieros en general se centrarán en los movimientos financieros netos a largo plazo, haciendo abstracción de los cambios repentinos de los flujos de corto plazo, independientemente de que se registren o incluyan en errores y omisiones. Aunque, obviamente, los errores y omisiones no se pueden proyectar, generalmente éstos se incorporan en las proyecciones de los flujos de corto plazo, que se explican en grandes líneas por el comportamiento de la economía nacional. Por ejemplo, sería muy difícil justificar una entrada de flujos financieros de corto plazo en una economía con grandes desequilibrios macroeconómicos y gran incertidumbre política.

B. Proyección de cada una de las partidas

En esta sección se analizan los factores económicos, las metodologías y las técnicas estadísticas considerados para elaborar proyecciones de la

balanza de pagos²⁶. Estas proyecciones serán más acertadas a corto o mediano plazo y en una economía pequeña con un flujo diversificado de exportaciones e importaciones, pocas restricciones y controles administrativos, pocas reformas estructurales durante el período muestral y una razonable disponibilidad de datos.

1. Balanza comercial

La teoría económica provee los elementos esenciales para explicar un determinado comportamiento en volúmenes y en precios de los distintos componentes de la balanza comercial de manera separada. La proyección de los valores puede efectuarse considerando que todo cambio en el valor de una variable entre un período y el siguiente es el resultado de una variación del volumen y una variación del precio, según la siguiente ecuación:

$$Z_{t+1} = Z_t (1 + vq_z/100) (1 + vp_z/100) \quad [4.8]$$

donde

Z = Valor del bien en dólares de EE.UU.
 vq_z = Cambio porcentual en el volumen del bien
 vp_z = Cambio porcentual en el precio del bien expresado en dólares de EE.UU.

A continuación se presenta en mayor detalle la metodología de proyección de las exportaciones e importaciones de mercancías.

Exportación de mercancías

Usualmente en la preparación de un programa financiero la proyección de las exportaciones de bienes se realiza desagregando el total entre productos primarios (o tradicionales) y otras exportaciones (no tradicionales). Las primeras se elaboran de una manera pragmática, tomando en cuenta las condiciones del mercado interno y externo y su posible impacto en volúmenes y precios. La proyección de las exportaciones no tradicionales puede efectuarse utilizando una

²⁶Se presenta un análisis más exhaustivo en Leamer, Edward E. y R. M. Stern, *Quantitative International Economics* (Chicago: Aldine, 1970) y David F. Heathfield, compilador, *Topics in Applied Macroeconomics* (Londres: Macmillan, 1976), págs. 144–163. Véase también Goldstein, Morris y Mohsin S. Khan, "Income and Price Effects in Foreign Trade", capítulo 20, en Ronald W. Jones y Peter B. Kenen, compiladores, *Handbook of International Economics*, volumen II (Nueva York: North Holland, 1985).

Recuadro 4.11

Supuesto de país pequeño

En la teoría económica, para analizar los volúmenes de bienes y servicios se distinguen los factores relacionados con la demanda de los factores relacionados con la oferta. Los dos grupos juntos indican un nivel de producción de equilibrio, de modo que podríamos considerar la posibilidad de estimar las curvas de oferta y demanda para las principales partidas de la balanza de pagos. Sin embargo, en general es posible simplificar este proceso. Si los residentes del país de que se trate aumentan su demanda de un determinado bien importado, sin que se produzca ningún impacto en el precio internacional, se dice que el país es pequeño, y por lo tanto, enfrenta una curva de oferta horizontal en el corto plazo. De esta forma, al estimar el volumen de sus importaciones podemos ignorar los efectos de las variaciones de la demanda en dicho país sobre el precio mundial debido a que estas variaciones de la demanda son pequeñas en términos relativos. Si se adopta el supuesto de país pequeño, es posible pronosticar las variaciones del volumen de importaciones tomando como base solamente los

factores que afectan a la demanda interna. Desde el punto de vista analítico, este supuesto reviste gran importancia debido a que simplifica considerablemente el proceso de elaboración de proyecciones.

En lo que atañe a las exportaciones, el supuesto de país pequeño también permite simplificar las proyecciones, aunque en este caso se enfocan desde el punto de vista de la oferta. Así, las posibles variaciones de la oferta en el país declarante son una proporción demasiado pequeña del mercado mundial de exportaciones como para que puedan afectar el precio internacional. De esto se desprende que un país puede vender todo lo que desee (y pueda producir) sin deprimir el precio del mercado mundial; siempre habrá suficiente demanda si puede producir y exportar un poco más. Es como si la demanda mundial fuera infinitamente elástica (una curva de demanda mundial horizontal). Por lo tanto, según el supuesto de país pequeño, puede proyectarse el volumen de exportaciones sin tener en consideración los factores que afectan a la demanda.

relación econométrica como la que se presenta seguidamente, bajo el supuesto de país pequeño (véase el recuadro 4.11).

La especificación de la función de oferta agregada de exportaciones podría formularse como sigue:

$$XR = f\left(Y_p, \frac{P_x}{P_y}, ED\right) \quad [4.9]$$

donde

- XR = Volumen de exportaciones o exportaciones a precios constantes
- Y_p = Capacidad productiva del sector exportador
- P_x = Precio de las exportaciones en moneda nacional
- P_y = Precios internos (moneda nacional)
- ED = Excedente de demanda de la economía interna

Esta ecuación difiere de lo que sería una función simple de oferta, al incluir factores adicionales. Así, además de los precios relativos, se incorpora el producto potencial y el exceso de demanda de la economía interna.

La relación precio de los bienes de exportación, P_x , respecto a precio de los bienes nacionales, P_y , ambos expresados en moneda nacional, recoge el efecto de cambios en los precios internacionales de

exportación y en el tipo de cambio²⁷. Dado el supuesto de país pequeño, una devaluación del tipo de cambio aumentaría los precios de las exportaciones expresados en moneda nacional, haciendo las exportaciones más rentables en relación con la venta en el mercado nacional. Asimismo, P_x/P_y también debe incorporar el impacto de incentivos o impuestos a las exportaciones y aranceles sobre insumos importados. Considerando que P_y puede ser un indicador de los costos medios de producción, un aumento en la relación P_x/P_y estimularía la asignación de más recursos al sector exportador.

La existencia de cierta capacidad productiva, Y_p , establece un límite a lo que se puede exportar. A nivel agregado, se puede utilizar el PIB a precios constantes como representativo; sin embargo, a nivel desagregado este indicador es difícil de determinar. Si lo que se exporta también se consume en el mercado interno, una mayor (menor) demanda interna manteniendo las demás variables constantes reduce (aumenta) la oferta exportable.

²⁷Como se deduce de la expresión general, el volumen de exportaciones de la economía declarante se ve afectado de la misma manera independiente que los precios mundiales de sus productos exportables varíen (medidos, por ejemplo, en dólares de EE.UU.) o el precio mundial se mantenga constante mientras que el tipo de cambio nominal varía. El numerador de la fracción expresa los precios mundiales medidos en la moneda nacional, y los dos factores tienen efectos equivalentes.

Este efecto se trata de captar con el excedente de demanda interna, ED .

El precio que debe utilizarse para determinar los incentivos a la producción es el precio que percibe el productor, que puede ser diferente del precio de exportación. Si la producción agropecuaria se vende a una junta estatal de comercialización que actúa como único agente exportador, es posible que los costos de esta junta de comercialización lleguen a ser ineficientemente altos, que los precios pagados a los agricultores se mantengan bajos para evitar ganancias extraordinarias cuando se ajusta el tipo de cambio, o que los ingresos de la junta de comercialización se utilicen para complementar los ingresos tributarios o para efectuar pagos privados que enriquezcan a determinadas personas. En estos casos, los precios de exportación medidos pueden no resultar muy útiles para pronosticar el volumen de exportaciones (y la consiguiente reducción de los incentivos para producir bienes exportables dará como resultado un estancamiento del sector exportador).

Si el supuesto de país pequeño no es válido para las exportaciones, las variaciones de la cantidad suministrada por el país declarante pueden influir en el precio medio de sus exportaciones. En este caso, los precios y volúmenes están determinados por la interacción de la oferta y la demanda. En general, la demanda de exportaciones del país declarante tenderá a variar en función de los ingresos y gastos de los países con que comercia y de los precios relativos. Para estimar los coeficientes pertinentes, al elaborar las proyecciones se utilizarían métodos estadísticos aplicables a los sistemas de ecuaciones²⁸. En este caso, la función agregada de demanda de exportaciones (exportaciones totales), podría especificarse como sigue:

$$XR = f\left(\frac{WD}{Pw}, \frac{Px}{Pn}\right) \quad [4.10]$$

donde

- XR = Volumen de exportaciones
- WD = Demanda mundial en moneda nacional
- Pw = Precios internacionales en moneda nacional
- Px = Precios de las exportaciones en moneda nacional
- Pn = Precios en moneda nacional de los bienes sustitutivos de importaciones en los países con que se comercia

²⁸Véase, por ejemplo, Goldstein, Morris y Mohsin S. Khan, "The Supply and Demand for Exports. A Simultaneous Approach", *Review of Economic Statistics*, 1978, págs. 413–27.

Esta ecuación indica que la demanda de exportaciones es función de la demanda mundial de los productos de un país y de su grado de competitividad en los mercados internacionales. En la medida en que no varíe la competitividad del país, la exportación sólo crecerá si aumenta la demanda mundial. Es más laborioso obtener las estimaciones empíricas de un modelo de demanda de exportaciones que de un modelo de oferta de exportaciones, porque hay que construir las variables de escala y de precios relativos. Antes que nada, deben identificarse los principales países con que se comercia para utilizar las participaciones relativas de cada uno de ellos en la exportación total del país como ponderaciones en la construcción de las variables de escala y de precios relativos. La variable de la demanda mundial puede construirse ponderando el ingreso real o el gasto real de cada uno de los países con que comercia por su participación relativa en la exportación del país. De igual forma, la variable de los precios relativos se construye como razón entre el precio de exportación del país exportador (expresado en moneda nacional) y el promedio ponderado de los precios de los bienes sustitutivos de importaciones de los países con que comercia (expresados también en la moneda del país exportador).

Independientemente del supuesto utilizado, es importante considerar que pueden existir rezagos en la respuesta de los volúmenes exportados frente a las modificaciones en las variables que determinan estos volúmenes. Esta circunstancia puede tenerse en cuenta sencillamente incluyendo los valores desfasados de las variables explicativas al estimar la ecuación 4.9 ó 4.10.

Importación de mercancías

Conforme al supuesto de país pequeño, los volúmenes de importación estarán determinados por factores que influyen en la demanda de bienes extranjeros, como se muestra en la ecuación siguiente:

$$MR = f(Pm/Py, INDBR, ED) \quad [4.11]$$

donde

- MR = Volumen de importación de mercancías, o importaciones a precios constantes, excluidos seguros y fletes (importaciones en valores f.o.b.)
- $INDBR$ = Ingreso nacional disponible bruto en términos reales, frecuentemente representado por el PIB a precios constantes

- P_m = Nivel medio de los precios de las importaciones en moneda nacional
 P_y = Costo de producir sustitutos de importaciones en el país en cuestión (nivel de precios internos)
 ED = Excedente de demanda en la economía interna

El volumen de importaciones depende, entre otras variables, de la relación P_m/P_y , la cual capta cambios en los precios relativos entre bienes de importación en moneda nacional y bienes internos. Los precios en moneda nacional de los bienes importados, P_m , se ven afectados por los precios internacionales, el tipo de cambio, y la política comercial que apliquen las autoridades (tales como cuotas, aranceles y depósitos previos de importación). Por ejemplo, dado el supuesto de país pequeño, *ceteris paribus*, una devaluación aumentaría los precios de las importaciones expresados en moneda nacional y, por lo tanto, disminuiría el volumen de las importaciones.

El *INDBR*, representado por el PIB real, es otro determinante importante del volumen de importaciones. A medida que aumenta el PIB real, la demanda de bienes extranjeros crece (junto con la demanda de bienes nacionales). El exceso de demanda interna, ED , es también un factor determinante. Si el gasto en el país es alto en relación con la producción potencial, la demanda desbordará hacia el mercado externo; a medida que se agote la oferta interna, los consumidores y los productores nacionales comprarán productos importados, no necesariamente porque los prefieran sino porque no existen sustitutos nacionales.

A nivel de las importaciones también pueden ser significativos los rezagos en la respuesta ante cambios en las variables determinantes. Por ejemplo, si el precio medio de los bienes extranjeros (medido en moneda nacional) sube abruptamente, tal vez debido a una devaluación de la moneda nacional, pasará cierto tiempo hasta que los importadores ajusten sus pedidos a la baja como reflejo del menor nivel de demanda. Al igual que en el caso de las exportaciones, esta circunstancia puede tenerse en cuenta sencillamente incluyendo los valores desfasados de las variables explicativas al estimar la ecuación 4.11.

Otro aspecto a considerar es que puede lograrse mayor exactitud en las proyecciones desagregando las importaciones por tipo de bien o según el origen de la demanda. Por ejemplo, puede ser útil aislar las importaciones de petróleo en el caso en que la elasticidad precio de la demanda de este bien sea baja en relación a la de los otros bienes. Además porque el precio mundial del petróleo se ha modificado sustancialmente varias veces en los

últimos decenios en relación con el precio medio mundial de los demás productos básicos y manufacturas²⁹. Asimismo, las variables explicativas pueden ser distintas dependiendo de si se trata de bienes de consumo, de capital, o insumos. En este caso se podría establecer una relación entre los componentes individuales del gasto (inversión y consumo) y esas importaciones. El gasto en inversión en la economía puede, por ejemplo, contener una proporción más alta de insumos extranjeros (equipo importado) que el gasto de consumo (materias primas importadas, productos semielaborados y componentes, y bienes extranjeros terminados).

Los cambios y reformas estructurales son más difíciles de incorporar. Si las preferencias en el país importador cambian paulatinamente, y si la modificación secular de las preferencias tiende a favorecer los productos extranjeros frente a los nacionales (o a la inversa), este factor será difícil de incluir o se confundirá con otras influencias que van cambiando con el tiempo (producción interna tendencial). Si se produce un cambio excepcional y repentino —en los servicios de puertos y carreteras, el crédito para compras en el exterior, o la presencia en el país de vendedores y distribuidores extranjeros— podría reflejarse la influencia del cambio utilizando una variable ficticia.

2. Ingresos y pagos por servicios

Como vimos en la sección II de este capítulo, la partida servicios incluye una variedad de rubros con determinantes que pueden ser distintos. Por lo tanto, para proyectar esta partida es conveniente diferenciar por lo menos, viajes y transporte. En la definición convencional de viajes se incluyen los gastos de comida, alojamiento y otros gastos asociados a turismo (se excluyen los gastos en billetes aéreos). Los ingresos y pagos por este concepto pueden verse afectados por el nivel de ingreso de los países de donde proceden los viajeros y por la competitividad de precios. Asimismo, la inestabilidad social y política del país receptor puede afectar los ingresos por turismo. A más largo plazo, el mejoramiento de los servicios de turismo, por ejemplo, los hoteles, puede tener importantes efectos en los movimientos de visitantes. En el caso del transporte, este rubro está influido en gran medida por los ingresos y los pagos por concepto de embarques de mercancías, y por esta razón pueden

²⁹Esta desagregación sólo será útil para realizar proyecciones si se permite que el precio mundial se traslade rápidamente a los compradores nacionales.

asociarse a los niveles de exportación e importación, respectivamente. La forma más fácil de proyectar otros servicios es aplicar la tasa de crecimiento de las exportaciones a los ingresos por servicios y la tasa de crecimiento de las importaciones a los pagos por servicios.

3. Renta

El rubro de renta incluye variables tales como remuneración de empleados y la renta de la inversión, que a su vez comprende dividendos e intereses sobre deuda externa. En los países en desarrollo, los pagos de intereses representan una partida importante. Un método sencillo para proyectar el pago de interés puede basarse en la siguiente ecuación:

$$INTDX_t = idx_t DX_{t-1} + \left(\frac{1}{2}\right) idx_t (DX_t - DX_{t-1}) \quad [4.12]$$

donde

- $INTDX_t$ = Intereses adeudados (causados en el período t), expresados en moneda extranjera
- DX_t = Saldo de la deuda al final del período t , expresado en moneda extranjera
- DX_{t-1} = Saldo de la deuda al final del período $t-1$, expresado en moneda extranjera
- idx_t = Tasa de interés promedio de la deuda externa del país en el período t

Esta expresión muestra que los pagos de intereses pueden descomponerse en dos términos. El primero representa los intereses devengados sobre la deuda vigente al principio del año y el segundo representa los intereses devengados sobre los nuevos desembolsos netos. Este segundo componente supone que los desembolsos netos tienen un comportamiento lineal.

Los dividendos dependen de la inversión externa acumulada y pueden variar con el nivel de actividad económica de la economía en cuestión o de los sectores específicos en que se concentre dicha inversión³⁰. La proporción de utilidades que se distribuye puede variar en función de la rentabilidad en el país versus en el extranjero, de las expectativas

³⁰En la balanza de pagos se ha adoptado la convención de tratar las utilidades no distribuidas como si se hubieran distribuido y reinvertido posteriormente. Por lo tanto, en los casos en que se dispone de datos, las utilidades no distribuidas generan una contrapartida automática en la cuenta de capital.

con respecto al tipo de cambio y del trato tributario, y de otros factores que afectan la repatriación de utilidades. Para la proyección de esta partida generalmente se utiliza un método ad hoc, basado en la relación entre estos flujos y el nivel del PIB, tomando en cuenta el comportamiento esperado en los factores que inciden sobre estos flujos.

4. Transferencias corrientes

Las transferencias corrientes oficiales y privadas por su propia naturaleza no parecen prestarse a análisis económicos que permitan formular ecuaciones simples de proyección. Si el valor de las transferencias corrientes expresado en moneda extranjera no varía mucho de un año a otro, es posible basar la proyección en el supuesto de que los flujos futuros tenderán a ser iguales a un promedio de los valores registrados en los últimos años (excluyendo años atípicos tales como años de sequía que implican mayores volúmenes de asistencia humanitaria). Las transferencias corrientes netas también pueden expresarse como fracción del PIB, para analizar si esta razón tiende a ser constante en el tiempo. En cualquier caso, las proyecciones de las transferencias corrientes oficiales deben guardar coherencia con los montos incluidos en las proyecciones fiscales correspondientes a donaciones del exterior³¹.

5. Flujos de la cuenta de capital

Aunque no es fácil proyectar las transferencias de capital se cuenta con información de los gobiernos donantes sobre sus planes de ayuda y condonación de deuda. Tampoco es fácil proyectar el cambio en la adquisición y enajenación de activos tangibles no producidos (tierras y recursos del subsuelo) y en la de activos intangibles no producidos (tales como patentes, derechos de autor, marcas comerciales, concesiones, y arrendamientos u otros contratos transferibles). Muchas de estas partidas están relacionadas con la inversión, tanto nacional como extranjera, por lo que podrían proyectarse sobre esa base.

6. Flujos de la cuenta financiera

La proyección de los flujos financieros está altamente influida por la disponibilidad de

³¹En las transferencias corrientes privadas registradas se suelen incluir algunos flujos financieros, y la serie resultante puede ser sumamente variable. Factores de inestabilidad política pueden afectar tanto las transferencias corrientes privadas como las oficiales.

financiamiento externo, así como las condiciones internas de la economía. En la mayoría de los casos es conveniente separar aquellos flujos de financiamiento oficial que están asociados a los planes de desarrollo y que han sido considerados en el presupuesto, de aquellos flujos oficiales necesarios para cubrir necesidades adicionales de financiamiento y flujos privados. Los primeros se encuentran predefinidos, en tanto que los dos últimos dependen de factores económicos y posibles restricciones existentes, particularmente en cuanto al régimen cambiario.

En la práctica, ha sido difícil obtener ecuaciones empíricas estables entre los flujos de capital (brutos o netos) y los factores básicos que los determinan. Una razón fundamental es que las perturbaciones en los mercados de capitales producen alteraciones de los flujos de capital, de los precios de los activos o una combinación de ambas cosas. No obstante, la experiencia recogida en las dos últimas décadas pone de relieve que los cambios en los factores económicos fundamentales, así como el grado de distorsiones de una economía han desempeñado un papel importante en ciertos movimientos de capital.

Los factores económicos fundamentales determinantes de las corrientes de capital incluyen las oportunidades de inversión existentes en la economía mundial; las covarianzas entre los rendimientos que se espera obtener en diversos proyectos de inversión, los diferenciales de tasas de interés y el crecimiento de la riqueza en diferentes países; las preferencias de las unidades familiares de diferentes países entre consumo actual y futuro, y su disposición a asumir riesgos.

Además de los factores económicos fundamentales, también afectan a los flujos de capital las medidas gubernamentales y las distorsiones de los mercados de capital inherentes al funcionamiento de mercados privados. El efecto de esas medidas gubernamentales y distorsiones sobre el nivel y la composición de los flujos de capital es aun más difícil de cuantificar. Las medidas gubernamentales incluyen: Los controles de capital (incluida la restricción del ingreso de empresas financieras extranjeras al mercado interno); los controles sobre las actividades internas, las tasas de interés, los servicios y la ubicación de las instituciones financieras; las garantías oficiales en los mercados financieros, que dan lugar al riesgo moral; la política monetaria errática y la utilización del impuesto inflacionario que afecta la reputación de estabilidad financiera del país; desequilibrios fiscales; la falta de coordinación entre los países de sus políticas fiscales y monetarias; y políticas que entrañan una sobrevaloración o subvaloración apreciable de los tipos de cambio.

No obstante, es útil proyectar la parte menos variable de los flujos financieros, que generalmente son los flujos de largo plazo, incluida la inversión directa extranjera. En este caso el método consiste en utilizar el modelo elemental, como en el caso de los flujos de transferencias corrientes descritos anteriormente. El valor de los flujos financieros netos a largo plazo (restando de las entradas o salidas brutas los pagos de amortización) puede compararse con el valor del PIB interno (medido en la misma moneda). Si esta proporción muestra cierta tendencia a permanecer estable, el cálculo de un promedio del cociente durante períodos normales recientes constituye un método para pronosticar la afluencia de fondos en el período que abarca el pronóstico. Si es probable que durante ese año las políticas se orienten más que en el pasado a lograr la estabilidad macroeconómica, el pronóstico podría ajustarse discrecionalmente a fin de tener en cuenta la mejora en las expectativas de los inversionistas, y a la inversa si se espera que haya menos estabilidad. En el caso de que la afluencia espontánea de capitales extranjeros sea escasa o nula, las entradas de flujos financieros puede relacionarse más con la necesidad de financiamiento del gobierno. Es así que las proyecciones deben basarse en el conocimiento concreto de las necesidades de financiamiento del gobierno y de los probables acreedores.

V. Colombia

A. Evolución de la balanza de pagos, 1992–96

El objetivo de esta sección es ilustrar el uso de las estadísticas de la balanza de pagos a efectos de analizar la evolución del sector externo de la economía colombiana. Para poner en perspectiva la evolución de este sector en el período 1992–96, se describe la política de apertura del sector externo a partir de comienzos de los años noventa.

1. Antecedentes

Apertura comercial

En 1990 Colombia empezó a adoptar una serie de medidas de reforma estructural con el objetivo de mejorar la productividad, bajar la inflación y aumentar la tasa de crecimiento de largo plazo. Este

programa incluyó, inter alia, las siguientes medidas: Liberalización del sector externo, eliminación de controles de capital, reducción de distorsiones de precio, relajamiento de controles sobre inversión extranjera directa, desregulación del sistema financiero, liberalización de la industria de seguros, modificación de la legislación sobre puertos, modernización del sistema tributario y reforma del sector laboral. La base fundamental del programa era la liberalización del sector externo (cuenta corriente y de capital y financiera).

La reforma comercial contemplaba la eliminación gradual de restricciones cuantitativas sobre importaciones manufactureras y la reducción programada de la dispersión y los niveles de los aranceles. Las restricciones cuantitativas cubrían aproximadamente 80% de la producción industrial nacional y en 1990 fueron sustituidas por aranceles equivalentes. En el mismo año la cobertura de las licencias a las importaciones se redujo del 61% de la importaciones al 3%. Los aranceles nominales pasaron de promediar 43% en 1989 a 11,5% en 1996, con las tasas oscilando entre 5% y 20% en la mayoría de los productos. El arancel promedio efectivo continuó bajando en el período 1992–96 hasta alcanzar tasas de 33,4% para bienes de consumo, 15,1% para bienes intermedios y 13,6% para bienes de capital.

A pesar de la apertura comercial, se adoptaron ciertas medidas para proteger a la industria nacional de una posible competencia desleal. De acuerdo con un decreto de febrero de 1994, las autoridades pueden recurrir a un mecanismo de salvaguardias que consiste en la imposición de sobretasa a los aranceles en casos donde el productor nacional se vea afectado por competencia desleal. Un decreto de enero de 1993 también contempla derecho *antidumping* en casos en que el productor nacional pueda demostrar que los bienes importados tienen precios por debajo del costo de producción. Hasta ahora el uso de estos mecanismos ha sido restringido y de poco impacto. Estos mecanismos están dentro de las normas de la Organización Mundial del Comercio (OMC) y no revierten la política de apertura.

Colombia ha profundizado la apertura comercial siguiendo una estrategia de acuerdos bilaterales, regionales y multilaterales de comercio. Colombia es miembro de la OMC; miembro del Pacto Andino, donde comparte un arancel externo común con Venezuela y Ecuador; miembro del G-3 con México y Venezuela; tiene un acuerdo comercial con la Comunidad Caribeña (CARICOM); y tiene un acuerdo comercial bilateral con Chile. En reiteradas ocasiones las autoridades han manifestado su compromiso con un sistema comercial abierto y la consolidación de los esquemas de integración.

Régimen cambiario y evolución de la tasa de cambio

Colombia continúa valiéndose del arreglo transitorio contemplado en el Artículo XIV para mantener prácticas de tipos de cambio múltiples sujetas a aprobación bajo el Artículo VIII. Estas resultan de impuestos a las remesas de utilidades de la inversión extranjera directa en Colombia y a la entrada de divisas ocasionada por el ingreso de servicios personales y transferencias, así como a la emisión de certificados de reembolso de impuestos para las exportaciones (CERTs).

Con la desinflación que ocurría rápidamente en otros países de la región, Colombia se embarcó en la difícil tarea de bajar la inflación de su nivel moderado pero con un alto componente inercial. En la constitución de 1991 se establece que el banco central es independiente, cuyo objetivo principal es mantener el valor de la moneda. Al mismo tiempo, circunstancias tanto nacionales como internacionales —el aumento en el gasto público y la entrada masiva de capital— resultaron en una revaluación importante en el tipo de cambio real, agravada por la decisión del banco central de abandonar la esterilización activa. Para desalentar la entrada de capital, las autoridades introdujeron restricciones al endeudamiento externo en septiembre de 1993, imponiendo un depósito no remunerado de un año sobre todos los préstamos de menos de 18 meses de madurez. Estas restricciones fueron modificadas en varias ocasiones, cambiando el plazo del depósito así como el período de madurez sobre el que se aplica, dependiendo de las condiciones en el mercado de divisas. A pesar de tales restricciones, se registraron entradas de capital sustanciales debido a la diferencia entre las tasas de interés interna e internacional, expectativas de revaluación causadas por los descubrimientos de petróleo, y una mayor atracción de los inversionistas por los mercados emergentes.

A principios del año 1994, para permitir más flexibilidad en el manejo de la política monetaria, las autoridades reemplazaron el régimen de paridad móvil que había prevalecido en los últimos 25 años por una banda cambiaria de 14% de amplitud y una pendiente de 13,6%. En vista de la fuerte entrada de capital, las autoridades decidieron a principios de diciembre de ese año apreciar el punto medio de la banda en un 7,5%. En 1996, la banda se mantuvo con la misma pendiente. A pesar de la imposición de una política monetaria más restrictiva a fines de 1995, el peso se depreció frente al dólar a principios de 1996 en reacción a la crisis política, y estuvo por mucho tiempo pegado al techo de la banda. En un marco de reducción de la incertidumbre política y nuevos anuncios de descubrimientos importantes de

petróleo, el peso se apreció considerablemente a fines de 1996 en presencia de fuertes entradas de capital, debido en gran parte a ingresos de privatizaciones y mayor endeudamiento del sector privado en general³². Luego de una depreciación real sostenida durante varios años, en 1992–96 hubo una revaluación efectiva real del peso acumulada de más del 30%. Además de la entrada de capital, esta fuerte revaluación se debió a: i) rápido aumento del gasto del sector público (particularmente en bienes no comerciables); ii) mayor crecimiento en la productividad de los bienes comerciables que no comerciables, y iii) mejora en los términos de intercambio en 1994–96.

2. Evolución de la cuenta corriente

La cuenta corriente pasó de un superávit del 3% en promedio en 1990–92 a un déficit del 5% en 1993–96, reflejando un deterioro en la cuenta comercial y en las transferencias. El deterioro fiscal de los últimos años fue la causa primordial del deterioro de la cuenta corriente, a pesar del aumento en las exportaciones de petróleo y la caída en la tasa de crecimiento de las importaciones a causa de la desaceleración de la economía. En 1994–95 los flujos de inversión extranjera directa representaban el 2,5% del PIB y cubrían alrededor de 50% del déficit en cuenta corriente, mientras que en 1996 esta cifra alcanzó más del 70% (4% del PIB).

Las importaciones aumentaron en 35% en promedio (36% en volumen) en 1992–94, debido a la revaluación real del peso y los requisitos de bienes importados en el creciente inversión en el sector petrolero y en otras obras de infraestructura. El crecimiento de las importaciones se desaceleró marcadamente en 1995–96, a un promedio de menos del 8%, mientras que el volumen creció sólo en 4% durante este período. Las importaciones pasaron de representar menos del 12% del PIB en 1990–91 al 15% del PIB en 1992–96. Las importaciones de bienes de consumo representaron en promedio el 18% de las importaciones.

Las exportaciones no tradicionales también respondieron fuertemente a la liberalización del sector externo y a los esfuerzos de integración comercial. Estas crecieron en casi 30% en

promedio en 1990–91, estuvieron estancadas en 1992, y crecieron a una tasa de poco más del 13% en 1993–95. Después de tal crecimiento vigoroso, estimulado por las reformas comerciales y la integración regional, las exportaciones no tradicionales cayeron en 1996, especialmente en Venezuela (el principal mercado para estas exportaciones) como resultado de la situación en ese país y de la revaluación real del peso. Por otro lado, las exportaciones de los principales productos tradicionales, café y petróleo, se vieron afectadas durante el período por fluctuaciones tanto en los precios internacionales como en el volumen. El precio del café, que promedió US\$0,70 en 1990–93 saltó a US\$1,30 en el año 1994 y permaneció a ese nivel en promedio en 1995–96. El volumen de exportación, sin embargo, cayó en casi 40% durante el período. El precio del petróleo bajó de US\$22 en 1990 a menos de US\$15 en 1994 y luego subió en los dos años siguientes a US\$21 en 1996. El volumen exportado, por otro lado, aumentó en más de 80% durante estos años. Los términos de intercambio, que cayeron en 3,7% en promedio en 1990–93, mejoraron en un 10% en 1994 y en otro 5% en 1995–96.

Con respecto al destino de las exportaciones totales de bienes durante el período 1992–96, entre 65% y 70% se dirigieron al hemisferio occidental, de los cuales Estados Unidos recibió alrededor de 40% y el grupo andino 16% en promedio. Por otro lado, entre 20% y 30% se dirigió a la Unión Europea, y sólo entre 4% y 7% al Asia.

La cuenta de servicios, que fue negativa en 1992–93, se volvió positiva en 1994–96, en gran parte como resultado del aumento en las transacciones petroleras y otro transporte (véase el recuadro 4.12). Hubo, durante el período, una marcada disminución en las transferencias corrientes de más de US\$1.700 millones en 1992 a menos de US\$500 millones en 1996.

El déficit en la cuenta de renta casi se duplicó durante el período de US\$1.800 millones a US\$3.400 millones. Este aumento se debió no sólo al aumento en intereses, tanto del sector público como privado en 1996, pero también al aumento en dividendos y utilidades. En el año 1996, el déficit también se vio afectado muy negativamente por una gran caída en las ganancias ocasionadas por las reservas internacionales del banco central, en parte como resultado de la revaluación del dólar (alrededor de 40% de las reservas están denominadas en dólares) y un aumento significativo en las remesas de dividendos de las empresas petroleras (véase el recuadro 4.12).

³²A pesar de un aumento sustancial del déficit del sector público no financiero de 3,0% del PIB en 1995 a 5,5% del PIB en 1996, el endeudamiento neto de este sector cayó de US\$990 millones en 1995 a US\$735 millones en 1996, debido a la política de las autoridades de depender más intensamente del endeudamiento interno.

Recuadro 4.12**Algunos problemas metodológicos en la compilación de la balanza de pagos de Colombia**

Colombia ha adoptado una forma peculiar de registrar las transacciones de las empresas privadas petroleras en la balanza de pagos (ésta se cambiará como parte de la adopción de la metodología de la quinta edición del MBP). En consecuencia, esto ha creado distorsiones que han inflado tanto el superávit de la cuenta de capital como el déficit de la cuenta corriente.

Las empresas privadas petroleras reciben tratamiento especial en las regulaciones concernientes a la inversión extranjera directa y a las transacciones en divisas. Por ejemplo, no necesitan dejar en el país las divisas obtenidas a través de sus dos fuentes de ingresos, es decir, exportaciones al exterior y venta interna de petróleo a ECOPEPETROL para refinación. Al mismo tiempo, sin embargo, estas empresas no pueden obtener divisas en el mercado interno para cubrir sus gastos, que incluyen pago de impuestos, gastos operativos (salarios, gastos de administración, etc.), e inversión (exploración y otros). Para efectos de balanza de pagos se asume que todo el ingreso por

exportaciones de las empresas privadas se depositan en una cuenta conjunta con la casa matriz en el país de origen y que la filial local recibe contribuciones en capital para pagar sus gastos en moneda local. La metodología básica que se emplea se resume de la siguiente manera: los flujos de inversión extranjera directa se registran como crédito en la cuenta financiera, así como el endeudamiento externo de las empresas y el movimiento de sus activos en el extranjero. La diferencia entre el “ingreso por exportaciones no repatriadas” y lo que sería el pago normal de dividendos y utilidades, se debería considerar “repatriación de capital” y entrar como débito en la cuenta financiera, ajustando los flujos netos de inversión extranjera. Sin embargo, Colombia incluye esta diferencia como un débito en la cuenta corriente en la categoría de “dividendos y utilidades”. Las actividades de estas empresas se reflejan también en la cuenta de servicios como “transacciones petroleras” que incluyen los flujos financieros de la matriz a la filial para cubrir sus gastos locales.

3. Evolución de la cuenta de capital y financiera³³

Los flujos netos hacia el sector privado no financiero³⁴ se multiplicaron por 10 en el período 1992–96. Estos flujos promediaron US\$3.650 millones en 1994–95, superando los US\$5.000 millones en 1996. Casi todo el aumento registrado se explica por los crecientes flujos de inversión extranjera directa y endeudamiento de largo plazo. Ambos estuvieron fuertemente influidos por la inversión en el sector del petróleo y otras inversiones en obras de infraestructura. La inversión directa extranjera creció de US\$680 millones en 1992 a US\$3.500 millones (ó 4% del PIB, como se mencionó con anterioridad) en 1996. Ese año el sector del petróleo recibió US\$1.100 millones. Otros sectores con fuerte inversión extranjera directa fueron el sector financiero (US\$670 millones), manufacturas (US\$650 millones), electricidad, gas, y agua (US\$500 millones), y transporte y comunicaciones (US\$400 millones).

La inversión de cartera también creció notablemente al fin del período, debido al fuerte

deterioro fiscal y a la decisión de financiar gran parte del mismo externamente. La emisión de bonos netos del sector público aumentó de US\$400 millones en 1995 a casi US\$1.700 millones en 1996. Por otro lado, la inversión de cartera del sector privado fue negativa, es decir, la inversión colombiana en el exterior fue mayor que la extranjera en Colombia.

En 1992–94 los flujos hacia el sector público no financiero fueron negativos, resultado de prepago de deuda externa y una acumulación de depósitos en bancos extraterritoriales (*offshore*) en 1994³⁵. Los flujos netos hacia el exterior de este sector se convirtieron en una entrada neta en el período 1994–96 de casi US\$900 millones en promedio. Los flujos hacia el sector bancario (público y privado) aumentaron 36% en 1992–96, alcanzando US\$1.100 millones en 1996.

4. Saldo de activos financieros

Las reservas internacionales brutas del banco central aumentaron en US\$6.000 millones entre 1990 y 1996, llegando a US\$10.000 millones. Dado

³³Los datos de balanza de pagos de Colombia se han ajustado para reflejar la metodología del quinto manual. Colombia no adoptó esta metodología sino a partir de 1998.

³⁴Estos flujos incluyen inversión directa y otra inversión pero excluyen inversión de cartera, ya que los datos no permiten desagregar entre el sector privado no financiero y el financiero.

³⁵Los depósitos en bancos extraterritoriales (*offshore*) del gobierno central aumentaron en US\$1.200 millones en 1994, de los cuales US\$1.000 millones representaba la venta de la licencia de la telefonía celular y US\$200 millones eran del Fondo Nacional del Café (FONCAFE).

el rápido crecimiento de las importaciones, éstas continuaron representando alrededor de 6 meses de importaciones de bienes y servicios.

La deuda externa total como porcentaje del PIB cayó en cuatro puntos porcentuales a 31% en 1995, aunque subió a 32,7% en 1996. Este aumento se debió principalmente a un aumento en el endeudamiento de mediano y largo plazo del sector privado. El endeudamiento a corto plazo total se ha mantenido relativamente constante por debajo del 7%. El servicio total de la deuda volvió en 1996 a su nivel de 1992 (45% de las exportaciones de bienes y servicios), luego de haberse reducido significativamente en el período intermedio.

B. Proyecciones de la cuenta corriente

En esta sección se presentan estimaciones de ecuaciones para exportaciones e importaciones que pueden ser útiles para las proyecciones de la cuenta corriente. El resto de los rubros (servicios, renta, transferencias corrientes y cuenta de capital y financiera) se puede proyectar siguiendo el método discrecional que se discutió anteriormente. Todas las ecuaciones de exportaciones e importaciones se estiman por medio de mínimos cuadrados ordinarios y con las variables expresadas en logaritmo. El período de estimación fue 1976–96 y se utilizaron datos anuales.

1. Ecuaciones de oferta de exportaciones

El supuesto de país pequeño se utilizó para estimar la siguiente ecuación de las exportaciones excluidos el café y el petróleo:

$$\log(XR) = 13,377 + 1,094 \log(Px/Py) - 1,865 ED + 1,019 D \quad [4.13]$$

(12,3) (5,9)
(-1,6) (8,0)

$$R^2 = 0,899 \quad DW = 1,29 \quad Error\ estándar = 0,226$$

$$F = 53.471$$

en términos de variaciones

$$\Delta \log(xr) = 1,094 \Delta \log(Px/Py) - 1,865 \Delta ED \quad [4.13']$$

donde XR es el volumen de exportaciones no tradicionales, Px/Py son los precios de los bienes de exportación en relación a los bienes nacionales, ED es el excedente de demanda en la economía interna y D es una variable ficticia que toma el valor 1 durante el período de la liberalización de la

economía colombiana (1992–96). Los números entre paréntesis representan los estadísticos “ t ”. La variable que mide el excedente de demanda en la economía interna se calculó como la variación de la absorción (A) en el período t en relación con el PIB en el período $t-1$ ($\Delta A_t/PIB_{t-1}$).

Los coeficientes de la ecuación 4.13 tienen los signos esperados. La elasticidad precio de la oferta de exportaciones no tradicionales de Colombia es de 1,094, lo cual indica que una devaluación real de 1% aumenta el volumen de exportaciones en 1,1% aproximadamente³⁶. Esta relación positiva es de esperarse pues la devaluación del tipo de cambio aumenta los precios de las exportaciones en moneda nacional y, por lo tanto, conduce a que las exportaciones sean más rentables en relación a la venta en el mercado nacional. Por su parte, el signo negativo en la variable que mide el exceso de demanda indica que un aumento en la demanda interna reduce el volumen de exportaciones, dado que el país consumirá una mayor cantidad de bienes exportables. Finalmente, la variable ficticia indica que el proceso de liberalización de la economía colombiana durante la década de 1990 afectó de manera positiva el volumen de las exportaciones del país.

2. Ecuaciones de demanda de importaciones

Al igual que para el caso de las exportaciones, la estimación del volumen de importaciones se llevó a cabo haciendo uso del supuesto del país pequeño. De esta manera, se supuso que las variaciones de la demanda son pequeñas en relación con la oferta mundial y, por lo tanto, la oferta no limita las importaciones de Colombia en el período de la estimación. En el cuadro 4.2 se presentan los resultados obtenidos para la demanda de importaciones totales, importaciones de bienes de consumo, e importaciones de bienes de capital. Las estimaciones de importaciones de bienes de consumo y de capital se realizaron utilizando diferentes variables de escala. En particular, además del producto interno bruto, el consumo real se utilizó como variable de escala de las importaciones de consumo y la inversión real se utilizó como variable de escala de las importaciones de capital.

Con excepción de la estimación de las importaciones de capital que utiliza la inversión como variable de escala (última fila del cuadro 4.2), la elasticidad ingreso y la elasticidad precio son bastante similares en las diferentes regresiones. En efecto, la elasticidad ingreso de la demanda de

³⁶Este valor de elasticidad precio, sin embargo, se considera muy alto y tal vez refleje problemas en la estimación.

Cuadro 4.2
Ecuaciones de demanda de importaciones

Variable dependiente	Constante	Log (PIB)	Log (CON)	Log (INV)	Log (TCR)	D 92	R ²	F	DW	Error estándar
Log (MTOT)	11,7 (9,1)	2,49 (17,6)			-0,8 (-9,5)	0,2 (3,8)	0,9	451,9	1,6	0,1
Log (MCON)	-11,7 (-3,2)	2,2 (5,5)			-0,8 (-3,2)	0,7 (4,6)	0,9	88,3	1,2	0,2
Log (MCAP)	-11,9 (-10,1)	2,5 (19,2)			-0,8 (-10,3)	0,1 (2,5)	0,9	481,1	1,8	0,1
Log (MCON)	-18,5 (-3,4)		2,2 (4,8)		-0,9 (-3,0)	0,7 (4,4)	0,9	75,2	1,1	0,2
Log (MCAP)	-3,1 (-1,8)			1,2 (8,4)	-0,31 (-2,3)	0,21 (2,1)	1,0	105,3	0,7	0,1

Todas las variables se han medido a precios constante, siendo MTOT las importaciones totales; MCON las importaciones de bienes de consumo; MCAP las importaciones de bienes de capital; PIB el producto interno bruto; CON el consumo; INV la inversión. TCR es el tipo de cambio real; D92 es una variable ficticia que toma el valor 1 a partir de 1992. Los números en paréntesis representan los estadísticos "t".

importaciones fluctúa entre 2,2 y 2,5 dependiendo de la regresión. Esta elasticidad es bastante elevada ya que en los trabajos publicados sobre el tema es frecuente encontrar elasticidades ingreso de la demanda de importaciones que se sitúan entre 1 y 2³⁷. En lo que respecta a los precios de bienes importados en relación a los bienes nacionales, expresados en pesos, las regresiones estiman una elasticidad precio cercana a -0,82. Así, dado que los precios internacionales de las importaciones se determinan en los mercados internacionales (supuesto del país pequeño), una devaluación real de 1% produce una caída en el volumen de importaciones de 0,82%.

En todas la regresiones es significativa la variable dicótoma que capta la liberalización comercial de la economía colombiana. Los bienes de consumo muestran una mayor respuesta a la apertura comercial que los bienes de capital. El coeficiente de la variable dicótoma varía entre 0,72 y 0,74 en el caso de los bienes de consumo, mientras que en el caso de los bienes de capital no supera 0,21. La escasa respuesta de la importaciones de los bienes de capital durante el período de liberalización económica apuntaría a que en el período anterior a la liberalización dichas importaciones eran gravadas con aranceles más bajos y tenían menos restricciones cuantitativas que las importaciones de bienes de consumo.

³⁷Véase Goldstein, Morris y Mohsin S. Khan, 1985, *op. cit.*

VI. Ejercicios y temas de discusión

A. Cuentas

1. Indique cómo registraría las siguientes transacciones, ya sea como débito o crédito y en qué partida:

- Ingreso por exportaciones que se deposita en un banco comercial, el cual, a su vez, lo deposita: i) con banco corresponsal en el exterior; ii) con el banco central de Colombia.
- Importaciones financiadas con crédito externo de corto plazo.
- Donación en especie (alimentos) al Gobierno colombiano de un gobierno extranjero.
- Utilidades de una filial extranjera que opera en Colombia y que reinvierte sus utilidades en la filial.
- Pagos de interés y principal relacionados con la deuda externa.
- Compra de divisas del FMI.
- Préstamos del Banco Mundial.

2. Sobre la base del concepto de residencia, discuta:

- La posibilidad de que parte de los flujos asociados a la deuda interna se registren en la balanza de pagos.
- ¿Qué dificultades existen a los efectos de realizar ese registro?
- ¿Cuál es la experiencia de su país sobre esta materia y cuáles son los criterios utilizados?

3. Prepare la balanza de pagos de Colombia para 1996 (llene el espacio en blanco en el cuadro 4.8 del apéndice 4.4) utilizando la información que se le da a continuación:

- Estime las exportaciones según los datos que se le presentan en el cuadro 4.10 y 4.11 del apéndice 4.4.
- Tome las importaciones que se presentan en el cuadro 4.12 del apéndice 4.4.
- Durante 1996 se efectuaron las siguientes transacciones:

	Pagos	Ingresos
Fletes y seguro	895	239
Transporte	644	1.196
Intereses sector público	1.092	321
Intereses sector privado	1.060	220
Envío al exterior de utilidades de filiales extranjeras	1.882	
Dividendos recibidos		84
Remesas y donaciones corrientes recibidas	169	658
Turismo	863	909
Colocación de bonos públicos en el mercado internacional		1.880
Préstamos de corto plazo		
Sector privado no bancario		452
Sistema bancario		630
Amortización de títulos colocados en el exterior		
Públicos	203	
Privados	145	
Amortización de préstamos de corto plazo		
Sector público no financiero	335	
Sector privado no bancario	794	
Inversión directa	75	3.562

d. La acumulación de reservas internacionales netas del Banco de la República se situó en US\$1.582 millones.

4. Cómo se vería afectada esa balanza de pagos para 1996 si:

- Un 10% de las exportaciones de café no se registra.
- El 40% de los intereses del sector público no se paga.
- Las autoridades hubiesen decidido reducir la colocación de bonos en el exterior a US\$1.500 millones.

B. Análisis y proyecciones

1. Explique el valor analítico de la balanza comercial, la balanza en cuenta corriente, la balanza

de capital y financiera, y la balanza global, y evalúe su función como indicadores de la situación de pagos del país. Usando los cuadros 4.8 y 4.9 del apéndice 4.4, analice la evolución de la balanza de pagos de Colombia en el período 1992–96.

2. Cómo se relaciona la balanza en cuenta corriente con el ahorro externo. ¿Cómo se explica la evolución de la cuenta corriente de Colombia en términos de ahorro e inversión? ¿Qué puede haber causado tales cambios? ¿Cómo se relaciona el déficit de la cuenta corriente con el ingreso nacional disponible y con la absorción? ¿Es el saldo en cuenta corriente por sí mismo un indicador de la necesidad de que se adopten cambios de política económica?

3. Explique el alcance macroeconómico del superávit o déficit global. ¿En qué sentido cabe señalar que el déficit global constituye un condicionamiento de la política económica interna y, por consiguiente, exige medidas de corrección?

4. Usando los cuadros 4.9–4.12 del apéndice 4.4, analice la evolución de las exportaciones e importaciones de Colombia, destacando los factores que han influido dicha evolución, tales como las políticas cambiarias y arancelarias, los precios internacionales, el tipo de cambio real y el aumento en la producción interna.

5. Proyecte la balanza de pagos para 1997. Para tal fin, complete los principales rubros de los demás cuadros del apéndice. Las proyecciones deben ser coherentes con aquellas realizadas en los sectores monetario y fiscal. Además, tenga en cuenta la coyuntura internacional que se presenta en el cuadro de la página siguiente.

6. Indique los principales supuestos y políticas en que se basa su proyección.

7. Indique cuáles rubros son los más difíciles de proyectar. ¿Cuáles son las principales razones por las que no resulta práctico estimar ecuaciones econométricas para los componentes de la cuenta de capital?

8. Analice los resultados obtenidos en su proyección de la balanza de pagos de 1997. En particular comente sobre la sostenibilidad de la balanza de pagos en el corto y el mediano plazo. ¿Qué opciones tienen las autoridades para mejorar el resultado de la balanza de pagos?

9. Analice el efecto sobre la cuenta corriente y la cuenta de capital y financiera de un aumento en las siguientes variables:

- Tasas de interés internas y tasas de interés internacionales
- Tipo de cambio nominal y real
- Crédito interno e internacional
- Consumo interno e internacional

Supuestos de la coyuntura internacional para 1997*(Variación porcentual anual, salvo indicación contraria)*

	1994	1995	1996	1997
Principales productos de exportación				
Precios internacionales				
Café (US\$/lb) (Colombia)	1,3	1,5	1,2	1,1
Petróleo crudo (US\$/barril) (promedio)	14,7	16,7	21,0	18,5
Cantidades exportadas:				
Café (millones de bolsas) ¹	11,8	9,8	10,1	
Petróleo crudo (miles de barriles por día)	189,3	309,6	317,0	
Coyuntura internacional				
Países industrializados:				
Crecimiento del PIB real	3,1	2,5	2,5	2,9
IPC, promedio anual	2,6	2,6	2,4	2,5
Deflactor del PIB	2,2	2,3	2,0	2,0
Tasa de interés LIBOR (anualizada) ²	5,1	6,1	5,6	6,0

Fuentes: FMI, *Perspectivas de la economía mundial*; Banco de la República, e Instituto del FMI.¹Para la proyección suponga que cada bolsa tiene 130 libras.²"London Interbank Offered Rate" para depósitos en dólares de EE.UU. de seis meses.**Apéndice 4.1. Modificaciones en el Manual de Balanza de Pagos de 1993**

Esfera de la modificación	Manuales	
	Cuarta edición (1977)	Quinta edición (1993)
General	Estado sobre los flujos de la balanza de pagos que abarca flujos (balanza de pagos) y saldos (posición de inversión internacional neta).	Conjunto articulado de cuentas.
Servicios y renta	Categoría residual "Otros bienes, servicios y renta". No se distingue entre transferencias corrientes y de capital.	Identificación clara y separada de todos los bienes, servicios, renta y transferencias corrientes con el objeto de facilitar la compilación de agregados del SCN tales como el ingreso nacional disponible bruto.
Redefinición de la cuenta corriente	La cuenta corriente incluía todas las transferencias unilaterales.	La cuenta corriente excluye las transferencias de capital.
Cuenta de capital y financiera	Se llamaba "cuenta de capital" e incluía únicamente las transacciones financieras.	La nueva denominación refleja: i) la "cuenta de capital" (principalmente transferencias de capital) y ii) la "cuenta financiera" que corresponde en términos generales a la "cuenta de capital" de la cuarta edición.
Inversión de cartera	Lista limitada de componentes normalizados.	Lista ampliada que incluye los nuevos instrumentos del mercado monetario.
Variaciones de valoración	Incluía todas las variaciones de valoración así como la monetización del oro y las asignaciones de DEG.	Se excluyen todas las variaciones de valoración de los datos sobre flujos, y se registran en los datos sobre tenencias.
Financiamiento excepcional	Cobertura limitada.	Cobertura ampliada.

Apéndice 4.2. Medición del sesgo de los regímenes de comercio exterior³⁸

Una medida ampliamente utilizada del sesgo en los regímenes de comercio exterior es la noción de protección efectiva. El sesgo en el comercio exterior (tb) se define como:

$$tb = \frac{TEPP \text{ bienes importables}}{TEPP \text{ bienes exportables}} \quad [1]$$

donde la tasa efectiva promedio de protección (TEPP) de cualquier bien refleja la protección que se da al valor agregado en su producción y no al producto terminado. Esta tasa está dada por:

$$TEP = \frac{v' - v}{v} \quad [2]$$

donde

v' = Valor agregado a precios internos incluidos aranceles o subsidios.

v = Valor agregado a precios mundiales³⁹.

Es importante observar que:

- Una razón tb igual a 1 implica neutralidad, mientras que una razón mayor que 1 supone que los bienes importables tienen, en promedio, una protección más alta (nominal o efectiva, según el caso) que los bienes exportables. Esto representa un sesgo en favor de la sustitución de importaciones. Una razón inferior a 1 implica un sesgo en favor del fomento de las exportaciones.
- El uso de cualquier medida agregada de protección para toda la economía puede ser engañoso porque la tasa efectiva de protección promediada para diferentes industrias puede ser cero (es decir, implica que no existe protección) mientras que, de hecho, las tasas de protección varían ampliamente entre una industria y otra. Por consiguiente, la plena neutralidad de un régimen de comercio exterior requiere que no haya variación significativa entre las industrias de bienes comerciables.

³⁸Basado en la explicación sobre la neutralidad de los regímenes de comercio exterior que se presenta en el *Informe sobre el desarrollo mundial 1987* (Washington: Banco Mundial).

³⁹Si v' y v representan los precios internos y mundiales de un bien respectivamente, la ecuación [2] definiría la tasa nominal de protección (TNP). Podría construirse un indicador más sencillo del sesgo del comercio exterior utilizando TNP en lugar de TEPP en la ecuación [1].

Apéndice 4.3. Tipo de cambio efectivo real

Los tipos de cambio nominales expresan la tasa a la cual se intercambia la moneda de un país por otra, por ejemplo el dólar de EE.UU., y en este sentido, son tipos de cambio bilaterales⁴⁰. A fin de tomar en cuenta la influencia de todos los países con el país cuyo tipo de cambio se desea analizar, se calcula un indicador multilateral que se conoce como tipo de cambio efectivo nominal (TCEN). Este indicador permite resumir en un índice las fluctuaciones de los tipos de cambio de los países relevantes para el comercio del país que se analiza y expresarlo como una devaluación o revaluación equivalente de la moneda del país. Los indicadores del tipo de cambio efectivo pueden ser además ajustados para reflejar el impacto de los diferenciales de precios de los países considerados, obteniéndose el indicador tipo de cambio efectivo real (TCER).

Los índices de tipo de cambio proveen información útil a las autoridades en la toma de decisiones de política cambiaria. Concretamente, ayudan a responder dos preguntas básicas: a) qué criterio se debe aplicar para fijar el valor de la moneda, teniendo en cuenta que la vinculación a la moneda elegida (o al grupo de monedas) equivale a flotar conjuntamente con esa moneda (o grupo de monedas) frente al resto del mundo, y b) en qué circunstancias es necesario modificar el valor de la moneda frente al patrón escogido. La primera pregunta está asociada a la elección de un régimen cambiario óptimo en el caso de vinculación de la moneda del país a otra moneda o grupo de monedas. Es óptimo el régimen cambiario que minimiza el efecto negativo de las variaciones cambiarias entre terceras monedas sobre el equilibrio interno y externo de la economía de un país. La segunda se relaciona con el nivel adecuado del tipo de cambio. Los índices de tipo de cambio pueden utilizarse para determinar la necesidad y dirección de ajustes del tipo de cambio nominal con el fin de corregir la pérdida de competitividad de precios de los bienes comerciables.

Cálculo del TCEN⁴¹

Supongamos que un país dado (declarante) mantiene relaciones comerciales con n países

⁴⁰En la publicación *Estadísticas financieras internacionales (EFI)* del FMI pueden encontrarse los valores del tipo de cambio nominal para cada país.

⁴¹Es importante hacer notar que la definición de tipo de cambio aquí presentada difiere de la utilizada por el FMI, por cuanto esta última se refiere a dólares de EE.UU. por moneda nacional.

extranjeros y que los tipos de cambio nominales R_j (precio de una unidad de las monedas de los países con los cuales comercia, por ejemplo el dólar, expresados en unidades de la moneda del país declarante, pesos en nuestro caso) en el período t se representan mediante:

$$R_1, R_2, \dots, R_n$$

siendo las correspondientes ponderaciones de comercio,

$$w_1, w_2, \dots, w_n, \text{ y } \sum_{j=1}^n w_j = 1$$

Sea también $R_j^* = R_{j,t}/R_{j,0}$, es decir, R_j expresado como número índice en el período t en relación con un período base 0. Entonces, utilizando ya sea la media aritmética o la media geométrica, el tipo de cambio efectivo nominal ponderado bilateralmente según el comercio exterior se expresa como en 1 o 1', respectivamente:

$$\rho = R_1^* w_1 + R_2^* w_2 + \dots + R_n^* w_n = \sum_{j=1}^n R_j^* w_j \quad [1]$$

$$\rho' = (R_1^*)^{w_1} (R_2^*)^{w_2} \dots (R_n^*)^{w_n} = \prod_{j=1}^n (R_j^*)^{w_j} \quad [1']$$

donde

ρ = TCEN

R_j^* = Precio de la moneda del país "j" en unidades de moneda del país para el cual se está calculando el TCEN, expresado como índice

w_j = Ponderación correspondiente al país j

El cómputo de ρ o ρ' exige una definición precisa de las ponderaciones del comercio exterior. Para ello puede adoptarse la participación en las exportaciones (x_j) o en las importaciones (m_j):

$$x_j = \frac{X_j}{\sum_{j=1}^n X_j} \quad m_j = \frac{M_j}{\sum_{j=1}^n M_j}$$

Sobre esa base se obtendrá respectivamente la media aritmética ó la media geométrica para calcular el TCEN ponderado por las exportaciones, según las fórmulas siguientes:

$$\rho_x = \sum_{j=1}^n R_j^* x_j \quad [2]$$

$$\rho'_x = \sum_{j=1}^n (R_j^*)^{x_j} \quad [2']$$

Para el caso en que se utilicen las importaciones como factor de ponderación, se tiene

$$\rho_m = \sum_{j=1}^n R_j^* m_j \quad [3]$$

$$\rho'_m = \prod_{j=1}^n (R_j^*)^{m_j} \quad [3']$$

Es evidente que, en general, $\rho_x \neq \rho_m$, ó $\rho'_x \neq \rho'_m$ obteniéndose así dos medidas diferentes del tipo de cambio efectivo.

Para no tener dos medidas del tipo de cambio efectivo, se podría tomar como ponderación la media simple de las participaciones en la exportación y en la importación:

$$w_j = \frac{x_j + m_j}{2} ,$$

empleando respectivamente la media aritmética y la media geométrica, el TCEN será respectivamente

$$\rho_{x+m} = \sum_{j=1}^n R_j^* w_j \quad [4]$$

$$\rho'_{x+m} = \prod_{j=1}^n (R_j^*)^{w_j} \quad [4']$$

Dados 2, 2' y 3, 3', se pueden reformular la ecuaciones 4, 4' de la forma siguiente:

$$\rho_{x+m} = \frac{\rho_x + \rho_m}{2} \text{ y } \rho'_{x+m} = \sqrt{\rho'_x \cdot \rho'_m} \quad [5]$$

es decir, si se decide que las ponderaciones sean la media simple de las participaciones de importación y de exportación, la medida resultante será la media simple de la medida ponderada según la exportación y la ponderada según la importación. De otra forma, se podría seleccionar como ponderación una media ponderada de las participaciones de exportación y de importación:

$$w_j = x_j v_x + m_j v_m \quad [6]$$

donde

$$v_x = \frac{\sum_{j=1}^n X_j}{\sum_{j=1}^n X_j + \sum_{j=1}^n M_j} \text{ y } v_m = \frac{\sum_{j=1}^n M_j}{\sum_{j=1}^n X_j + \sum_{j=1}^n M_j} \quad [7]$$

es decir, v_x y v_m son las participaciones de importación y de exportación, respectivamente, en el comercio total del país (exportación + importación).

Recuadro 4.13
Problemas en el cálculo del tipo de cambio efectivo

El tipo de cambio efectivo¹ se define como un número índice que mide, respecto a un período determinado o período base, la variación del tipo de cambio en relación a las monedas de los otros países. La construcción de este índice presenta numerosos problemas. En primer lugar, tratándose de un indicador que engloba los efectos de las variaciones del tipo de cambio de un determinado país en relación a las de los demás países y de las variaciones de los tipos de cambio entre los demás países, debe ser necesariamente un promedio ponderado de los tipos de cambio bilaterales². El promedio puede calcularse de diversas maneras con resultados distintos (media aritmética, geométrica, y armónica, siendo la media geométrica la más recomendable). La ponderación es necesaria para

que el índice atribuya mayor importancia a las variaciones de los tipos de cambio de los países que mayormente afectan a la economía del país considerado. Entre las ponderaciones disponibles, las más usadas son las basadas en la dirección de los flujos comerciales (exportaciones, importaciones, o intercambio total). Otro problema que tiene importancia crucial en el significado del índice obtenido es la elección del período base, el cual debe concordar con una situación de precios (costos) relativos en equilibrio o casi equilibrio para el país en cuestión. Esto supone que la posición de la balanza comercial o cuenta corriente sea sostenible a mediano plazo. Por último, en el caso de los tipos de cambio efectivos “reales”, habrá que decidir cuál índice de costos o de precios relativos se utilizará para medir la competitividad de la economía.

¹Puede verse una exposición detallada del concepto de TCE y de aspectos metodológicos en Rhomberg, R. R., “Indices of Effective Exchange Rates”, en *Staff Papers* (Fondo Monetario Internacional, marzo de 1976), págs. 88–112.

²El FMI calcula índices ponderados de acuerdo con los efectos que tienen en la balanza comercial las variaciones del tipo de cambio, según al Modelo Multilateral de Tipos de Cambio, para 18 países industriales (publicados en EFI). Las ponderaciones empleadas tienen en cuenta el volumen de las

corrientes comerciales, las elasticidades de precios pertinentes y los efectos de retroacción de las variaciones de los tipos de cambio en los precios y costos internos. Recientemente, EFI ha comenzado a publicar también índices de los tipos de cambio efectivos nominal y real para un número creciente de otros países, incluyendo muchos países en desarrollo.

Esta elección puede ser más aconsejable si la exportación no es igual a la importación,

$$\sum_{j=1}^n X_j \neq \sum_{j=1}^n M_j$$

En el caso en que se utilice como ponderación 6, el TCEN puede representarse de la forma siguiente:

$$\rho_{x+m} = v_x \rho_x + v_m \rho_m \quad [8]$$

y,

$$\rho'_{x+m} = \rho_x^{v_x} \rho_m^{v_m} \quad [8']$$

En general la información disponible sobre los tipos de cambio del país declarante con respecto a la moneda de los países con los cuales comercia, se expresan en unidades de la moneda del país declarante. Teniendo esta información se pueden aplicar directamente los promedios anteriormente discutidos para la obtención de los índices de los tipos de cambio efectivos. Sin embargo, puede ser necesario recurrir a otras fuentes tales como *EFI*, donde los tipos de cambio tanto del país declarante como los de los países con los cuales comercia se

presentan en términos de las monedas de cada país con respecto al dólar. En tal caso será necesario, poder obtener los índices de los tipos de cambio efectivos, calcular primero los tipos de cambio cruzados para expresar los tipos de cambio del país declarante con respecto a la moneda de los países con los cuales comercia, en la moneda del país declarante.

Por ejemplo, si R'_i representa el tipo de cambio de Colombia con respecto al dólar expresado en términos de pesos colombianos por dólar, y R'_j representa el tipo de cambio de los países con los cuales Colombia comercia expresados en términos de la moneda de cada uno de dichos países con respecto al dólar, entonces se pueden obtener los tipos de cambio cruzados mediante las siguientes relaciones:

$$R_j = \frac{R'_i}{R'_j} \quad \text{para } j = 1, \dots, n$$

Cálculo del TCER

Una limitación de los índices de tipo de cambio efectivo deriva del hecho de que buena parte de su

Recuadro 4.14 Base teórica del TCER¹

El concepto de TCER se basa en la teoría de la paridad de poder adquisitivo (PPA), analizada por el economista sueco Gustav Cassel (1866–1945), según la cual existe una relación entre precios relativos y tipos de cambio. Sin embargo, tal relación se da sólo si se cumplen las siguientes condiciones: 1) los agentes económicos tienen información perfecta acerca de los mercados de bienes y servicios, 2) no hay costos de transporte, 3) no hay barreras al comercio, 4) no hay discriminación ni distorsión de precios.

Cuando se cumplen estas condiciones se prevé la determinación sin ambigüedades de un precio mundial de equilibrio, al cual todos los precios deben converger automáticamente. Más concretamente, el precio relativo de equilibrio es el precio relativo en moneda nacional de los bienes que se comercian internacio-

¹La teoría de la PPA puede verse en más detalle en Katseli-Papaefstratiou, Louka T., “The Re-emergence of the Purchasing Power Parity Doctrine in the 1970s”, en *Special Papers in International Economics*, No. 13, Princeton University (diciembre de 1979), y Officer, Lawrence H., “The Purchasing Power Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article”, en *Staff Papers* (FMI, marzo 1976) vol. 23, págs. 1–60.

nalmente con respecto a los bienes no comerciables (lo que corresponde en términos generales a un índice de precios internos comparados con los precios mundiales). Este precio relativo determina la estructura de la producción de ambas clases de bienes más ventajosa, equilibrándose tanto el mercado de bienes no comerciables como la balanza comercial (dados los precios mundiales, la frontera de posibilidad de producción y las preferencias internas), cumpliéndose tres condiciones principales: 1) el gasto total coincide con el ingreso de pleno empleo; 2) la demanda de bienes que se comercian internacionalmente se iguala con su producción (equilibrio externo), y 3) la demanda de bienes no comerciables se iguala a su producción (equilibrio interno)². Sobre esta base, el índice de la relación precios internos-precios externos, ajustado por las variaciones del tipo de cambio, servirá para constatar si los precios internos ajustados han evolucionado en línea con los precios externos.

²Williamson, John, *Open Economy and the World Economy*, Basic Books, Inc., Publishers, Nueva York (1983), págs. 106 y 164–65.

variación está dada por los diferenciales de inflación entre los países. Por esta razón, aun cuando el tipo de cambio es un concepto esencialmente nominal, se puede calcular un índice de tipo de cambio “real” (TCER) deflactando los índices del TCEN por los índices correspondientes de precios relativos. Es importante aclarar que el TCER no se debe emplear para cuantificar la sobrevaluación o subvaluación de una moneda. Su utilidad se limita a ser un “indicador” para medir el avance o retroceso de la competitividad de los precios (costos) del país en cuestión, en relación con el período base seleccionado.

En el caso de la media geométrica, la fórmula para calcular el TCER sería:

$$TCER_i = \prod_{j=1}^n \left(R_j * \frac{p_j}{p_i} \right)^{w_j} * 100$$

donde

- $TCER_i$ = Índice del tipo de cambio efectivo real del país i en un período dado
 p_i = Índice del indicador de costos o precios del país i
 p_j = Índice del indicador de costos o precios del país j (con el que se comercia)

Ejemplo de cálculo del índice de TCER⁴²

En los cuadros siguientes se han calculado los tipos de cambio efectivos reales de Colombia para el período 1991–96. El cuadro 4.3 contiene las ponderaciones del comercio exterior total correspondientes a 1994, aplicando la fórmula generalizada de ponderación presentada en este apéndice. En el cuadro 4.4 se muestran los tipos de cambio nominales R'_j de las monedas de Colombia y de los principales países con los que comercia, con respecto al dólar de EE.UU. (p. ej., en 1991 DM 1,6595 = US\$1). Asimismo, se presentan los tipos de cambio cruzados en pesos colombianos por unidad de moneda de cada país en valor (R_j) y en forma de índice [R_j^*]. En el cuadro 4.5 se muestran los índices de precios al consumidor de Colombia (P_i) y de los precios al por mayor de los principales países con los que comercia (P_j), y los índices de la razón entre el índice de precios de los otros países con respecto al índice de precios de Colombia [$(P_j/P_i) \times 100$]. En el cuadro 4.6 se presentan los tipos de cambio nominales y los precios relativos ponderados. Finalmente, en el cuadro 4.7 se muestran los índices de tipo de cambio reales bilaterales [$(P_j/P_i) \times R_j^* \times 100$] y los tipos de cambio efectivos reales ponderados [$(P_j/P_i) \times R_j^* \times 100$]^{w_j}.

⁴²Se define el TCER de forma que un aumento (disminución) del índice refleja una depreciación (devaluación) del peso colombiano.

Cuadro 4.3

Colombia: Valor de las importaciones, las exportaciones y del intercambio total en 1994 con los principales países con los cuales comercia

País	Millones de dólares de EE.UU.			Ponderación (wj) basada en ¹ :		
	Intercambio total	Importaciones	Exportaciones	Intercambio total ²	Importaciones	Exportaciones
Estados Unidos	7.664	4.477	3.187	0,550	0,53	0,58
Japón	1.487	1.134	353	0,107	0,13	0,06
Alemania	1.580	670	910	0,113	0,08	0,17
Venezuela	2.137	1.576	561	0,153	0,19	0,10
México	485	335	150	0,035	0,04	0,03
Ecuador	573	249	324	0,041	0,03	0,06
Subtotal	13.926	8.441	5.485	1,000	1,00	1,00
Otros países	7.416	3.994	3.422			
Total	21.342	12.435	8.907			

Fuente: *Direction of Trade Statistics Yearbook*, 1997.

¹Ponderación normalizada basada en el subgrupo de países considerados en el ejercicio.

²En el caso de la ponderación normalizada la ponderación relativa de Estados Unidos se obtiene de la siguiente forma: $(7.664 / 13.926) = 0,55$.

Cuadro 4.4
Colombia: Tipos de cambio¹

País	1991	1992	1993	1994	1995	1996
a. En unidades de moneda de cada país por dólar de EE.UU. "Tipos de cambio nominales"						
Estados Unidos	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Japón	134,7100	126,6500	111,2000	102,2100	94,0600	108,7800
Alemania	1,6595	1,5617	1,6533	1,6228	1,4331	1,5048
Venezuela	56,8160	68,3760	90,8260	148,5030	176,8430	417,3330
México	3,0180	3,0950	3,1160	3,3751	6,4194	7,6009
Ecuador	1.046,2000	1.534,0000	1.919,1000	2.196,7000	2.564,5000	3.189,5000
Colombia	633,0500	759,2800	863,0600	844,8400	912,8300	1.036,6900
b. En pesos colombianos por unidad de moneda de cada país ² "Tipos de cambio nominales cruzados"						
Estados Unidos	633,0500	759,2800	863,0600	844,8400	912,8300	1.036,6900
Japón	4,6994	5,9951	7,7613	8,2657	9,7048	9,5302
Alemania	381,4703	486,1881	522,0226	520,6064	636,9618	688,9221
Venezuela	11,1421	11,1045	9,5023	5,6890	5,1618	2,4841
México	209,7581	245,3247	276,9769	250,3155	142,1986	136,3904
Ecuador	0,6051	0,4950	0,4497	0,3846	0,3559	0,3250
c. Tipos de cambio cruzados en números índice (R_i^*) (1992=100)						
Estados Unidos	83,3750	100,0000	113,6682	111,2686	120,2231	136,5359
Japón	78,3865	100,0000	129,4611	137,8746	161,8781	158,9656
Alemania	78,4615	100,0000	107,3705	107,0792	131,0114	141,6987
Venezuela	100,3388	100,0000	85,5722	51,2320	46,4840	22,3701
México	85,5022	100,0000	112,9022	102,0344	57,9634	55,5959
Ecuador	122,0240	100,0000	90,8485	77,6970	71,8990	65,6565

Fuente: FMI, *Estadísticas financieras internacionales*, Anuario, 1997.

¹Promedios anuales.

²El tipo de cambio cruzado se obtiene dividiendo el valor del dólar de los Estados Unidos expresado en pesos colombianos, por el valor del dólar expresado en cada una de las monedas de los otros países. Por ejemplo, en el caso del yen en 1991 se obtiene dividiendo: $633,05 / 134,71 = 4,6994$

Cuadro 4.5
Colombia: Índice de precios¹
 (1992 = 100)

País	1991	1992	1993	1994	1995	1996
a. Índices de precios de Colombia (P _i) y de los principales países con los cuales comercia (P _j) ¹						
Estados Unidos	97,0205	100,0000	102,9795	105,5866	108,5661	111,7318
Japón	98,2873	100,0000	101,2369	101,9029	101,8078	101,9981
Alemania	95,1874	100,0000	104,4636	107,3200	109,2946	110,9203
Venezuela	76,0771	100,0000	138,0952	222,1088	355,1587	709,9206
México	86,5914	100,0000	109,7389	117,3606	158,4333	883,7685
Ecuador	64,6803	100,0000	144,9761	184,5150	226,7073	281,9922
Colombia	78,7440	100,0000	122,6449	151,8720	183,6957	220,8937
b. Índices de precios relativos [(P _j /P _i) x 100]						
Estados Unidos	123,2101	100,0000	83,9656	69,5234	59,1011	50,5817
Japón	124,8189	100,0000	82,5447	67,0979	55,4220	46,1752
Alemania	120,8821	100,0000	85,1757	70,6648	59,4977	50,2143
Venezuela	96,6132	100,0000	112,5976	146,2474	193,3408	321,3856
México	109,9658	100,0000	89,4769	77,2760	86,2477	400,0877
Ecuador	82,1400	100,0000	118,2080	121,4938	123,4146	127,6597

Fuente: FMI, *Estadísticas financieras internacionales*, Anuario, 1997.

¹Se ha utilizado el IPC para todos los países.

Cuadro 4.6
Colombia: Tipos de cambio nominales y precios relativos ponderados¹

País	1991	1992	1993	1994	1995	1996
a. Tipos de cambio nominales ponderados ² ($R_j \times 100$) ^{wj}						
Estados Unidos	11,4082	12,6088	13,5299	13,3720	13,9539	14,9660
Japón	1,5932	1,6351	1,6809	1,6922	1,7214	1,7181
Alemania	1,6404	1,6862	1,6999	1,6994	1,7387	1,7542
Venezuela	2,0283	2,0273	1,9794	1,8295	1,8024	1,6111
México	1,1676	1,1740	1,1789	1,1748	1,1519	1,1502
Ecuador	1,2170	1,2078	1,2030	1,1954	1,1916	1,1872
TCEN ^{3,4}	85,9318	100,0000	108,5265	98,7992	103,3234	99,2322
b. Precios relativos ponderados ⁵ [$(P_j/P_i) \times 100$] ^{wj}						
Estados Unidos	14,1436	12,6088	11,4526	10,3227	9,4401	8,6651
Japón	1,6743	1,6351	1,6020	1,5669	1,5353	1,5056
Alemania	1,7229	1,6862	1,6558	1,6211	1,5898	1,5594
Venezuela	2,0166	2,0273	2,0645	2,1490	2,2431	2,4250
México	1,1779	1,1740	1,1694	1,1635	1,1679	1,2320
Ecuador	1,1989	1,2086	1,2170	1,2183	1,2191	1,2208
PRP ^{6,7}	116,1813	100,0000	89,2571	79,8766	73,5878	74,2095

Fuente: Cuadros 4.3, 4.4 y 4.5.

¹Las ponderaciones utilizadas son las basadas en el intercambio total (cuadro 4.3).

²Para Estados Unidos, en 1991 tenemos: $(83,375)^{0,55} = 11,4082$ (cuadros 4.3 y 4.4).

³TCEN en 1991 = $\prod_{j=1}^6 (R_j^* \times 100)^{w_j} = 11,4082 \times 1,5932 \times 1,6404 \times 2,0283 \times 1,1676 \times 1,2170 = 85,9318$

⁴Un aumento del TCEN indica una depreciación del peso frente a las demás monedas en la canasta considerada.

⁵Para Estados Unidos, en 1991 tenemos: $(123,2101)^{0,55} = 14,1436$ (cuadros 4.3 y 4.5).

⁶PRP en 1991 = $\prod_{j=1}^6 \left(\frac{P_j}{P_i} \times 100 \right)^{w_j} = 14,1436 \times 1,6743 \times 1,7229 \times 2,0166 \times 1,1779 \times 1,1989 = 116,1813$

⁷Una disminución del PRP indica una tasa de inflación en Colombia más elevada que en los demás países de la canasta considerada.

Cuadro 4.7
Colombia: Tipos de cambio reales

País	1991	1992	1993	1994	1995	1996
a. Tipos de cambio reales bilaterales ^{1,2} ($P_j/P_i \times R_j^* \times 100$)						
Estados Unidos	102,7264	100,0000	95,4422	77,3577	71,0531	69,0622
Japón	97,8412	100,0000	106,8633	92,5110	89,7161	73,4027
Alemania	94,8459	100,0000	91,4535	75,6673	77,9487	71,1530
Venezuela	96,9406	100,0000	96,3522	74,9254	89,8726	71,8943
México	94,0232	100,0000	101,0214	78,8481	49,9921	222,4322
Ecuador	100,2437	100,0000	107,3901	94,3970	88,7339	83,7020
b. Tipos de cambio reales bilaterales ponderados ³ ($P_j/P_i \times R_j^* \times 100$) ^{wj}						
Estados Unidos	12,7969	12,6088	12,2892	10,9475	10,4471	10,2850
Japón	1,6313	1,6351	1,6468	1,6216	1,6163	1,5820
Alemania	1,6761	1,6862	1,6692	1,6337	1,6392	1,6223
Venezuela	2,0176	2,0273	2,0157	1,9394	1,9943	1,9272
México	1,1714	1,1740	1,1744	1,1643	1,1460	1,2071
Ecuador	1,2079	1,2086	1,2134	1,2050	1,2019	1,1990
TCER ^{4,5}	99,8872	100,0000	97,0328	78,9133	76,0314	73,6260

Fuente: Cuadros 4.3, 4.4 y 4.5.

¹Para Estados Unidos, en 1991 tenemos: $83,3750 \times 123,2101 / 100 = 102,7264$ (cuadros 4.4 y 4.5).

²Un aumento del tipo de cambio real bilateral indica una depreciación del peso frente a la moneda considerada.

³Para Estados Unidos, en 1991 tenemos: $(102,7264)^{0,55} = 12,7969$ (cuadros 4.3 y 4.7).

⁴TCER en 1991 = $\prod_{j=1}^6 \left(\frac{P_j}{P_i \times 100} \right)^{w_j} = 12,7969 \times 1,6313 \times 1,6761 \times 2,0176 \times 1,1714 \times 1,1918 = 99,8872$

⁵Un aumento del TCER indica una depreciación del peso frente a las demás monedas en la canasta considerada.

Cuadro 4.8 (conclusión)
Colombia: Balanza de pagos detallada¹
 (En millones de dólares de EE.UU.)

	1992		1993		1994		1995		1996	
	Crédito	Débito								
2. Cuenta financiera	3.859	3.402	5.539	2.983	8.603	5.454	9.383	4.332		
Inversión directa	729	50	959	240	1.667	152	2.501	284		
Inversión de cartera	166	40	520	22	681	113	520	484		
Sector público	100	40	375	22	517	113	520	119		401
no financiero	66	—	145	—	164	—	—	365		-365
Sector privado										
Otra inversión a mediano y largo plazo	2.096	2.765	2.744	2.524	4.631	3.294	4.209	2.682	5.821	4.088
Sector público	1.280	2.041	1.104	1.635	1.450	1.963	811	1.324	777	1.384
no financiero	508	465	43	1.297	2.600	841	2.609	961	4.074	2.211
Sector privado ²	308	259	49	343	581	490	91	397	970	493
Sistema bancario	145	149	—	48	39	344	—	3	9	8
Banco de la República										
Resto del sistema bancario ³	163	110	53	295	542	146	720	394	961	485
Otra inversión a corto plazo	868	547	1.316	197	1.624	1.895	2.153	882	1.271	
Sector público	101	346	279	147	—	1.374	1.102	—	1.102	
no financiero	—	201	304	50	902	521	673	882	—	-209
Sector privado										
Sistema bancario (excepto Banco de la República)	767	—	733	—	722	—	378	—	378	
3. Errores y omisiones, neto	5	-5	188	-188	16	-16	354	-354		
III. Resultado global (déficit -)	1.327		149		-128		318			
Reservas internacionales netas (aumento = -)			-1.327		128		-318			

Fuentes: Banco de la República e Instituto del FMI.

¹Datos ajustados con fines didácticos.

²Incluye los préstamos privados garantizados por el sector público.

³Incluye bancos comerciales y especializados.

Cuadro 4.9

Colombia: Balanza de pagos¹*(En millones de dólares de EE.UU.)*

	1992	1993	1994	1995
Cuenta corriente	875	-2.219	-3.263	-4.382
Bienes y servicios, neto	995	-1.663	-1.988	-2.434
Bienes (balanza comercial) ²	1.234	-1.657	-2.291	-2.699
Exportación	7.263	7.429	8.749	10.222
Café	1.259	1.140	1.991	1.832
Productos petroleros	1.396	1.323	1.313	2.185
Productos no tradicionales	3.565	3.984	4.469	5.160
Otros	1.044	982	976	1.046
Importación	-6.029	-9.086	-11.040	-12.921
Servicios, neto	-239	-6	303	265
Fletes y seguros	-161	-300	-422	-470
Otro transporte	72	352	458	558
Viajes	65	61	50	43
Transacciones petroleras	-144	-16	406	377
Otros servicios	-71	-103	-189	-243
Renta, neta	-1.852	-1.695	-2.137	-2.626
Intereses	-918	-739	-978	-947
Sector público	-740	-566	-600	-418
Sector privado	-178	-173	-378	-529
Dividendos y utilidades	-934	-956	-1.159	-1.679
Transferencias corrientes	1.734	1.138	862	679
Cuenta de capital y financiera	452	2.368	3.135	4.700
Cuenta de capital	0	0	2	3
Transferencias de capital	0	0	12	15
Activos no financieros, no producidos	0	0	-10	-12
Cuenta financiera	457	2.556	3.149	5.051
Inversión directa	679	719	1.515	2.217
Inversión de cartera	126	498	568	36
Sector público no financiero	60	353	404	401
Sector privado	66	145	164	-365
Otra inversión a mediano y largo plazo	-669	220	1.337	1.527
Sector público no financiero	-761	-531	-513	-513
Sector privado (no financiero)	43	796	1.759	1.648
Sistema bancario	49	-45	91	392
Banco de la República	-4	-211	-305	66
Resto del sistema bancario	53	166	396	326
Otra inversión a corto plazo	321	1.119	-271	1.271
Sector público no financiero	-245	132	-1.374	1.102
Sector privado (no financiero)	-201	254	381	-209
Sistema bancario (excepto B. de la República)	767	733	722	378
Errores y omisiones	-5	-188	-16	-354
Resultado global	1.327	149	-128	318
Reservas internacionales netas (aumento -)	-1.327	-149	-128	-318

Fuente: FMI, *documento SM/97/129*, cuadro 59.¹Datos ajustados con fines didácticos.²Excluye estimaciones del comercio fronterizo, las cuales se incluyen en Viajes.

Cuadro 4.10

Colombia: Valor, cantidad y precio unitario de los principales productos de exportación¹

(Valor en millones de dólares de EE.UU.; cantidad y valor unitario de acuerdo con especificaciones)

	1992	1993	1994	1995	1996
Café					
Valor	1.259	1.140	1.991	1.832	
Cantidad (millones de bolsas) ²	16,1	13,1	11,8	9,8	10,1
Valor unitario (dólares por libra)	0,6	0,7	1,3	1,5	1,2
Petróleo crudo					
Valor	1.133	1.058	1.017	1.897	
Cantidad (miles de barriles diarios)	174,1	183,6	189,3	309,6	317,0
Valor unitario (dólares por barril)	17,8	15,8	14,7	16,7	21,0
Derivados del petróleo					
Valor	263	265	296	288	459
Carbón					
Valor	555	567	553	595	
Cantidad (millones de toneladas)	14,8	17,8	17,9	17,8	24,6
Valor unitario (dólares por tonelada)	37,5	31,9	30,9	33,4	34,5
Níquel					
Valor	125	102	119	185	
Cantidad (millones de libras)	48,2	49,2	48,5	57,8	51,2
Valor unitario (dólares por libra)	2,6	2,1	2,4	3,2	3,3
Oro no monetario					
Valor	364	313	305	266	
Cantidad (miles de onzas)	1.033,0	880,7	792,9	693,0	685,9
Valor unitario (dólares por onza)	351,9	359,8	384,2	384,1	387,9
Productos no tradicionales					
Valor	3.565	3.984	4.469	5.160	
(variación porcentual)	0,7	11,8	12,2	15,5	
Cantidad (variación porcentual)	-0,6	16,3	10,0	6,7	-3,4
Valor unitario (variación porcentual)	1,3	-3,9	2,0	8,2	-2,1
Productos agrícolas (valor)	1.096	1.063	1.239	1.227	
Productos manufacturados (valor)	272	2.492	2.752	3.432	
Productos mineros (valor)	197	429	478	501	
Total de exportaciones					
Valor	7.263	7.429	8.749	10.222	
(variación porcentual)	-3,3	2,3	17,8	16,8	
Cantidad (variación porcentual)	4,5	6,7	4,8	4,7	3,0
Valor unitario (variación porcentual)	-7,4	-4,2	12,3	11,6	1,0

Fuente: FMI, documento SM/97/129, cuadro 52.

¹Datos ajustados con fines didácticos.

²Para los cálculos suponga que cada bolsa tiene 130 libras.

Cuadro 4.11
Colombia: Exportaciones no tradicionales
 (En millones de dólares de EE.UU.)

	1992	1993	1994	1995	1996
Agricultura y pesca	1.096	1.063	1.239	1.227	1.233
Algodón	56	10	3	13	12
Arroz	—	1	1	—	—
Bananas	407	425	490	431	460
Cacao	4	8	6	1	1
Flores	340	380	426	476	510
Tabaco	23	13	16	13	23
Carne de vacuno	11	2	2	3	2
Camarones y otros mariscos	161	121	169	175	157
Frutas y verduras	48	38	40	46	29
Otros productos agrícolas	45	65	87	69	39
Productos industriales y manufacturados	2.272	2.492	2.750	3.432	3.398
Extracto de café	63	55	101	113	126
Azúcar y melaza	37	95	62	92	191
Textiles	135	147	153	221	220
Prendas de vestir	499	585	578	622	531
Pielés y productos de cuero (excepto zapatos)	138	165	163	162	97
Zapatos	72	78	63	41	29
Madera y productos de madera	19	19	14	17	25
Papel y productos de papel	184	199	214	255	223
Productos químicos ¹	399	441	545	828	895
Productos plásticos y de caucho	63	69	79	115	122
Productos de vidrio	12	16	18	16	6
Cemento	42	42	45	50	62
Metales y productos metálicos	102	91	126	170	167
Maquinarias y equipos	153	155	164	191	191
Equipo de transporte	24	44	46	88	120
Otros productos industriales	341	292	381	453	394
Productos mineros	197	429	481	501	250
Esmeraldas	180	400	422	452	175
Platino	—	15	37	15	9
Otros productos mineros	17	14	21	34	66
Total	3.565	3.984	4.469	5.160	4.881

Fuente: FMI, documento SM/97/129, cuadro 53.

¹Excluye los derivados del petróleo.

Cuadro 4.12
Colombia: Composición de las importaciones
 (En millones de dólares de EE.UU.)

	1992	1993	1994	1995	1996
Importaciones totales, c.i.f.	6.632	9.832	11.883	13.853	13.674
Bienes de consumo	954	1.815	2.336	2.692	2.558
Bienes de consumo durables	504	1.139	1.326	1.454	1.120
Bienes de consumo no durables	450	677	1.010	1.238	1.439
Bienes intermedios	3.421	4.179	4.798	6.128	6.532
Combustibles y productos del petróleo	344	362	322	372	412
Insumos agrícolas	271	228	296	343	481
Insumos industriales	2.806	3.590	4.181	5.413	5.638
Bienes de capital	2.257	3.835	4.743	5.027	4.581
Industria de la construcción	61	119	194	261	320
Agricultura	27	51	73	75	64
Industria manufacturera	1.598	2.238	2.723	3.356	3.207
Equipo de transporte	572	1.426	1.752	1.335	991
Otros bienes importados	1	2	6	8	2
Costo, seguro y flete (c.i.f.)	-603	-746	-844	-932	-917
Importaciones franco a bordo (f.o.b.)	6.029	9.086	11.040	12.921	12.755

Fuente: FMI, documento SM/97/129, cuadro 56.

Cuadro 4.13
Colombia: Deuda externa, por categorías de deudores¹

	1992	1993	1994	1995	1996
	<i>(En millones de dólares de EE.UU.)</i>				
Deuda externa total	17.276	18.942	21.954	25.057	28.494
A mediano y largo plazo	14.737	15.305	17.472	19.506	22.970
Sector público	13.487	13.258	13.567	13.953	15.554
Sector privado	1.250	2.046	3.905	5.553	7.416
A corto plazo	2.539	3.637	4.482	5.551	5.524
Sector público	533	628	798	1.177	1.000
Sector privado	2.006	3.009	3.684	4.374	4.525
Servicio de la deuda	4.154	3.706	4.910	4.680	6.442
Amortización	2.806	2.485	3.352	2.800	4.290
Sector público	2.341	1.984	2.511	1.839	2.079
Sector privado	465	501	841	961	2.211
Intereses	1.349	1.221	1.557	1.880	2.152
Sector público	1.136	982	1.057	1.129	1.304
Sector privado	213	239	500	751	848
	<i>(En porcentaje)</i>				
En relación al PIB:					
Deuda externa total	35,1	33,9	31,3	31,0	32,7
A mediano y largo plazo	29,9	27,4	24,9	24,1	26,4
Sector público	27,4	23,7	19,3	17,3	17,8
Sector privado	2,5	3,7	5,6	6,9	8,5
A corto plazo	5,2	6,5	6,4	6,9	6,3
Sector público	1,1	1,1	1,1	1,5	1,1
Sector privado	4,1	5,4	5,3	5,4	5,2
En relación a la exportación de bienes y servicios:					
Servicio de la deuda	44,9	37,2	41,0	34,0	44,7
Amortización	30,3	24,9	28,0	20,3	29,8
Intereses	14,6	12,3	13,0	13,7	14,9
Partidas informativas:					
Tipo de cambio nominal, promedio anual (C\$/US\$)	759	863	845	913	1.037
Tipo de cambio nominal, fin de año (C\$/US\$)	812	917	831	988	1.005
Tipo de cambio efectivo real, promedio anual ²	100,0	97,4	74,4	71,7	69,4
Reservas oficiales brutas, fin de año (en millones de dólares de EE.UU.)	7.783	7.984	8.150	8.501	9.993
Reservas oficiales brutas (en meses de importación) ³	8,8	6,9	5,8	5,1	5,9
PIB nominal (en millones de dólares de EE.UU.)	44.157	50.867	68.618	80.844	87.227

Fuente: FMI, documento SM/97/129, cuadro 7.

¹A fin de período.

²Calculado en base a la participación en el comercio de Colombia con Estados Unidos, Japón, Alemania, Venezuela, México y Ecuador.

³De bienes, servicios y renta.