

05.

**ECONOMÍA ABIERTA:  
MOVIMIENTO  
INTERNACIONAL DE  
BIENES, SERVICIOS Y  
CAPITALES**



5.1

Comercio  
Internacional de  
Bienes, Servicios  
y Activos

5.2

Balanza de  
Pagos:  
Cuenta Corriente,  
de Capital y  
Financiera

5.3

Financiamiento  
de los  
Desequilibrios en  
el Sector Externo  
de una Economía

5.4

Posición  
de Inversión  
Internacional  
e Integración  
Financiera

5.5

Resumen

5.6

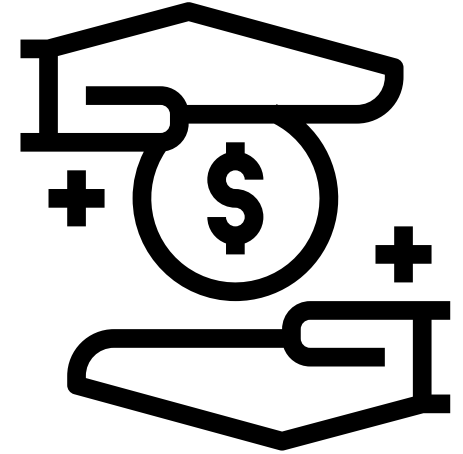
Preguntas  
de repaso

5.7

Bibliografía

5.8

Anexo.  
Tipología de los  
Movimientos de  
Capitales



# ECONOMÍA ABIERTA: MOVIMIENTO INTERNACIONAL DE BIENES, SERVICIOS Y CAPITALES

¿Cómo se registran las transacciones comerciales y financieras realizadas en una economía abierta entre los agentes económicos residentes y extranjeros? ¿Cuáles son los principales tipos de movimientos de capitales que se observan a nivel internacional? ¿Qué relación existe entre las transacciones de bienes y servicios entre países y los flujos de capitales entre ellos? ¿Puede un país gastar por encima de lo que produce? ¿Cómo se define la posición de inversión internacional de una economía y cuáles son las modalidades de integración financiera y sus riesgos asociados?

## BALANZA DE PAGOS

Cuenta  
corriente

### Saldo en la balanza comercial de bienes

Posición de inversión internacional neta  
Integración y vulnerabilidad financiera

*Ingreso neto de factores en el exterior*

### Movimientos de capital

*Inversión extranjera directa*

Cuenta de capital y financiera

*Saldo en la balanza  
comercial de servicios*

Endeudamiento de corto plazo  
Reservas internacionales

# INTRODUCCIÓN

Cuando decides comprar un celular, puedes elegir los modelos que ofrecen Apple o Samsung. Cuando estás pensando en tomarte unos días de licencia, puedes ir a algún lugar del interior del país, o a Florianópolis. Si necesitas depositar tus ahorros, puedes hacerlo en un banco en Montevideo, o en alguna institución financiera del exterior. En todos estos casos, está participando, directa o indirectamente, no sólo en la economía de Uruguay, sino en las economías de todo el mundo.

Esto es, cuando una economía está integrada al mundo, los consumidores y familias tienen a su alcance una mayor oferta de bienes y servicios entre los que disponer, las empresas y el Estado tienen más alternativas para lograr financiamiento para sus proyectos de inversión, y las personas tienen más oportunidades para invertir sus ahorros o trabajar en otros países. Un rasgo macroeconómico fundamental que diferencia

las economías abiertas de aquellas que están cerradas al comercio con el mundo es que, en una economía abierta, el gasto del país en un año determinado no tiene por qué ser igual a su producción de bienes y servicios domésticos. Los residentes en un país pueden gastar e invertir más de lo que se produce pidiendo prestado al resto del mundo –o puede consumir menos de lo que produce internamente y prestar la diferencia (el ahorro) a países extranjeros.

En este capítulo se estudian las variables macroeconómicas fundamentales e identidades contables que describen estas interacciones económicas en los mercados del mundo, y que permiten entender el funcionamiento de economías en un mundo **globalizado**. La primera sección analiza las diferencias entre el comercio internacional de bienes y servicios, y el intercambio internacional de activos (tanto reales como financieros). La segunda sección introduce el

Se estudian las variables macroeconómicas fundamentales e identidades contables que describen las interacciones de una economía abierta con los mercados mundiales.

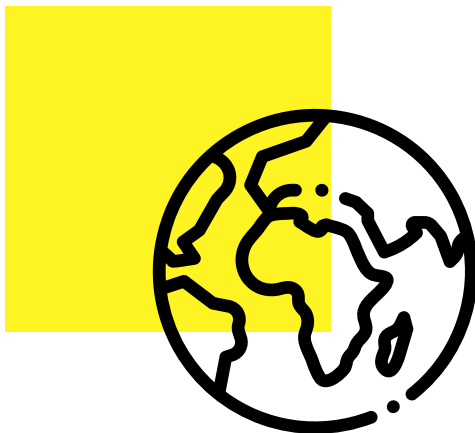
concepto de **Balanza de Pagos**, esto es, el registro de todas las transacciones comerciales y financieras realizadas en una economía abierta entre los agentes económicos residentes y no residentes. En esta sección se analiza la conexión directa que existe entre las transacciones de mercaderías y servicios entre países, y los flujos de capitales a nivel internacional. En la sección 3 se analiza la forma en que una economía puede financiar los desequilibrios entre su ingreso nacional y el gasto interno, y se describe la evolución del sector externo de Uruguay durante los últimos años. La última sección define el concepto de **Posición de Inversión Internacional** de una economía, y analiza la importancia de la composición de los activos y pasivos externos y las modalidades de integración financiera. Por último, en el Anexo se presenta una clasificación detallada de los flujos de capitales según el tipo de activo financiero o real negociado.

## 5.1 COMERCIO INTERNACIONAL DE BIENES, SERVICIOS Y ACTIVOS

Una economía abierta se relaciona con el resto del mundo de dos formas: compra y vende bienes y servicios con la economía mundial, y compra y vende activos de capital en los mercados financieros e inmobiliarios.

Las transacciones corrientes entre residentes y no residentes de una economía se componen de "comercio visible" (bienes físicos y mercaderías) y comercio "invisible" o "intangibles" (prestación de servicios). Estos últimos incluyen servicios de fletes y seguros internacionales, servicios financieros y ventas de software, entre otros.

De la misma manera que los países comercian mercaderías y servicios entre sí, también existe el comercio de activos, tanto financieros como reales. Estos intercambios se conocen como **movimientos internacionales de capitales**, y son la contrapartida financiera de las transacciones en bienes y servicios. Los flujos



de capitales entre países pueden adoptar muchas formas, incluyendo divisas, instrumentos financieros (como préstamos bancarios, bonos o acciones), así como las transacciones en activos reales (por ejemplo, la compra de una fábrica) entre residentes y no residentes. En todos los casos, estas transacciones financieras implican adquirir un derecho sobre los rendimientos futuros de activos físicos o financieros en las economías.

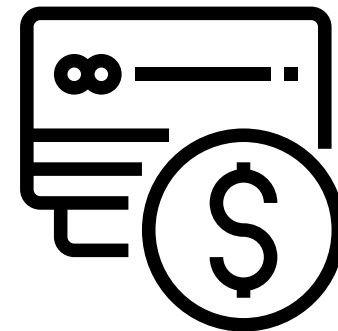


El comercio internacional de activos es una forma de comercio más sutil que el comercio de bienes— aunque no por ello menos relevante—. Barcos y aviones transportan los bienes físicos que un país comercia con el exterior, mientras notificaciones electrónicas y digitales transportan las órdenes para transferir activos financieros. Al adquirir una heladera, por ejemplo, se puede observar si la misma está fabricada en otro país. Pero al tomar un crédito bancario para comprar esa heladera, es más difícil identificar quién está detrás (es decir, es el dueño) de ese capital. Quizás sea un ahorrista uruguayo, pero perfectamente se puede tratar de un argentino que tiene depósitos en nuestro país.



**Una economía abierta se relaciona con otras de dos formas: compra y vende bienes y servicios con la economía mundial, y compra y vende activos de capital en los mercados financieros e inmobiliarios.**

## 5.2 BALANZA DE PAGOS



La balanza de pagos es el registro de todas las transacciones comerciales y financieras realizadas en una economía abierta entre los agentes económicos residentes y no residentes (extranjeros). Los agentes económicos incluyen personas, empresas públicas y privadas, instituciones financieras, gobierno y la Autoridad Monetaria (el Banco Central).

La balanza de pagos se divide en cuatro grandes capítulos: la **Cuenta Corriente**, la **Cuenta de Capital**, la **Cuenta Financiera** y la **Cuenta de Errores y Omisiones**. Puesto en términos simples, la cuenta corriente registra las transacciones (exportaciones e importaciones) de bienes y servicios entre la economía doméstica y el resto del mundo. La cuenta capital incluye las transferencias unilaterales de activos sin contrapartida. La

cuenta financiera, registra todo lo que un país recibe prestado y presta al resto del mundo. Por último, la Cuenta de Errores y Omisiones corresponde a operaciones entre residentes y no residentes para las que no existe información completa y/o no han sido legalmente declaradas, por lo que no fueron reflejadas en alguna de las otras tres partidas<sup>1</sup>.

En lo que sigue se presenta un análisis más detallado de la balanza de pagos, con aplicaciones a la economía uruguaya.

<sup>1</sup> La descripción, presentación y análisis en este capítulo se basa en la información y formato de Balanza de Pagos publicada actualmente por el Banco Central, basada en la metodología del Manual de Balanza de Pagos 6.º Edición. Previo a esa fecha, el Banco Central publicaba las estadísticas de Balanza de Pagos de acuerdo al Manual de Balanza de Pagos 5.º Edición. El cambio metodológico conllevó cambios en el marco conceptual, las fuentes y la presentación de las distintas cuentas y rubros que componen la Balanza de Pagos. En el siguiente link se puede consultar la comparación entre ambas metodologías: [https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Balanza%20de%20Pagos/comparacion\\_mbp6\\_mbp5.pdf](https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Balanza%20de%20Pagos/comparacion_mbp6_mbp5.pdf)

La balanza de pagos se divide en cuatro grandes capítulos: la cuenta corriente, la cuenta de capital, la cuenta financiera y la cuenta de errores y omisiones.



# EJEMPLIFICANDO LAS CUENTAS DE LA BALANZA DE PAGOS

Para comprender mejor lo que significan las cuentas de la balanza de pagos, puede trazarse un paralelismo con la forma en que una persona lleva un registro de sus cuentas personales. Consideremos, por ejemplo, a María. Ella tiene un ingreso por su empleo, y complementa su salario con el alquiler que obtiene de un apartamento de su propiedad. Además, recibe intereses por los ahorros que tiene depositado en un banco. A su vez, realiza sus compras de bienes y pagos de servicios durante el mes, y a lo largo del año tiene que realizar gastos para refaccionar el apartamento que alquila. María también realiza donaciones a una organización sin fines de lucro.

Por su trabajo obtuvo \$20.000 mensuales a lo largo de 2018 (alcanzando a \$240.000 en todo el año). Tiene un depósito bancario por \$100.000 pesos que le generó un ingreso por intereses de \$5.000, y además obtuvo una renta anual por alquileres por \$120.000. María tuvo entonces un ingreso total de \$365.000 anuales.

Por otro lado, María gastó \$350.000 en la compra de bienes y servicios para el consumo personal y de su familia. Además, gastó \$25.000 en refaccionar el inmueble que tiene para alquilar. También decidió hacer una donación de \$20.000. Así que el total de dinero que utilizó María en 2018 fue de \$395.000. Por lo tanto, el monto total gastado fue \$30.000 mayor que su ingreso.



Dado que ella gastó más de lo que recibió, decidió financiar este déficit de tres formas: pidiendo prestado, recurriendo a sus ahorros y vendiendo un activo de su posesión. Primero, María decidió tomar un préstamo por \$10.000 en un banco, y este endeudamiento le significa una entrada en su cuenta financiera. Además, decide vender un sofá que tenía, por lo cual recibe \$5.000. Tras recibir ese dinero, María aún tiene un faltante de \$15.000. Ella decide retirar ese monto de su propia cuenta bancaria, y sus tenencias de efectivo disminuyen en esa cantidad.

Trazando un paralelismo, el ingreso de María por su trabajo es análogo al ingreso de un país por sus exportaciones. La renta que recibe por su alquiler es análoga al flujo de ganancias o dividendos que recibe un país que ha hecho inversiones en el extranjero. Sus gastos por compras de bienes y servicios ejemplifican las importaciones de un país. La diferencia entre ambos es igual al déficit en cuenta corriente. La donación que realiza María es como un egreso sin contrapartida de la cuenta capital. El préstamo que solicitó equivale al endeudamiento de un país con el resto del mundo, y la venta del mueble representa una reducción de sus activos externos. El cambio en el saldo de la cuenta bancaria de María equivale al cambio en las reservas oficiales de un país.



## 5.2.1 CUENTA CORRIENTE

### BIENES Y SERVICIOS

En la primera partida de la **cuenta corriente** se registran las transacciones de bienes y mercaderías, donde las exportaciones representan la venta de productos al exterior (y por tanto suponen un ingreso de divisas) y las importaciones la compra de productos (implicando egresos de divisas). A la diferencia entre ambas se le denomina el saldo en la **balanza comercial de bienes (SBCb)**. Cuando el saldo es positivo, se dice que la balanza comercial es *superavitaria*, es decir, las ventas al exterior de bienes producidos en Uruguay son mayores que las compras de bienes provenientes del exterior. En el caso inverso, será *deficitaria*.

Una economía también comercia internacionalmente servicios con el exterior. Dentro de las exportaciones de servicios se incluyen principalmente los ingresos por fletes

y seguros internacionales provistos por empresas uruguayas, y los servicios que brindan las empresas de agencias de viajes, financieros y de "call centers" uruguayas al resto del mundo. Los gastos de turistas en el país también se registran como un ingreso de divisas por venta de servicios al exterior (y por tanto, se contabilizan con signo positivo). De hecho, cuando un turista gasta en un asado en un restaurant de Montevideo, es como si la economía estuviese "exportando" carne—pero dentro de fronteras. De la misma forma, cuando un turista uruguayo gasta en el exterior, o paga comisiones para hacer un giro a un banco internacional, por ejemplo, ello supone una salida de divisas. La diferencia entre ingresos y egresos corresponde al **saldo en la balanza comercial de servicios (SBCs)**.

## INGRESO PRIMARIO

Existe una segunda categoría de entrada y salida de divisas que está dada por los pagos que reciben las personas, empresas o instituciones que tienen activos reales y financieros en países distintos a aquél en que residen. Estos cobros, pagos y remuneraciones corresponden a los servicios brindados por los factores de producción (llamados servicios

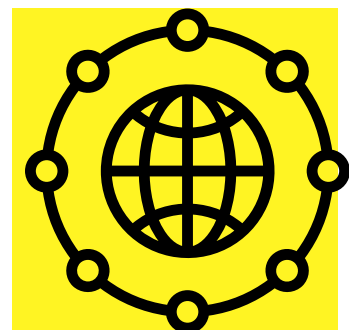
factoriales del capital, trabajo y conocimiento). En el lenguaje técnico de las estadísticas de balanza de pagos, la referencia a "pago a factores en el exterior" alude al hecho de que, por ejemplo, el propietario uruguayo de un inmueble o activo financiero que está empleado en otro país está recibiendo un pago por ser dueño de ese capital.

Dichos flujos serán clasificados como **intereses** cuando el activo en cuestión sea un título de deuda o un depósito bancario. Por ejemplo, a fin del 2018 los uruguayos tenían depositados en bancos del exterior aproximadamente 6300 millones de dólares. Esos depósitos pagan intereses, que reciben los residentes del país por su tenencia de activos en el exterior. Desde luego, deben contarse también, pero con signo negativo, los intereses que Uruguay paga al exterior (una parte importante de los cuales son intereses de la deuda pública que está en manos de extranjeros).



Otro tipo de rentas de inversión son las **ganancias y dividendos**, que surge cuando los nacionales de un país tienen activos en el extranjero. Por ejemplo, las ganancias de la subsidiaria de la empresa multinacional Coca Cola instalada en Uruguay será contabilizadas como un egreso en esta categoría (tanto cuando la empresa decida remitir sus utilidades a su casa matriz en Estados Unidos, o bien reinvertirlas en Uruguay). De la misma forma, se computa como ingreso las ganancias y dividendos de empresas uruguayas que estén operando en el exterior (por ejemplo, la empresa uruguaya que produce el software Genexus, que tiene oficinas en Estados Unidos).

El saldo de la cuenta Ingreso Primario se denota como **IP** y representa los **ingresos netos de factores en el exterior (INRF)**. Si un país tiene IP positivo, por ejemplo, es porque está generando en el exterior más intereses, ganancias y dividendos, que los que los extranjeros están generando en dicho país.



## INGRESO SECUNDARIO

En esta cuenta se agrupan las transferencias corrientes gubernamentales, así como aquellas en las que participan las sociedades, los hogares y las instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares. También se incluyen las remesas de familias emigrantes o inmigrantes. Un país con gran número de personas que migraron a otros países, estará percibiendo por remesas de sus ciudadanos en el extranjero. El saldo de la cuenta Ingreso Secundario se denota como **IP** y representa los **ingresos netos por transferencias del exterior (TRX)**.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, el Saldo en Cuenta Corriente (**SCC**) será igual a:

$$SCC = SBCb + SBCs + IP + IS$$

En resumen, el resultado de la cuenta corriente se compone de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, por un lado, y los pagos que se generan y se reciben desde, y se hacen hacia, el exterior por compensación a los factores de producción como son el capital, el trabajo y el conocimiento. Obsérvese que un país puede tener un saldo en balanza comercial negativo, pero en cuenta corriente positivo (y viceversa).

## 5.2.2 CUENTA CAPITAL

El resultado neto de la cuenta capital (**SCK**) incluye las transferencias unilaterales de activos sin contrapartida. También se cuentan la compra y venta de activos inmateriales como patentes y marcas, así como los contratos, arrendamientos y licencias reconocidas como activos económicos.

## 5.2.3 CUENTA FINANCIERA

Los movimientos de capitales involucran cambios en la propiedad entre residentes y no residentes de activos financieros (depósitos bancarios, bonos, acciones) o reales (una fábrica o un campo, por ejemplo).

La cuenta financiera registra todos los flujos de divisas entre residentes del país y del exterior que se traducen en cambios en los activos (derechos a cobrar) y pasivos (obligaciones a pagar) que el país tiene con el resto del mundo. Si nosotros prestamos dinero o invertimos en otro país, saldrán divisas, pero tendremos un derecho de cobro futuro (activo financiero o inmobiliario) respecto al resto del mundo. Cada vez que alguien invierte en nuestro país o nos presta dinero, están entrando divisas, pero adquirimos una obligación de pago futura (pasivo).

A modo de ejemplo, puede considerarse el caso de un ciudadano uruguayo que hace un **depósito** en un banco de Buenos Aires por medio millón de dólares.

En este caso, el depositante uruguayo está adquiriendo un activo financiero externo, esto es, un derecho a cobrarle al banco argentino en el futuro lo prestado más los intereses que correspondan. La contracara es que hubo una salida de divisas de Uruguay hacia Argentina. Análogamente, puede considerarse el caso de un ciudadano argentino que hace un depósito en un banco de Montevideo. En términos macroeconómicos, esto implica un aumento de los pasivos que Uruguay tiene con el resto del mundo (en este caso, con Argentina). Su correlato es que la economía uruguayo está recibiendo un ingreso de divisas equivalente al monto depositado.

Supongamos ahora que un inversor uruguayo decide comprar **acciones** de la empresa Amazon de Estados Unidos y **bonos** del Tesoro de Estados Unidos. Este tipo de flujo de divisas se conoce como **inversión de portafolio** (también llamados de cartera), y tienen en común que los instrumentos comerciados cotizan en el mercado de capitales, y por lo tanto tienen un valor de mercado que puede variar a lo largo del tiempo. Con frecuencia, este tipo de operaciones de portafolio está relacionado con la idea de lograr una ganancia especulativa a corto plazo. En el caso de la adquisición del bono por parte de extranjeros, ello se contabiliza como un ingreso de capitales. Por el contrario, la compra de acciones extranjeras por parte de uruguayos implica una salida de divisas (capitales).

Del mismo modo, si un extranjero compra un campo en el interior del Uruguay, una empresa de plaza o un apartamento en Montevideo que es propiedad de un residente, ello representa una entrada de capital y un ingreso

de divisas que recibe un uruguayo de parte de un extranjero—a cambio de cederle ese activo real. Este movimiento de capitales se conoce como **inversión extranjera directa**. Las inversiones directas típicamente tienen un objetivo de rentabilidad a largo plazo, que puede ser tanto inmobiliario como empresarial. Asimismo, en la mayoría de los casos, las operaciones de inversión directa empresarial buscan influir de manera sustancial en la gestión de la firma.

La Cuenta Financiera también registra las transacciones en **derivados financieros** entre residentes y no residentes. Los derivados son instrumentos financieros o contratos a través de los que se transan los riesgos de fluctuaciones en el precio de otro activo subyacente (acciones, índices, valores de renta fija, tasas de interés, tipos de cambios o también materias primas) y se caracterizan por fijar una fecha de liquidación futura.

Por último, dentro de la Cuenta Financiera existe también una partida que identifica específicamente los movimientos en los activos externos del Banco Central (que se conoce como variación de las reservas internacionales). Ello refleja el incremento o la disminución de los medios de pago (principalmente oro y divisas) de aceptación internacional bajo el control directo y efectivo de la Autoridad Monetaria, y de los que puede disponer inmediata e incondicionalmente. La acumulación o des-acumulación de reservas es particularmente importante, dado que impacta en la solvencia financiera y patrimonial del Banco Central. A su vez, el stock acumulado de reservas internacionales determina la capacidad del sector público de hacer frente a choques externos adversos sobre el tipo de cambio, y actúa como un resguardo ante la falta de liquidez internacional.



Los egresos e ingresos de capitales dan lugar a un cambio en el stock de las posiciones en activos y pasivos, respectivamente, de los agentes residentes respecto al resto del mundo. Por lo tanto, el saldo neto en la Cuenta Financiera (**SCF**) puede ser expresado como la variación del stock de activos externos **netos** (activos menos pasivos) de los agentes públicos y privados de la economía por concepto de inversión extranjera directa (**IED**), inversión de portafolio (**POR**), préstamos comerciales o financieros y depósitos, también llamados "Otra Inversión" (**OIN**), contratos de derivados (**DER**) y acumulación de reservas del Banco Central (**RIN**):

$$\text{SCF} = \text{IED} + \text{POR} + \text{OIN} + \text{DER} + \text{RIN}$$

Expresado de otra forma:

$$\text{SCF} = [\Delta A^* - \Delta P^*] + \Delta RI$$

Donde  $\Delta A^*$  y  $\Delta P^*$  son, respectivamente, la variación en el stock de activos y pasivos externos de los agentes públicos y privados excluyendo al Banco Central, y  $\Delta RI$  es la variación en los activos externos del Banco Central (las reservas internacionales). Por ende, los flujos en la Cuenta Financiera producen una modificación de la posición

acreedora o deudora de los residentes de un país respecto al resto del mundo.

Cuando la Cuenta Financiera tiene un valor positivo (es decir, el total de los activos externos del país incluyendo las reservas aumentaron más que el total de los pasivos externos en un período dado), la economía en su conjunto está financiando (**prestando**) en términos netos al resto del mundo. Cuando se da la situación inversa, la economía se está **endeudando** en términos netos con el resto del mundo. Cuando el primer término del lado derecho [ $\Delta A^* - \Delta P^*$ ] es positivo, generalmente se lo describe como una **salida neta de capitales**, mientras que si es negativo se refiere a una **entrada neta de capitales**.

**Los movimientos de capitales involucran cambios en la propiedad entre residentes y no residentes de activos financieros (depósitos bancarios, bonos, acciones) o reales (una fábrica o un campo, por ejemplo).**





## 5.2.4 ERRORES Y OMISIONES

Las estadísticas de la Balanza de Pagos se compilan utilizando un sistema de contabilización por partida doble, es decir, cada transacción para el mismo agente económico implica el registro de una partida y su contrapartida en la Balanza de Pagos. Dada esta forma de registración utilizada, la suma del saldo de la Cuenta Corriente **SCC** más el saldo de la Cuenta Capital **SCK**, debería ser igual al saldo de la Cuenta Financiera **SCF**. Ello es así debido a que la cuenta corriente y la cuenta capital reflejan los movimientos en bienes, servicios, servicios productivos de factores y otras transferencias, y la cuenta financiera refleja la forma en que se financiaron esos movimientos a través de los movimientos correspondientes en activos y pasivos con el resto del mundo.

Sin embargo, no siempre las fuentes estadísticas y encuestas aseguran estos registros de manera completa, exacta y simultánea, y por ello es lógico y común que

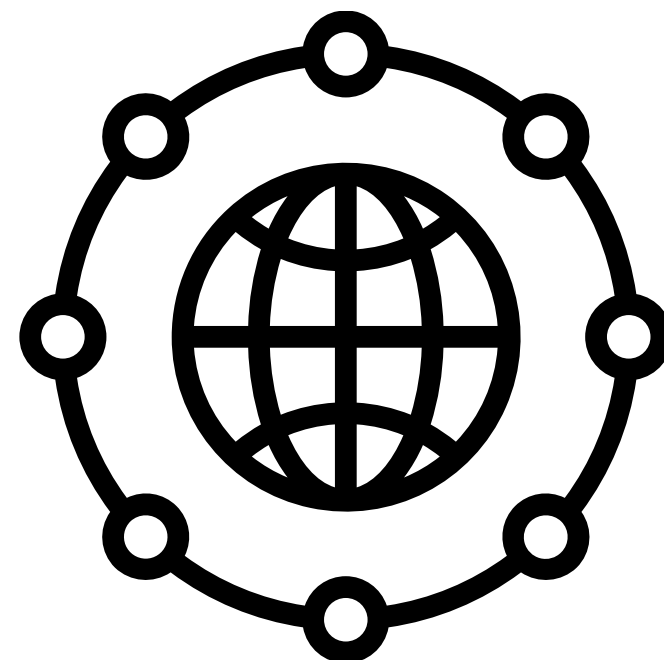
surjan diferencias en los saldos agregados de las cuentas corriente, capital y financiera. Además, existen un conjunto de transacciones que escapan al control y a la registración por parte de las autoridades y que afectan la balanza de pagos a través de la entrada o salida de divisas. Estos errores y omisiones de medición se pueden deber a movimientos de mercaderías o pagos de rentas de difícil registración, o incluir movimientos ilegales no registrados, ya sea de bienes (contrabando) o flujos financieros (blanqueo de capitales).

Para equilibrar contablemente la Balanza de Pagos es preciso, entonces, crear una partida de ajuste denominada Errores y Omisiones (**EO**), tal que:

$$\text{SCC} + \text{SCK} + \text{EO} = \text{SCF}$$

Dicha partida refleja las diferencias que puedan existir y que son atribuibles a problemas estadísticos de compatibilización

de la información disponible, y también a transacciones que son estimadas o no declaradas, vinculadas con el ingreso y egreso de vienes, servicios y/o capitales. Un signo positivo de **EO** implica un ingreso neto de divisas no declarado en la cuenta corriente o de capital, o una salida neta de capitales no declarados en la cuenta financiera.



# ¿CUÁNTO DINERO TIENEN LOS URUGUAYOS DEPOSITADO EN BANCOS DEL EXTERIOR?

A fines de 2018, el sector privado uruguayo (familias y empresas) tenían colocado aproximadamente 6.290 millones de dólares en el sistema bancario formal en el exterior, de acuerdo a la información que reporta el Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés). Dos tercios estaban depositados en bancos de Estados Unidos, y cerca del 15% en Suiza. Respecto al tamaño de la economía, estas colocaciones fuera de fronteras a fin del 2018 representaban 10.5% del PIB. Del total de ahorro en depósitos bancarios del sector de privado residente en Uruguay, los depósitos externos representaban el 18% del total.

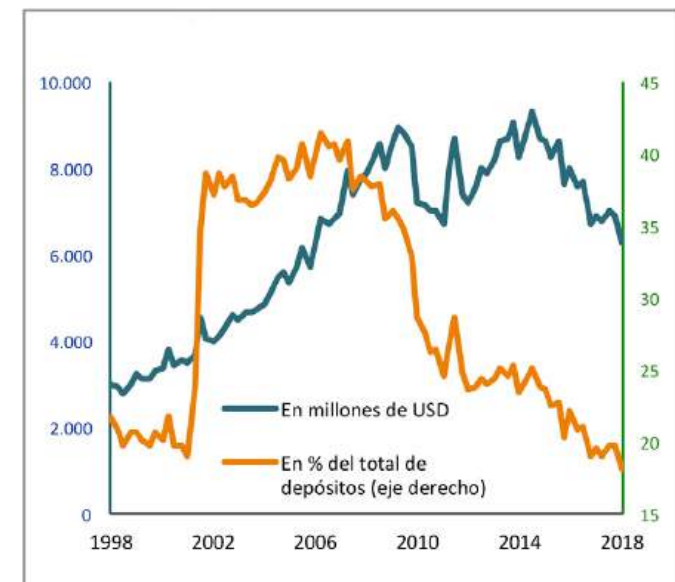
Desde 1995, fecha desde la que existen datos para Uruguay en el BIS, hasta fin del 2018 los depósitos de uruguayos en bancos del exterior aumentaron 83% (2.850 millones de dólares). El aumento durante este período, sin embargo, estuvo marcado por altibajos. El mínimo de colocaciones por parte de uruguayos en el sistema financiero internacional fue de 2.778 millones de dólares en junio de 1999, en tanto el nivel máximo de ahorro bancario en el exterior se dio en junio del 2015 con 9.298 millones de dólares.

La evolución de los depósitos en el exterior (y el porcentaje sobre el total del ahorro bancario tanto doméstico como en el exterior) está jalonada por algunos hechos puntuales. La crisis de 2002 incentivó la emigración no sólo de personas, sino también de la plata de los uruguayos. Mientras que en marzo de 2002 los depósitos de uruguayos en el exterior eran el 23,7% del total, tres meses más tarde pasaron a ser el 34,7%, y llegaron a representar un máximo de casi 42% del total en el primer trimestre de 2007. La crisis de 2008 en Estados Unidos quebró esta tendencia ascendente, ya que trajo desconfianza hacia bancos que antes eran considerados los más sólidos del sistema financiero a nivel global. Los uruguayos, a su vez, recuperaron su confianza en las instituciones financieras locales, basado en un fortalecimiento de la economía, la regulación macro-prudencial estricta del Banco Central y la solidez y solvencia de los bancos locales. A raíz de ello, la participación de depósitos de uruguayos fuera de fronteras en el total cayó sostenidamente a partir de ese momento, tal como muestra el Grafico 5.1.

A partir del 2010 se observó una repatriación de parte del capital bancario que estaba fuera de fronteras, que coincidió con el anuncio del gobierno que pasaría a gravar con el Impuesto a la Renta de las Personas Físicas (a una tasa del 12%) los intereses que generasen los depósitos en el exterior. Es decir, a partir de ese año el ahorro financiero de los hogares se comenzó a gravar con criterio de "renta de fuente mundial", en lugar del criterio de "renta de fuente uruguaya" (esto es, que se generase en el país, como fue originalmente establecido con la reforma tributaria de 2007). Asimismo, los proyectos de inversión (tales como forestales y eólicos) que se comenzaron a desarrollar en el país, llevaron a que los ahorristas uruguayos también quisieran tener dinero disponible en la plaza local para invertir en proyectos de ese tipo. Ambos factores llevaron a un descenso pronunciado de los depósitos de los uruguayos en el exterior, que alcanzaron un nivel de 6.700 millones de dólares a fin del 2011. A partir del 2012, las colocaciones de las empresas y familias uruguayas en bancos del exterior comenzaron a crecer nuevamente, y su participación en el total del ahorro bancario se estabilizó en alrededor de  $\frac{1}{4}$  del total hasta fin del 2015. Desde ese momento, los depósitos en el exterior comenzaron a caer sostenidamente, explicado por varios factores. Entre ellos, una mayor regulación, control y transparencia en paraísos fiscales, así como el intercambio automático entre países de información tributaria.

GRÁFICO 5.1

**Depósitos de Familias y Empresas Uruguayas en Bancos del Exterior**



Fuente: Banco Central del Uruguay y Bank for International Settlements.

## ¿Cuánto se abarató Argentina para los uruguayos tras su devaluación?

El dólar se apreció fuerte en el país vecino en los dos últimos meses y mejoró la capacidad de compra



Federico Comesaña  
@comesana

Julio y agosto fueron meses de recuperación de la capacidad de compra de los uruguayos en los principales destinos que eligen cuando salen del país. En particular, la mejora se dio respecto a Argentina a raíz de la fuerte devaluación que tuvo la moneda del vecino país. En lo que va de agosto, la suba del dólar provocó una pérdida de poder adquisitivo de los uruguayos respecto a otros destinos en la medida

### El índice de Capacidad de Consumo en el Exterior aumentó 1,6%

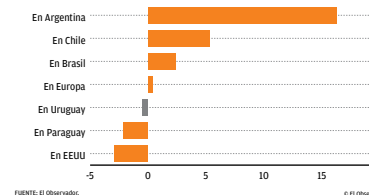
en que la plaza local se vio más influida que el resto con el cimbronazo posterior a las elecciones primarias argentinas.

El Índice de Capacidad de Consumo en el Exterior de *El Observador* (ICCE-EO) tuvo un aumento de 6,3% en julio y en lo que va de agosto, los datos preliminares del indicador muestran un nuevo aumento de 1,6%. El indicador no solo toma en cuenta la evolución

Poder de compra fuera del país. Índice ICCE-EO de El Observador.



Por destino turístico. Variación % del poder de compra en el exterior de uruguayos entre fines de junio y fines de agosto 2019 (datos preliminares).



del tipo de cambio en Uruguay y los precios al consumo en esos países y del salario medio a nivel local. De esa manera, se hace un seguimiento destino a destino de

cuánto rinde en término de bienes y servicios una hora de trabajo de los uruguayos.

El dato de julio fue contundente. La baja del dólar en Uruguay, más pronunciada que en el resto de los países trajo consigo un importante incremento del poder de compra de los uruguayos en el exterior.

El dólar en la punta vendedora –a la que accede el turista uruguayo en la ventanilla local de los cambios– pasó de \$36,1 fines de junio a \$35,35 a fines de julio.

La baja del dólar a nivel local fue más pronunciada que en el resto de los países y permitió compensar –incluso en el caso de Argentina– la suba de precios en los países de destino.

El poder de compra de los uruguayos en Argentina –principal elección de los uruguayos a la hora de salir de fronteras– aumentó 8,5%, mientras que en Brasil el incremento fue de 3,8%.

La mayor suba tuvo lugar en Chile: 10%. En los destinos de fuera de la región también hubo un incremento en la capacidad de compra de los uruguayos y fue de 6,2% en Europa y de 2,8% en Estados Unidos. En lo que va de agosto, si bien el saldo fue una mejora

del poder de compra, la evolución por destino fue diferente. Para la construcción del indicador preliminar de agosto se toma en cuenta la evolución del tipo de cambio hasta el lunes 26 y se supone estable el ritmo de aumento interanual de los precios al consumo de cada uno de los destinos, así como el salario de los uruguayos.

### Argentina

En lo que va del mes se aprecia una nueva mejora del poder de compra en Argentina. El peso argentino pasó a adquirirse en las ventanillas al público los cambios locales de \$1 a fines de julio a \$0,9 luego de la fuerte devaluación que tuvo lugar en el vecino país producto del reacomodo de los mercados ante la inesperada diferencia de votos que logró Alberto Fernández sobre el oficialismo en las elecciones primarias.

### La baja del dólar permitió compensar la suba de precios

Cabe destacar que no toda la baja del peso argentino se trasladó a la pizarra de los cambios, en buena medida porque la inestabilidad cambiaria y la fuerte inflación del vecino país (de 55,4% anual en los 12 meses a julio) aumentan el riesgo de mantener pesos argentinos y por lo tanto aumentan la diferencia entre precio de compra y venta.

A diferencia de julio, el poder de compra cayó en el resto de los destinos. La baja fue de 1,4% en Brasil, de 5,5% en Europa y Estados Unidos, de 4,3% en Chile y de 0,4% en Paraguay. Esto se debió principalmente a la suba del dólar desde \$35,35 a \$37,4 desde el cierre de julio. ●

## MGAP hizo un diagnóstico; los productores esperaban medidas

El ministerio encabezado por Enzo Benech convocó a las gremiales agropecuarias, pero estas no quedaron conformes con lo conversado

Las gremiales del sector agropecuario esperaban novedades sobre acciones del gobierno para que se minimicen las complicaciones que afectan al sector, pero eso no sucedió en la reunión que hubo este lunes 26, cuando el ministro Enzo Benech las convocó a la sede del Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca (MGAP), donde les expuso un diagnóstico de la realidad en diferentes cadenas productivas.

“Vinimos dispuestos a analizar los sectores y el MGAP desarrolló un informe de las distintas cadenas primarias de Uruguay. Entendemos que faltó la segunda parte, lo posterior al diagnóstico

y al análisis de la situación que enfrentamos, es decir, lograr lo que estamos esperando hace tiempo: acciones por parte del gobierno para poder minimizar los problemas que tenemos”, señaló Alfredo Lago, presidente de la Asociación de Cultivadores de Arroz (ACA), quien ofició de vocero de las gremiales.

No obstante reconoció: “Si bien no logramos lo que venimos buscando hace tiempo –acciones

por parte del gobierno para paliar la dura situación económica que viven los productores–, creo que, en general, estas instancias de trabajar en aspectos más amplios también son positivas”. En la re-

unión también participaron Walter Frisch, presidente de la Asociación Nacional de Productores de Leche (ANPL); Gabriel Capurro, presidente de la Asociación Rural del Uruguay (ARU); Pablo Perdomo, presidente de las Cooperativas Agrarias Federadas (CAF); Mario Buzalino, presidente de la Comisión Nacional de Fomento Rural (CNFR); y Julio Armand Ugón, presidente de la Federación Rural (FR).

En el encuentro, el director de la Dirección General de Recursos Naturales, Fernando García Préchac, presentó un informe sobre el impacto medioambiental de la producción, aspecto que las gremiales entendieron que es “fundamental”



Enzo Benech se reunió con productores rurales. D. BATTISTE

para el sector agropecuario.

Por su parte, Benech informó que el encuentro “no fue para anunciar medidas”, sino para analizar a las cadenas y para marcar una hoja de ruta a modo de autocritica, dada la proximidad del fin del mandato.

“Nuestro compromiso era analizar lo que hicimos, ver lo que nos falta por hacer, para ver si se puede hacer un poco más”, declaró.

En ese sentido, el jerarca resumió la situación de cada sector.

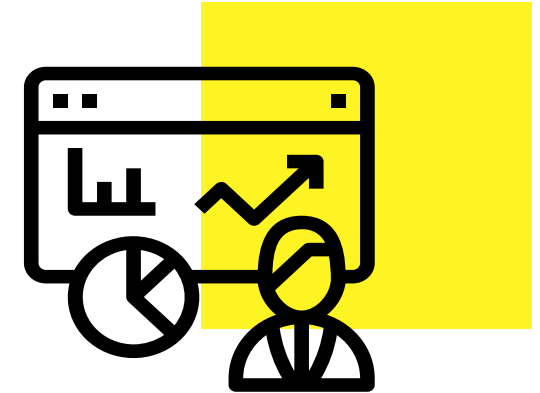
En primer lugar hizo referencia a la carne: “viene con precios altos, ganando mercados y exportando mucho”, señaló. Además, hizo es-

pecial hincapié en el índice de procreo, que hace mucho tiempo es de 65%. Desde su punto de vista es necesario tener más animales para abastecer a las plantas industriales. En lo que hace a la cadena láctea, Benech comentó que se analizaron los precios internacionales, la producción del país y la composición de la dieta de las vacas.

También se consideró la situación del sector arrocero y la agricultura de secano. Frente a esto, el ministro opinó que la relación de precios ha ido cambiando: la soja se ha estabilizado y han crecido los cultivos de invierno. ●

27 DE AGOSTO 2019

## 5.3 FINANCIAMIENTO DE LOS DESEQUILIBRIOS EN EL SECTOR EXTERNO



¿Qué significado macroeconómico tiene el resultado de la cuenta corriente? ¿Qué nos está indicando acerca de la economía de un país? Para responder a esta pregunta debe tenerse en cuenta que el saldo de la balanza comercial (**SBC**) es igual a la diferencia entre exportaciones (**X**) e importaciones (**M**):

$$\text{SBC} = \text{SBCb} + \text{SBCs} = \text{X} - \text{M}$$

Por lo que el saldo en cuenta corriente puede expresarse como:

$$\text{SCC} = (\text{X} - \text{M}) + \text{INRF} + \text{TRX}$$

Si se considera la identidad de la contabilidad nacional que establece que la oferta agregada –la suma del PIB (**Y**) y las importaciones (**M**)– es igual a la demanda agregada –suma del

consumo (**C**), la inversión (**I**), el gasto del gobierno (**G**) y las exportaciones (**X**)–, se obtiene que:

$$\text{SCC} = \text{Y} - (\text{C} + \text{I} + \text{G}) + \text{INRF} + \text{TRX}$$

El Producto Bruto Interno (o Ingreso doméstico) es un concepto distinto del Ingreso Nacional (**YN**). Esta última magnitud surge de adicionar al PIB los ingresos netos recibidos por los residentes del país. La diferencia entre ambos es precisamente la suma de **INRF** y **TRX**, por lo que:


$$\text{YN} = \text{Y} + \text{INRF} + \text{TRX}$$

El saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos puede expresarse como:

$$\text{SCC} = \text{YN} - (\text{C} + \text{I} + \text{G})$$

En otras palabras, el saldo de la cuenta corriente dice cuánto está gastando el país en relación a su ingreso nacional. Si el saldo en cuenta corriente es negativo, esto significa que el país como un todo está gastando por encima de su ingreso nacional. Lo inverso ocurre si el país está globalmente ahorrando (es decir, gastando menos que sus ingresos totales). Esta es una diferencia macroeconómica fundamental entre las economías abiertas y las cerradas al comercio con el mundo: en una economía abierta el gasto del país en un año determinado no tiene por qué ser igual a su producción de bienes y servicios.

El déficit en la cuenta corriente implica que el país solo pudo cubrir una parte de los pagos de divisas al exterior con ingresos provenientes del exterior. Pero, ¿cómo consiguió pagar el país la parte restante? La forma fácil de dar respuesta a esta pregunta es considerando que, cuando la economía incurre en un déficit



en cuenta corriente, los residentes deben pedir dinero prestado, es decir, el país se endeuda con el exterior. Claro que el concepto de financiamiento considerado puede ser más amplio e incluir la venta de activos externos o el uso de divisas acumuladas (de la misma forma que en el ejemplo de María, ella vendía su sofá o recurría a sus tenencias de efectivo en su cuenta bancaria para afrontar su exceso de gasto).

Para seguir fijando ideas, y con fines meramente expositivos, hagamos dos supuestos: (i) la Cuenta Capital tiene resultado 0 y (ii) el ajuste estadístico de Errores y Omisiones refleja exclusivamente transacciones no registradas en los flujos comerciales, de servicios y transferencias (y por lo tanto esta partida queda subsumida en el resultado de la cuenta corriente **SCC**).

Dado estos supuestos, el uso de las relaciones contables expuestas anteriormente permite re-expresar el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos como:

$$SCC = [\Delta A^* - \Delta P^*] + \Delta RI$$

Esta expresión indica que un desequilibrio en la cuenta corriente necesariamente implica un cambio en la posición deudora o acreedora global del país con respecto al resto del mundo. Todo superávit de cuenta corriente tiene como contrapartida financiera una acumulación neta de derechos sobre el extranjero, mientras que todo déficit requiere de un financiamiento, el cual refleja un aumento de las obligaciones netas<sup>2</sup>.

En el caso concreto de una posición deficitaria de la cuenta corriente, esta puede ser financiada con: (i) repatriación de capitales a

través de ventas de activos extranjeros en manos de nacionales; (ii) dinero que ingresa del exterior en forma de préstamos o inversiones (es decir, compras de activos nacionales por parte de extranjeros); (iv) posiciones deudoras en instrumentos financieros derivados y/o (iv) uso de reservas de divisas que el país tenía acumuladas. En todos los casos, la posición acreedora externa neta del país (la diferencia entre los activos extranjeros en manos de residentes y los activos nacionales en manos de extranjeros) se reduce.

Dado que un determinado país no puede apelar indefinidamente a la des-acumulación de activos externos por parte del sector privado y público y/o el uso de reservas del Banco Central, en última instancia debe existir una voluntad explícita de los agentes extranjeros de hacer préstamos o inversiones reales o financieras en el país para que sea

<sup>2</sup>Dado los supuestos que estamos haciendo, esta afirmación es estrictamente cierta siempre que el valor absoluto observado de la cuenta Errores y Omisiones sea menor al valor observado en términos absolutos de la Cuenta Corriente.

posible incurrir y sostener un déficit en cuenta corriente. En otras palabras, el país podrá mantener un desequilibrio negativo en su cuenta corriente por encima de lo que puede ser financiado por la utilización de sus propios activos en el exterior (incluyendo las reservas), sólo en tanto y en cuanto haya extranjeros dispuestos a financiar esos desequilibrios con sus ahorros.

Por último, notar que es posible que el país puede tener un saldo deficitario en cuenta corriente y, al mismo tiempo, estar acumulando reservas internacionales. Para ver ello, basta con reordenar la expresión anterior:

$$\Delta P^* - \Delta A^* = \Delta RI - SCC^*$$

En este caso, ambos términos del lado derecho ( $\Delta RI$  y  $- SCC$ ) serían positivos. Para que ello se cumpla, el ingreso neto de capitales ( $\Delta P^* - \Delta A^*$ ) debería ser de una magnitud tal que

permitiese financiar no solo el saldo deficitario en las transacciones en bienes y servicios con el exterior, sino también la acumulación de activos externos por parte del Banco Central. Haciendo el paralelismo con el ejemplo de las cuentas personales de María que vimos anteriormente, sería el caso en que María se endeudase no solo para cubrir su exceso de gasto, sino también para comprar una heladera (un activo) para su apartamento.



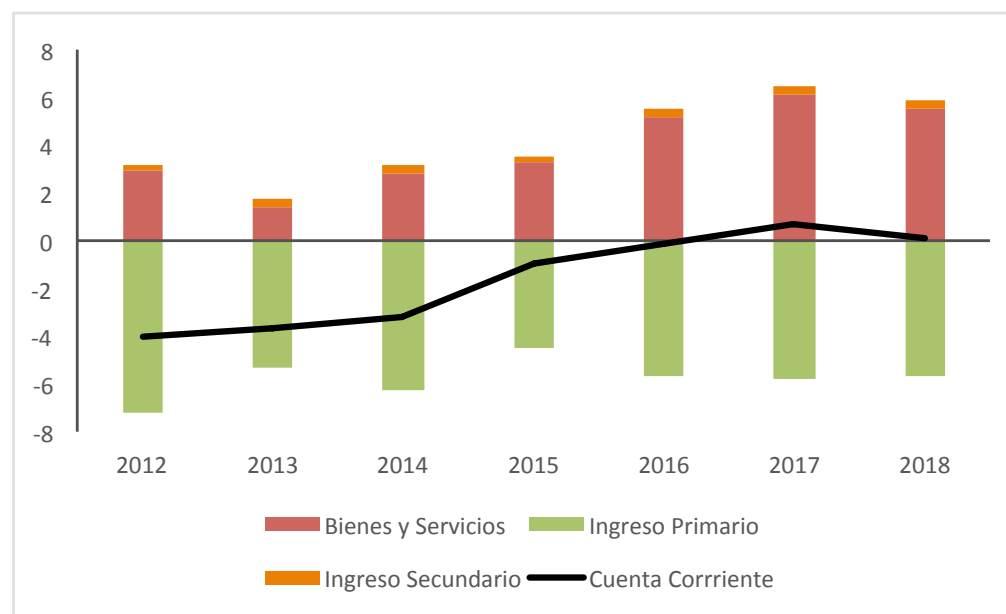
## 5.3.1 EVOLUCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS DE URUGUAY

Las gráficas 5.2 y 5.3 muestran la evolución anual entre 2012 y 2018 del saldo en la Cuenta Corriente y la Cuenta Financiera (expresada en millones de dólares)<sup>3</sup>. Durante este período, el saldo anual en la cuenta corriente de la economía uruguaya fue deficitario entre 2012 y 2016, y luego tuvo un resultado positivo en los años subsiguientes. Durante todo este período se observa un saldo superavitario en la balanza comercial de bienes, mercancías y servicios, y un resultado negativo en la cuenta de Ingreso Primario (asociadas a las rentas de inversión) e Ingreso Secundario. El máximo déficit en cuenta corriente (en términos del PIB) durante este periodo se alcanzó en 2012 y fue de aproximadamente 4%.



GRÁFICO 5.2

Evolución de la Cuenta Corriente por componentes  
(en % del PIB)



Fuente: Banco Central del Uruguay

<sup>3</sup> La serie revisada de Balanza de Pagos bajo la nueva metodología está disponible sólo desde el año 2012 en adelante.



La evolución de la Cuenta Financiera se exhibe en la gráfica 5.3. Para interpretarla, notar que los valores están expresados en términos de la acumulación neta de activos en el exterior por parte de residentes, en de acuerdo a la convención contable de signos adoptada en el registro de Balanza de Pagos. Así, un valor negativo en la gráfica indica que la acumulación neta de activos en el exterior por parte de residentes fue negativa o, lo que es equivalente, que se observó una variación positiva en los pasivos externos netos con el resto del mundo (aumento del endeudamiento neto). Se observa así que durante todo este período, excepto 2017, la economía uruguaya incurrió en endeudamiento neto con el resto del mundo- si bien hubo cambios importantes en los distintos tipos de flujos internacionales de capitales y en las reservas del Banco Central.

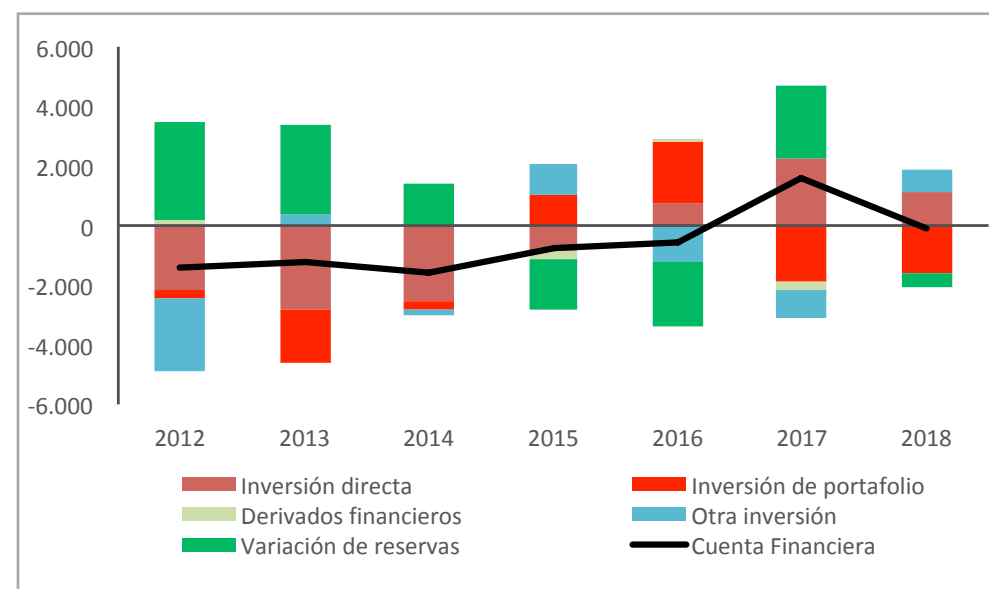
Entre el 2012 y 2014, el déficit de cuenta corriente fue financiado con un importante ingreso de capitales. En esos años, la economía uruguaya recibió grandes flujos de inversión extranjera directa, así como inversión de no residentes en bonos del gobierno uruguayo, particularmente aquellos denominados en moneda doméstica. En el caso de la inversión extranjera directa, se

destacan los proyectos de construcción de las dos plantas de celulosa en los departamentos de Río Negro y Colonia, y fuertes inversiones en el sector agro-industrial en un contexto de alza pronunciada del precio internacional de las materias primas exportables en el periodo 2003-2012. El fuerte influjo de inversión de portafolio se dio a partir de 2011, cuando entraron al mercado financiero local abultados capitales para demandar títulos públicos en moneda nacional y activos financieros emitidos por empresas privadas.

Estos instrumentos resultaban muy atractivos para inversores extranjeros dado las bajas tasas de interés en los países avanzados, y la fuerte apreciación de la moneda uruguaya que incrementaba los retornos en dólares de estas inversiones. Dado que la entrada neta de capitales hasta 2014 fue inclusive mayor al saldo deficitario en el comercio de bienes y servicios (es decir, el término  $\Delta P^* - \Delta A^*$  fue mayor en valor absoluto de **SCC** , esto le permitió además al Banco Central acumular reservas (un valor positivo de  $\Delta RIN$ ).

GRÁFICO 5.3

**Evolución de la Cuenta Financiera: Acumulación Neta de Activos Externos**  
(en millones de USD)



Fuente: Banco Central del Uruguay

A partir de mediados del 2013, sin embargo, se observó un enlentecimiento de la entrada neta de los flujos de capitales financieros (de portafolio y bancarios) a Uruguay. La suba en la tasa de retorno de los títulos de Estados Unidos y la apreciación del dólar que comenzaron en mayo del 2013 volvieron menos atractivos los títulos domésticos en pesos, e incentivaron las colocaciones del sector bancario uruguayo, tanto público como privado, en el exterior. Dado que el país contó, en términos netos, con un menor financiamiento del resto del mundo en las colocaciones de cartera y flujos bancarios, el ritmo al que el Banco Central fue capaz de seguir acumulando reservas durante el 2014 fue menor al de los años previos.

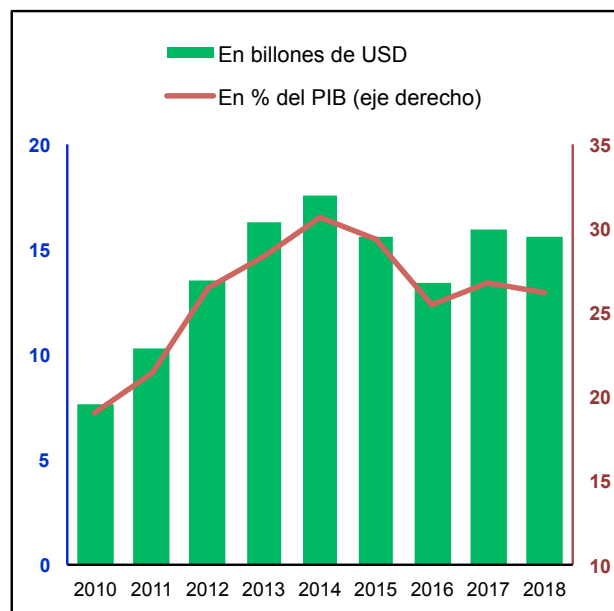
El año 2015 marca un cambio importante en la composición de los flujos en la Cuenta Financiera, y muestra una salida neta de capitales de capitales (explicada mayormente por los rubros de portafolio y otra inversión). Estos movimientos de capitales reflejaron tanto el comportamiento de residentes (que aumentaron sus activos netos con el sistema bancario en el exterior) así como de no residentes (que redujeron sus tenencias de títulos del gobierno y del Banco Central del Uruguay). La economía siguió financiándose en términos netos a través de los flujos de inversión extranjera directa, si bien en niveles inferiores al promedio registrado en la década anterior. A nivel agregado, la economía

debió apelar a los activos acumulados por el Banco Central (pérdida de reservas) para financiar el saldo deficitario en la cuenta externa de bienes y servicios y la salida neta de capitales.

Por último, vale destacar que durante 2017 la economía uruguayo fue un prestamista neto de fondos al resto del mundo por un total de **1586** millones de dólares. Ello fue en gran parte explicado por el fuerte aumento en la salida neta en flujos de inversión extranjera directa y acumulación de reservas internacionales, que más que compensó el ingreso de capitales de portafolio en títulos

de deuda pública. El año 2017 tuvo la particularidad de que la cuenta corriente también fue superavitaria en **419** millones de dólares (así como la cuenta capital, con un resultado positivo mucho menor de **5** millones de dólares). Dada la identidad contable que analizamos anteriormente, la Balanza de Pagos "cerró" con un significativo valor positivo en la partida de errores y omisiones (por un total de **1162** millones de dólares). El Gráfico 5.4 complementa el análisis de la balanza de pagos mostrando la evolución del stock de reservas internacionales a fin de cada año en millones de dólares, y como porcentaje del PIB.

GRÁFICO 5.4 **Stock de Reservas Internacionales del Banco Central**



Fuente: Banco Central del Uruguay

La suba en la tasa de retorno de los títulos de Estados Unidos junto con la apreciación del dólar que comenzaron en mayo del 2013 volvieron menos atractivos los títulos domésticos en pesos, e incentivaron las colocaciones en el sector bancario en el exterior.



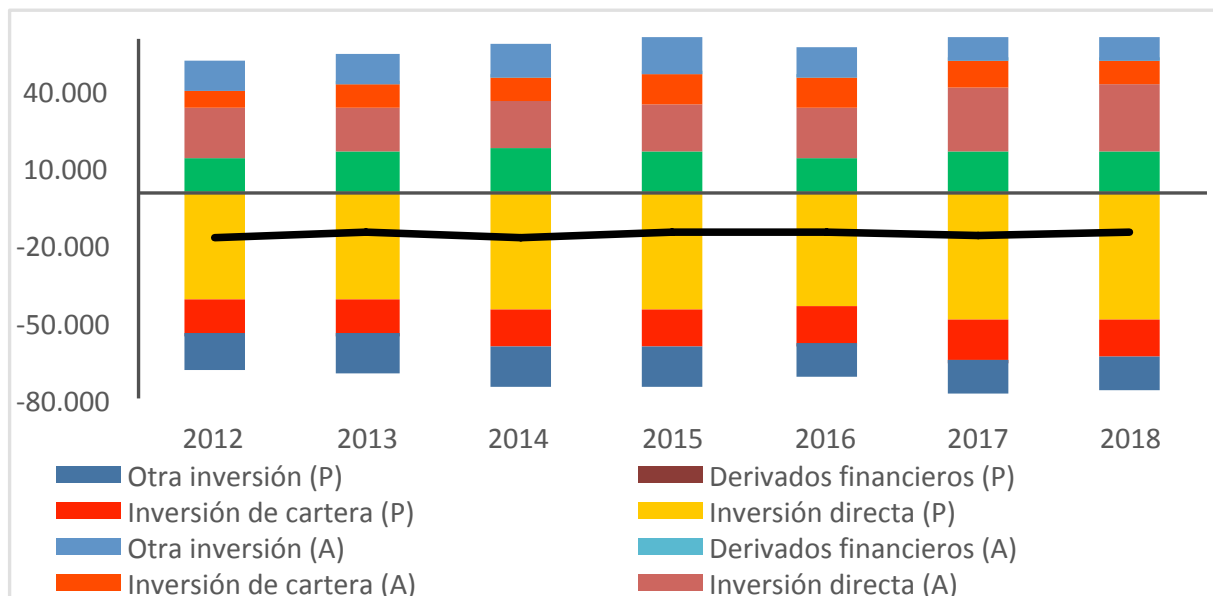
## 5.4

# POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE LA ECONOMÍA E INTEGRACIÓN FINANCIERA

Como vimos en la sección anterior los flujos de capitales que se registran en la balanza de pagos se ven reflejados en cambios en las tenencias de activos (posición acreedora) y pasivos (posición deudora) de los residentes uruguayos frente al exterior. El saldo de la misma (activos menos pasivos) se denomina **Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN)**. La PIIN puede interpretarse como el patrimonio (o estado financiero) de un país, y queda establecida a través del valor y de la composición de los activos y los pasivos externos (financieros y reales) de ese país en cada momento del tiempo.

GRÁFICO 5.5

**Posición de Inversión Internacional**  
(en millones de USD)




Fuente: Banco Central del Uruguay.

El Gráfico 5.5 muestra la evolución del stock y composición de activos externos (valores positivos) y pasivos externos (valores negativos), así como la trayectoria de la PIIN de Uruguay en los últimos años. Como se observa, la PIIN ha sido negativa, es decir, Uruguay es, y ha sido, un deudor neto respecto al resto del mundo. En 2018, la posición deudora neta fue de 17.265 millones de dólares (25,5% del PIB). A finales de ese año, los extranjeros tenían colocados en Uruguay

77.180 millones de dólares en activos productivos, instrumentos del mercado de capitales, préstamos y depósitos. Por otro lado, los residentes uruguayos tenían acumulados activos externos por un total de 61.962 millones de dólares. La posición deudora o acreedora externa en derivados financieros es casi nula en términos relativos. Si bien una mayor posición deudora suele leerse como un indicador de vulnerabilidad

externa de la economía, es importante diferenciar la naturaleza de la posición neta negativa frente al resto del mundo cuando se trata de dimensionar el grado de riesgo involucrado. No es igual que la posición sea deudora en base a un ingreso fuerte de inversión productiva, que lo sea a partir de deudas internacionales de corto plazo o capitales especulativos ("capitales golondrina"), ya que estos últimos tienen una alta volatilidad ante movimientos en los

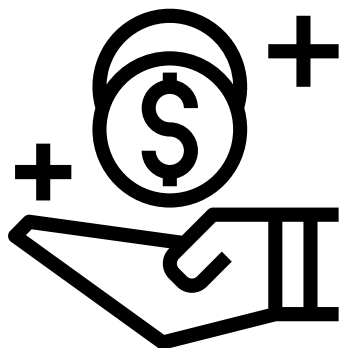


mercados financieros internacionales (como documentamos anteriormente). Por ende, la evaluación de la situación de los países en cuanto a su posición deudora (o acreedora) con respecto al resto del mundo requiere un análisis más profundo que el que surge de la simple observación de la evolución temporal del indicador de posición neta.

En el caso de Uruguay, en 2018 aproximadamente el 65% de las colocaciones de extranjeros (48.795 millones de dólares) correspondían a inversiones directas, que aumentaron en 8 puntos porcentuales del PIB respecto a 2012. En efecto, la profundización deudora de la PIIN referida anteriormente se explica en gran parte por la incorporación de inversión extranjera directa en la economía en los últimos 15 años. Por otro lado, casi 20% del stock de inversiones de no residentes en la economía uruguaya a finales de 2018 (14.930 millones de dólares) era inversión de cartera, y tenía como principal componente los títulos de deuda pública (fundamentalmente bonos del gobierno emitidos en los mercados internacionales, Notas del Tesoro locales y Letras de Regulación Monetaria emitidas por el Banco Central del Uruguay). Entre los pasivos externos de la economía uruguaya categorizados en las estadísticas oficiales



La inversión extranjera directa es más estable que las inversiones de portafolio y los préstamos bancarios, al estar menos conectada a los vaivenes de corto plazo de los ciclos financieros globales.



como "Otras Inversiones" se destacan los préstamos desde el exterior al sector público y privado, y los fondos de extranjeros, mayoritariamente de argentinos, depositados en el sistema bancario local. La reducción de los pasivos bancarios externos se explica, fundamentalmente, por la marcada disminución de los depósitos de argentinos en la plaza local ocurrida en el transcurso del año 2002, luego que se impusiera el denominado "corralito bancario" en Argentina.

Por el lado de los activos externos, puede apreciarse que a finales de 2018 el 25% correspondía a los activos de reservas del Banco Central. La inversión de portafolio de los uruguayos en el exterior (en bonos y acciones de empresas) se ha mantenido

estable en alrededor de 15% del total de los activos externos. Los depósitos y otros activos colocados en el exterior por residentes (del sector financiero y no financiero) sumaban 10.532 millones de dólares a finales de 2018, un 21% mayor a 2012.

En resumen, una parte sustancial del stock de pasivos externos de la economía corresponde a inversión extranjera directa. Dado que este tipo de inversión extranjera responde a las perspectivas de la evolución futura de la economía y está asociada al comportamiento del sector productivo, no se trata, en general, de capitales volátiles, sino que se radican por un tiempo prolongado en la economía y, por lo tanto, son más estables. Cuando los inversores extranjeros asumen una participación en la economía nacional —y a su vez los inversores locales invierten en el exterior— la propiedad cruzada que existe entre una economía y el resto del mundo permite compartir mejor los riesgos ante vaivenes de la economía mundial. Por el contrario, las colocaciones de portafolio y los depósitos bancarios son los más volátiles, ya que responden a diferenciales de tasas de interés, expectativas de devaluación, incertidumbre geopolítica y búsqueda de mayor seguridad en momentos de incertidumbre.





## 5.5 RESUMEN

Una economía abierta se relaciona con otras de dos formas: compra y vende bienes y servicios con la economía mundial, y compra y vende activos de capital en los mercados financieros. La Balanza de Pagos (BP) y la Posición de Inversión Internacional (PII) son estadísticas de carácter macroeconómico que resumen las relaciones económicas y financieras entre los residentes de un país y el resto del mundo.

La balanza de pagos es el registro que contabiliza el comercio e intercambio internacional de bienes, servicios y activos en una economía abierta entre residentes y no residentes. Toda balanza de pagos se divide en cuatro grandes secciones: la cuenta corriente, la cuenta capital, la cuenta financiera y la cuenta de errores y omisiones.





De la misma manera que los países comercian mercaderías entre sí, también existe el comercio de activos, tanto financieros como reales. Estos intercambios se conocen con el nombre de movimientos internacionales de capitales y son la contrapartida financiera de las transacciones en bienes y servicios. Los flujos de capitales entre países pueden adoptar muchas formas, incluyendo instrumentos financieros como préstamos bancarios, bonos o acciones, así como las transacciones en activos reales (por ejemplo, una fábrica) entre residentes y no residentes. En todos los casos, estas transacciones financieras implican adquirir un derecho sobre los rendimientos futuros de activos físicos o financieros en las economías.

La posición patrimonial del país respecto al exterior se conoce como Posición de Inversión Internacional Neta (PIIN). La PIIN es la diferencia entre lo que los residentes tienen invertido en exterior (por ejemplo, en forma de depósitos, títulos de deuda y en empresas) y lo que los extranjeros tienen invertido en el país. Cuando la PIIN es negativa, es decir, los pasivos externos son mayores a los activos externos, se dice que el país tiene una posición de inversión internacional deudora; cuando sucede lo contrario, se dice que el país tiene una posición acreedora respecto al resto del mundo.

Como vimos en el capítulo, existe una estrecha relación entre las relaciones económicas (tanto corrientes como financieras) de la Balanza de Pagos, y la Posición de Inversión Internacional. Por ejemplo, cuando un país gasta (consume o invierte) por encima de su ingreso nacional, necesariamente compra más bienes y servicios de los que vende al resto del mundo (tiene un saldo en cuenta corriente negativo). Tal como lo haría una familia, en ese caso el país en su conjunto (el sector público, privado y la Autoridad Monetaria) debe financiar ese exceso de gasto endeudándose en términos netos con el resto del Mundo (ingreso de capitales mayores a los egresos de capitales y/o reduciendo la liquidez en moneda extranjera que posee el Banco Central). Los movimientos de entradas y salidas de capitales, así como las variaciones en las reservas internacionales del Banco Central, se traducen en cambios la posición patrimonial respecto al resto del mundo.

Un país que tiene una posición patrimonial deudora con el exterior está más expuesto a los vaivenes de la economía global, y con ello, la disposición de los inversores de continuar financiándolo se reduce. Para evaluar los riesgos que ello implica, debe tenerse en cuenta no solo la magnitud de las obligaciones externas netas, sino fundamentalmente, la estructura de sus pasivos externos.

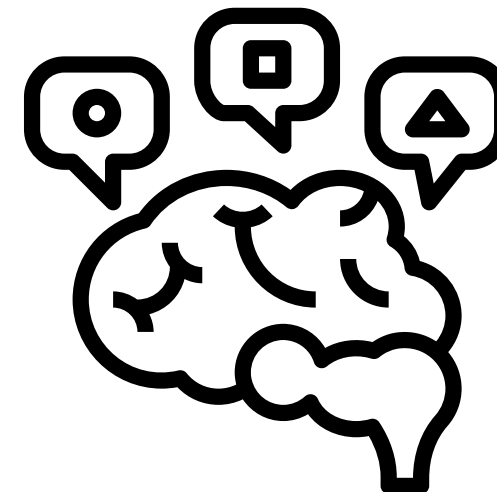
Al desglosar el saldo deudor externo de Uruguay, se observa que una parte importante del financiamiento durante este periodo provino de la inversión extranjera directa. La mayor estabilidad de la inversión directa hace que este tipo de movimientos de capitales se encuentren menos conectados con los ciclos financieros globales (si se compara con el resto de los flujos financieros internacionales), y por lo tanto menos sujetos a la volatilidad internacional. Por tanto, la economía uruguaya exhibió un importante cambio en su modalidad de integración financiera y, por tanto, en la matriz de riesgos asociados a los efectos del endeudamiento con el exterior. Asimismo, la importante acumulación de reservas mejoró la solidez financiera del sector público, y redujo la exposición de las finanzas públicas a fluctuaciones bruscas del tipo de cambio.



**Los movimientos de entradas y salidas de capitales, así como las variaciones en las reservas internacionales del Banco Central, se traducen en cambios en la posición patrimonial de un país respecto al resto del mundo.**

# 5.6

## PREGUNTAS DE REPASO



1.

¿Puede un país gastar por encima de lo que produce?

3.

¿Cuáles son los distintos tipos de movimientos de capitales?

2.

¿Puede un país acumular reservas internacionales si tiene un déficit en cuenta corriente?

4.

¿Qué son los capitales especulativos o "capitales golondrina"?

# 5.7

## BIBLIOGRAFÍA

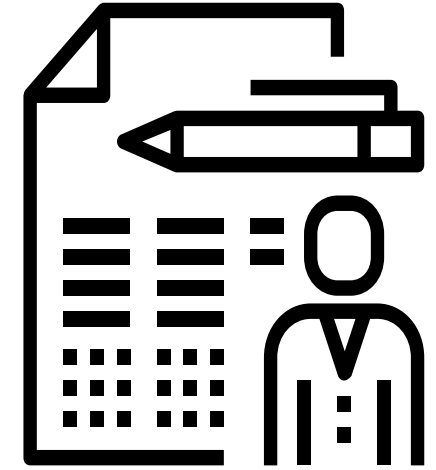
**GAGLIARDI, E. (2008).**

Macroeconomía de Economías Pequeñas y Abiertas. Segunda Edición.

**MANKIW, N. G. (2017).** Principios de Economía. Séptima Edición.

**TANSINI, R., EDITOR (2003).**

Economía para No Economistas. Segunda Edición.



A large container ship is docked at a port. The ship's hull is yellow and red. It is loaded with stacks of colorful shipping containers in shades of red, blue, and orange. A large crane is visible on the ship's deck. In the background, a city skyline is visible under a blue sky with some clouds. A red square with the number '5.8' in white is overlaid on the image.

# 5.8

## ANEXO TIPOLOGÍA DE MOVIMIENTOS INTERNACIONALES DE CAPITAL

Una clasificación bastante habitual de los flujos de capitales establece la distinción de los flujos de capital según el tipo de activo negociado.

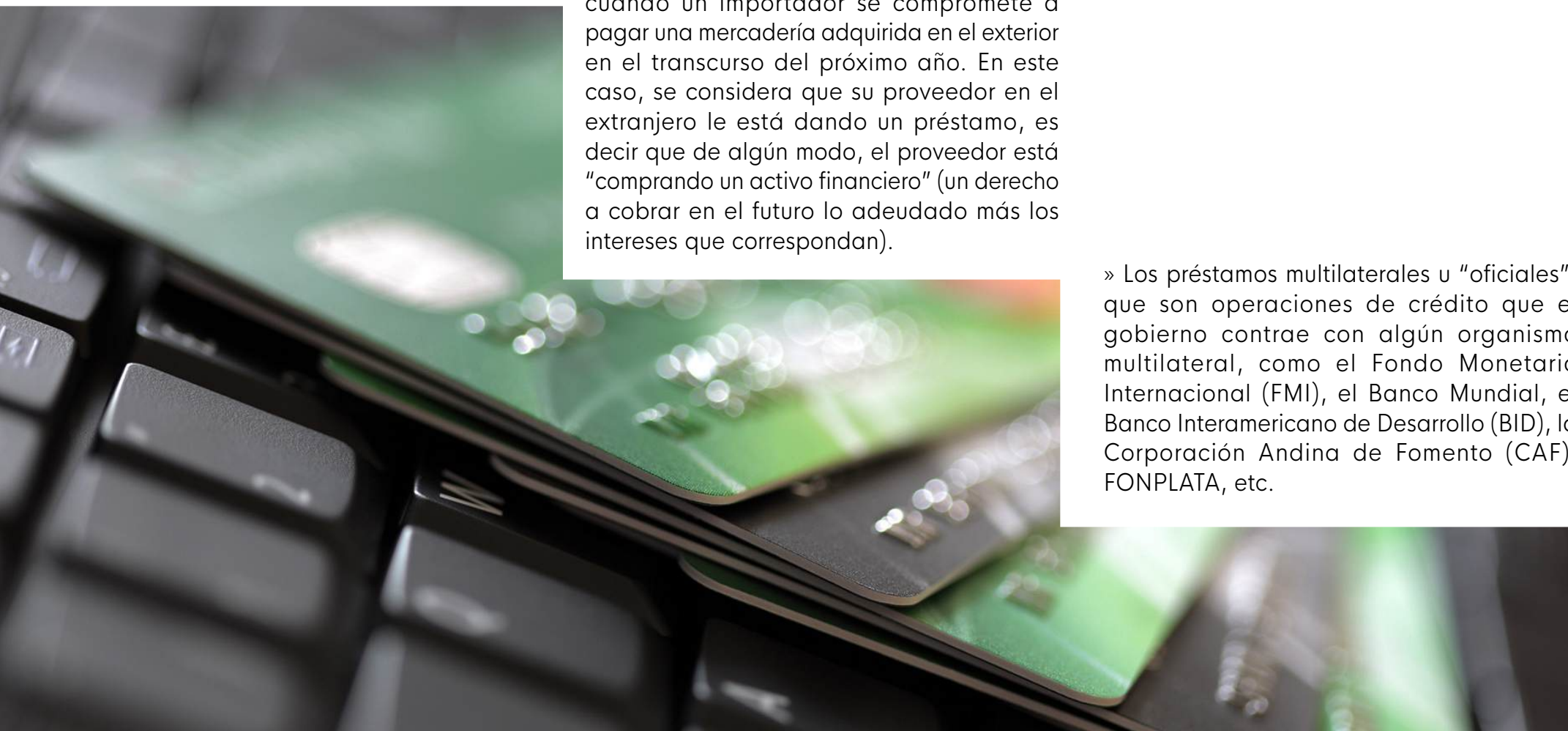
La **inversión de portafolio** (o de cartera) realizada por agentes extranjeros puede consistir, por ejemplo, en una compra de acciones de una empresa (llamados instrumentos de renta variable), o en la adquisición de un título del gobierno o de un instrumento del mercado monetario (renta fija). Estos valores se negocian en el mercado de capitales, ya sea localmente o en el exterior. A menudo este tipo de operaciones está relacionado con la idea de lograr una ganancia especulativa a corto plazo.

La inversión financiera en préstamos y depósitos incluye:

» Los depósitos de extranjeros en el sistema bancario del país, los préstamos transfronterizos de casas matrices a sus filiales y los préstamos de bancos locales a individuos o empresas localizados en el extranjero.

» Los créditos comerciales, por ejemplo, cuando un importador se compromete a pagar una mercadería adquirida en el exterior en el transcurso del próximo año. En este caso, se considera que su proveedor en el extranjero le está dando un préstamo, es decir que de algún modo, el proveedor está "comprando un activo financiero" (un derecho a cobrar en el futuro lo adeudado más los intereses que correspondan).

» Los préstamos multilaterales u "oficiales", que son operaciones de crédito que el gobierno contrae con algún organismo multilateral, como el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la Corporación Andina de Fomento (CAF), FONPLATA, etc.

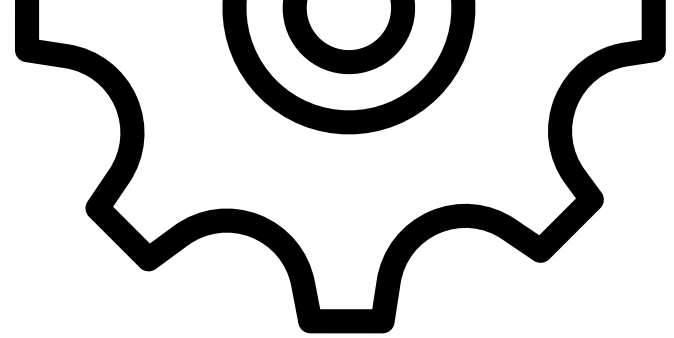


La **inversión extranjera directa** ocurre cuando el activo negociado entre residentes y extranjeros no es financiero sino real y puede adoptar diferentes características y formas. Una empresa extranjera puede establecer su presencia en el país en cuestión a través de una inversión en proyectos nuevos (conocida como inversión directa "greenfield"), por ejemplo, para construir una nueva fábrica, planta de distribución o tienda. Los inversores no residentes también pueden optar por invertir en una empresa de otra economía con el objetivo de adquirir el control o ejercer una influencia significativa en su dirección (generalmente mediante una participación de al menos 10% en el capital). Este tipo de inversión extranjera directa es conocida como "brownfield". La inversión extranjera también puede concretarse adquiriendo activos civiles, tanto inmobiliarios como tierras.

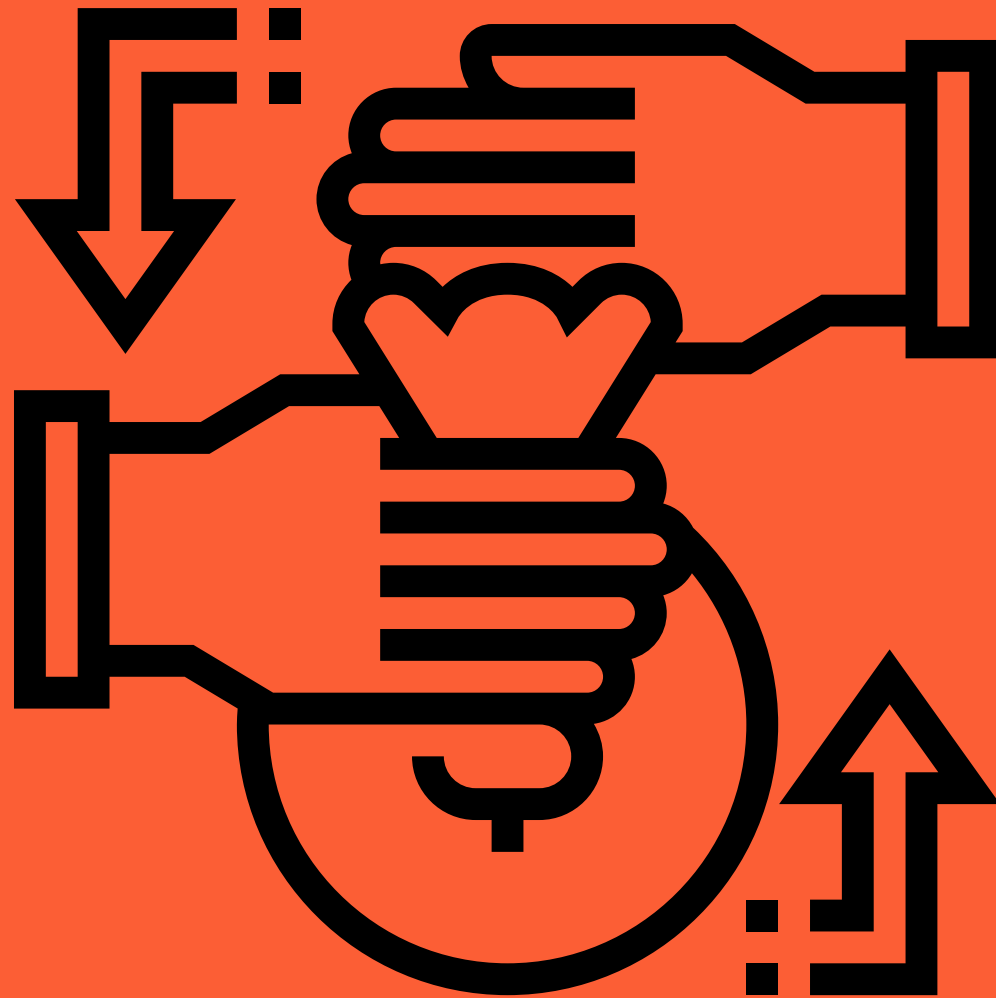
Las **inversiones directas** (ya sea a través de la compra de la empresa o ejecución de un nuevo proyecto) reflejan típicamente un objetivo de rentabilidad a largo plazo, que puede ser tanto inmobiliario como empresarial. La intención de radicarse en el país y obtener un "interés de larga duración"

es el componente crucial de la inversión extranjera directa. Asimismo, la mayoría de las sociedades que entran en un mercado extranjero mediante operaciones de inversión directa esperan influir de manera sustancial en la gestión de la empresa o controlarla en el largo plazo. Un inversor de cartera, por el contrario, puede vender en el mercado una acción o un bono de una empresa rápidamente (ya sea para consolidar una ganancia o para evitar una pérdida), sin un objetivo explícito de adquirir el control o ejercer una influencia significativa en la dirección de la misma.

Es importante tener en cuenta que lo que en este contexto se denomina "inversión extranjera" no siempre implica adiciones al stock de capital físico de la economía, por lo que no siempre se trata de una inversión productiva. Si una empresa nacional es adquirida por un extranjero, el stock de capital del país no ha variado en absoluto, y por tanto, no corresponde registrarla como una inversión según el criterio de la Contabilidad Nacional.



Las transacciones en **instrumentos financieros derivados** son contratos cuyo valor deriva, y de ahí el origen de su nombre, del precio de otra variable o activo, al que habitualmente se le llama subyacente. Estos activos subyacentes pueden ser acciones, índices, valores de renta fija, tasas de interés, divisas o precio de materias primas. Se caracterizan por fijar una fecha de liquidación futura, la que en algunos casos (como los contratos de opciones) puede o no ser ejercida. A través de dichos instrumentos se transan riesgos asociados a las fluctuaciones del precio del subyacente, ya sea con fines de cobertura o especulativo. Su cotización puede realizarse en mercados organizados (bolsas) o no organizados (*over the counter*, OTC por sus siglas en inglés).



Más capítulos del libro  
**Para Entender la Economía del Uruguay**  
en