

¿LIMITA EL AHORRO A LA INVERSIÓN?: UNA NOTA

Isabel ARGIMÓN*

Banco de España

En esta nota se analizan las relaciones de causalidad a largo plazo entre ahorro e inversión nacional en los países de la Comunidad Europea para el período 1960-90. Se concluye que, aunque de forma agregada se obtiene causalidad bidireccional, el análisis individualizado por países indica que sólo la inversión ha reaccionado ante cambios en el ahorro nacional, de manera que la relativa estabilidad observada en la balanza por cuenta corriente puede atribuirse a la respuesta de la inversión ante un desequilibrio exterior.

1. Introducción

La década de los ochenta ha visto aumentar tanto los desequilibrios exteriores en los países industrializados, en relación a las dos décadas anteriores, como las medidas liberalizadoras de los movimientos internacionales de capital emprendidas por estos países. La conjunción de estos dos fenómenos ha motivado la discusión en torno a los efectos que la liberalización financiera pueda tener sobre la relación entre ahorro e inversión. Debe tenerse en cuenta que, tradicionalmente, se le ha dado gran importancia al equilibrio exterior como objetivo de política económica y por tanto, merece la pena preguntarse en qué medida las nuevas condiciones que han surgido con la liberalización exigen replantearse el énfasis dado a este objetivo.

En esta nota, basada en Argimón y Roldán (1991), se propone analizar las relaciones entre ahorro e inversión nacional en los países de la Comunidad para el período 1960-1990 con el objetivo de determinar si existe alguna dependencia entre estas variables y en qué sentido. Para ello se especifica una relación dinámica entre ahorro e inversión en forma de mecanismo de corrección del error (Engle y Granger (1987)), que permite construir un contraste sobre la dirección de la causalidad a largo plazo entre las distintas variables. De esta manera es posible contrastar si es el ahorro o la inversión (o ambos o ninguno) el que se ajusta con el fin de alcanzar el equilibrio a largo plazo. Dado que el ahorro menos la inversión es (aproximadamente) la balanza por cuenta corriente, este equilibrio se define en términos de equilibrio exterior, que para los países de la Comunidad se muestra como estacionaria (véase Ballabriga, Dolado y Viñals (1991)).

* Agradezco los comentarios de J. J. Dolado, O. Bover, J. M. González-Páramo y las sugerencias de dos evaluadores anónimos y del editor.

2. Ahorro e inversión nacional

En la mayoría de economías occidentales se observa que la evolución del ahorro nacional y de la inversión nacional son muy similares, de manera que la balanza por cuenta corriente, que aproximadamente es equivalente a la diferencia entre estas dos magnitudes, suele moverse en torno a cero. En cambio, a nivel sectorial no parece que se produzca el mismo fenómeno, de tal manera que la necesidad o capacidad de financiación del sector público y del sector privado (la diferencia entre ahorro e inversión) puede alcanzar magnitudes considerables y presentar unas oscilaciones muy superiores a las que se producen en el agregado (véase Argimón y Roldán (1991)).

Mientras que al considerar aisladamente cada uno de los países se observa una estabilidad relativa en la diferencia entre ahorro e inversión nacional, a nivel del conjunto de estos países se observa un incremento de este diferencial a lo largo del tiempo. Como se refleja en el Gráfico 1, donde se recoge la media simple de los valores absolutos de los saldos nacionales del conjunto de países de la Comunidad Europea en porcentaje del PNB, los valores de las balanzas por cuenta corriente son en los ochenta, entre dos y cuatro veces superiores a los niveles alcanzados por esta variable en los sesenta¹. Este

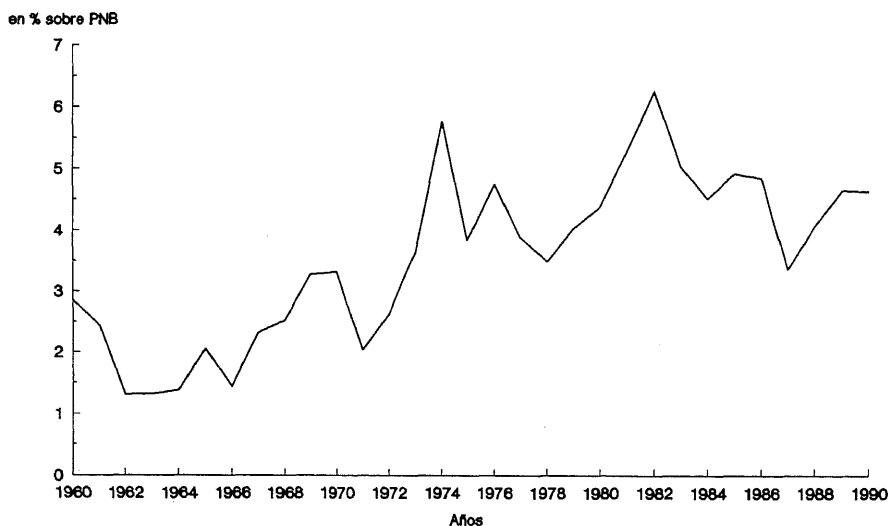


Gráfico 1
Media simple de los valores absolutos de los saldos corrientes
de los países de la CE

¹ Si se excluye Luxemburgo, dados sus valores extremos, la evolución es similar: en concreto, la media del período de la media de los valores absolutos de los saldos corrientes nacionales es la siguiente:

1960-69	1,80
1970-79	2,66
1980-90	2,89

aumento se debe principalmente a los elevados superávits de la República Federal Alemana y Países Bajos y los abultados déficits, sobre todo a principios de la década, de Irlanda, Grecia y Portugal. Por tanto, podría deducirse que la creciente integración de los mercados de capitales facilita la aparición de déficit y superávits mayores que los que se han podido observar en un mundo menos integrado, ya que bajo estas nuevas condiciones es posible su financiación. Bajo esta perspectiva, en la década de los sesenta, el ajuste a la senda de equilibrio se hubiera tenido que producir más temprano.

3. Causalidad

En un trabajo pionero de Feldstein y Horioka (1980) en el que se analizaban las relaciones a largo plazo entre ahorro e inversión se obtenían unos coeficientes muy próximos a la unidad en las regresiones de ahorro sobre inversión para un conjunto de países de la OCDE para el período 1960-74. Investigaciones posteriores han confirmado estos resultados, aunque su interpretación ha variado sustancialmente. Feldstein y Horioka argumentaban que en un mundo con libre movilidad de capitales cabría esperar que la correlación entre ahorro e inversión fuera pequeña y por tanto, el resultado que ellos obtenían parecía rechazar la hipótesis de que hubiera mucha movilidad. Se ha señalado que tanto la actuación del sector privado como la del público pueden provocar movimientos simultáneos de ahorro e inversión (véase Bacchetta (1990) para una revisión de la literatura) y que por tanto, la libre movilidad de capitales no es un factor necesario para que se observe una relación de dependencia entre estas variables.

Debe tenerse en cuenta que la relación que se mide al regresar el ahorro sobre la inversión (o la inversión sobre el ahorro) es una característica del largo plazo, que no tiene por qué satisfacerse en el corto plazo. Sin embargo, es posible analizar el ajuste dinámico a través del cual se mantiene esta relación estrecha entre ahorro e inversión. La evidencia que aquí se presenta parece indicar que es principalmente la inversión la que reacciona frente a cambios en el ahorro nacional, y que, por su parte, el ahorro nacional no responde a cambios en la inversión.

La identidad básica de una economía abierta, que establece que la diferencia entre el ahorro y la inversión nacionales debe ser financiada (si es negativa) mediante flujos de capital, se puede constituir en el punto de partida del marco de análisis. Las relaciones de causalidad entre ahorro e inversión se pueden estudiar, entonces, bajo hipótesis alternativas de comportamiento del sector privado y del sector público. En concreto, si el sector público utiliza su política presupuestaria para alcanzar el equilibrio exterior cabe esperar causalidad bidireccional entre ahorro e inversión. El mismo resultado se obtendría si el sector privado compensara el déficit público alterando su ahorro, bajo la hipótesis de equivalencia ricardiana. Sin embargo, si el ahorro no es sensible a los tipos de interés cabe esperar que el ahorro actúe como una restricción a la inversión y la causalidad vaya de ahorro a inversión (véase Argimón y Roldán (1991) para un análisis más detallado).

Si se considera un proceso de ajuste muy simple mediante el cual el cambio en la tasa de inversión (ahorro) anual varía inversamente con la diferencia entre inversión y ahorro (ahorro e inversión) que se ha producido en el año anterior (mecanismo de corrección del error), proporcionalmente con el cambio en la tasa de ahorro (inversión) contemporánea y se incluye un componente de inercia con el retraso en la tasa de inversión (ahorro), entonces se obtendrán las siguientes expresiones:

$$\Delta i_t = \alpha_0 - \alpha_1(i_{t-1} - s_{t-1}) + \alpha_2 \Delta s_t + \alpha_3 \Delta i_{t-1} \quad [1]$$

$$\Delta s_t = \beta_0 - \beta_1(s_{t-1} - i_{t-1}) + \beta_2 \Delta i_t + \beta_3 \Delta s_{t-1} \quad [2]$$

donde $i_t = I_t/Y_t$, $s_t = S_t/Y_t$, I es inversión nacional bruta, S es ahorro nacional bruto e Y es el Producto Nacional Bruto.

Dado que los coeficientes α_1 y β_1 representan parámetros asociados a variables en niveles (largo plazo), mientras que los coeficientes α_2 y β_2 representan parámetros asociados a tasas de variación (corto plazo), se dirá que $\alpha_1 \neq 0$, $\beta_1 = 0$ ($\alpha_1 = 0$, $\beta_1 \neq 0$) indica la existencia de causalidad de ahorro a inversión (de inversión a ahorro) en el sentido de Granger. Obviamente si ambos coeficientes son distintos de cero (iguales a cero) se daría causalidad bidireccional (no causalidad). Los coeficientes α_2 y β_2 recogen la respuesta a corto plazo.

Con el fin de obviar problemas de endogeneidad que la inclusión de la variable contemporánea podría generar, se ha optado por estimar también las ecuaciones [3] y [4].

$$\Delta i_t = \gamma_0 - \gamma_1(i_{t-1} - s_{t-1}) + \gamma_2 \Delta s_{t-1} + \gamma_3 \Delta i_{t-1} \quad [3]$$

$$\Delta s_t = \lambda_0 - \lambda_1(s_{t-1} - i_{t-1}) + \lambda_2 \Delta i_{t-1} + \lambda_3 \Delta s_{t-1} \quad [4]$$

En el Cuadro 1 se presentan los resultados obtenidos por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) de estas estimaciones, realizadas con datos anuales de todos los países de la Comunidad (excepto Luxemburgo) para el período 1960 a 1990. Las columnas (1) y (2), (5) y (6) contienen los resultados de las estimaciones de las ecuaciones [1] y [3], [2] y [4], respectivamente, en donde se ha tratado la Comunidad como un conjunto homogéneo de países. Las columnas (3), (4), (7) y (8) recogen los resultados obtenidos cuando se admiten diferencias en el punto de partida de los países, lo que equivale a utilizar un estimador intragrupos. Únicamente en la ecuación de inversión en la que se incluye como explicativa el ahorro contemporáneo, puede rechazarse la nula de que las diferencias en el nivel de partida para los distintos países no son significativas. En los demás casos, parece que la Comunidad puede tratarse como un conjunto homogéneo².

La evidencia así recogida parece sugerir que la causalidad bidireccional refleja la relación existente entre ahorro e inversión en el conjunto de países de la

² El contraste F de igualdad de medias proporciona los valores 2,50 para la ecuación de inversión y 0,94 para la de ahorro en la especificación con la variable contemporánea. En el caso de incluirse el retardo, el valor del contraste pasa a ser 1,80 y 0,32, respectivamente (el valor crítico al 5% es de 1,83).

CUADRO I

Causalidad entre ahorro e inversión en todos los países de la Comunidad (1960-1990)
(Excepto Luxemburgo)

Variables Independientes	Variable dependiente							
	Δi_t				Δs_t			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constante	0,16 (1,69)	0,10 (0,95)	—	—	-0,17 (1,66)	-0,14 (1,23)	—	—
$(i_{t-1} - s_{t-1})$	-0,17 (6,36)	-0,13 (4,02)	-0,26 (8,13)	-0,23 (5,70)	—	—	—	—
$(s_{t-1} - i_{t-1})$	—	—	—	—	-0,14 (4,73)	-0,10 (2,99)	-0,21 (5,41)	-0,12 (2,89)
Δs_t	0,43 (9,06)	—	0,42 (9,12)	—	—	—	—	—
Δi_t	—	—	—	—	0,46 (8,66)	—	0,49 (9,02)	—
Δs_{t-1}	—	0,13 (2,23)	—	0,06 (1,00)	0,17 (3,31)	0,29 (4,69)	0,20 (3,78)	0,30 (4,61)
Δi_{t-1}	0,05 (1,12)	-0,01 (0,20)	0,04 (0,97)	0,01 (0,18)	—	-0,14 (2,32)	—	-0,15 (2,39)
\bar{R}^2	0,2591	0,0805	0,2934	0,1028	0,2301	0,0629	0,2294	0,0415
T	319	319	319	319	319	319	319	319
Σ	853	1059	788	1000	932	1135	904	1124

Las columnas (3), (4), (7) y (8) son estimadores intragrupos.
Entre paréntesis, estadísticos t .
 Σ : suma del cuadrado de residuos.

Comunidad. El coeficiente de $-0,17$ ($-0,26$ según el estimador intragrupos) en la ecuación de inversión implica que un diferencial inversión-ahorro de un punto porcentual del PNB produce una reducción en la inversión en porcentaje del PNB de aproximadamente 17 (26) centésimas de punto al año siguiente. En el corto plazo, un punto de variación en el ahorro produce 0,4 puntos de variación en la inversión. Si no se admite causalidad contemporánea, entonces el ajuste se realiza más lentamente, tal como se recoge en las columnas (2) y (4).

En la ecuación de ahorro el valor del coeficiente de ajuste, $-0,14$ ($-0,21$, según el estimador intragrupos) es prácticamente igual al de la ecuación de inversión y mantiene la significatividad estadística. Por tanto, también el ahorro varía ante un desequilibrio exterior de cualquier signo, aunque el ajuste que se inicia por el lado del ahorro es mucho más lento que el del lado de la inversión. A corto plazo, el ajuste es de 0,5 puntos porcentuales (0,3 según el estimador intragrupos). Estos resultados de la ecuación de ahorro contrastan con los obtenidos en Feldstein y Bacchetta (1991) bajo un enfoque similar (aunque para un grupo de países y un período diferentes), en los que no se

obtenía un coeficiente estadísticamente significativo en esta ecuación, de manera que no podía hablarse de causalidad bidireccional, sino de que el ahorro causaba la inversión.

Sin embargo, al desagregar por países, parecen detectarse algunas diferencias entre ellos. Merece la pena tener en cuenta que, si dos series son integradas de orden uno (son $I(1)$), tal como ocurre con las tasas de ahorro e inversión de estos países, pero están cointegradas, entonces el modelo del mecanismo de corrección del error que se recoge en las ecuaciones [1] y [2] es una buena representación del proceso generador de los datos (Granger (1983)). Por tanto, en estos casos cabe esperar que exista causalidad al menos en una dirección (Granger (1988)). Si se considera exclusivamente el subconjunto de países cuyas series de ahorro e inversión están cointegradas, constituido por Bélgica, Dinamarca, Francia, Italia, Irlanda y España (véase Argimón y Rol-dán (1991)), el panorama cambia sustancialmente. En el Cuadro 2 se presen-

CUADRO 2
Ajuste dinámico entre ahorro e inversión en 6 países de la Comunidad*
(1960-1990)

Variables Independientes	Variable dependiente							
	Δi_t				Δs_t			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constante	0,26 (1,91)	0,22 (1,50)	—	—	-0,11 (0,99)	-0,05 (0,45)	—	—
$(i_{t-1} - s_{t-1})$	-0,21 (5,04)	-0,19 (4,13)	-0,35 (6,85)	-0,38 (6,39)	—	—	—	—
$(s_{t-1} - i_{t-1})$	—	—	—	—	-0,04 (1,01)	0,01 (0,34)	-0,06 (0,11)	0,10 (1,72)
Δs_t	0,44 (4,91)	—	0,37 (4,14)	—	—	—	—	—
Δi_t	—	—	—	—	0,28 (4,86)	—	0,26 (4,16)	—
Δs_{t-1}	—	0,18 (1,69)	—	-0,02 (0,17)	0,03 (0,39)	0,10 (1,16)	-0,01 (0,06)	0,01 (0,14)
Δi_{t-1}	-0,02 (0,36)	-0,09 (1,17)	-0,03 (0,42)	-0,03 (0,46)	—	-0,06 (0,96)	—	-0,04 (0,61)
\bar{R}^2	0,2270	0,1319	0,2910	0,2167	0,110	-0,004	0,101	0,006
T	174	174	174	174	174	174	174	174
Σ	452	508	402	445	283	321	280	309

(*) Estos países son Francia, Italia, Irlanda, Bélgica, Dinamarca y España.

Las columnas (3), (4), (7) y (8) son estimadores intragrupos.

Entre paréntesis, estadísticos t .

Σ : suma del cuadrado de residuos.

tan los resultados de estimar las ecuaciones de ahorro e inversión para estos países, de forma restringida (columnas (1), (2), (5) y (6)) e irrestringida, por medio de un estimador intragrupos (columnas (3), (4), (7) y (8)) de manera que pueda contrastarse si la restricción impuesta de igualdad de las medias para todos los países se acepta o se rechaza por los datos.

En la ecuación de ahorro no se puede rechazar, en ninguna de las dos especificaciones (con la contemporánea o con el retardo de la inversión), la restringida, lo que implica que las diferencias por países recogidas en la constante no son estadísticamente significativas. Por lo tanto, estos países pueden tratarse como un conjunto homogéneo en relación al ahorro. En cambio, en la ecuación de inversión, las diferencias por países son significativas, de manera que no puede rechazarse el estimador intragrupos³.

Los resultados de las estimaciones señalan que, por una parte, el valor del coeficiente del mecanismo de corrección del error en la ecuación de inversión para este subconjunto de países es ligeramente superior al del global, pasando a $-0,35$ si se toma la irrestringida ($-0,38$ si se elige la especificación con el retardo del ahorro), lo que indica que en estos países el ajuste se realiza un poco más rápidamente que en el conjunto más amplio. Por otra parte, el coeficiente de la ecuación del ahorro pierde toda significatividad estadística, tal como se recoge en las cuatro últimas columnas del Cuadro 2. Es decir, en el largo plazo, la inversión no afecta al ahorro, pero en cambio el ahorro sí que afecta a la inversión.

En el corto plazo el panorama es un tanto distinto: un punto porcentual de cambio en el ahorro se traduce contemporáneamente en un cambio en la misma dirección en la inversión de 44 centésimas de punto y un cambio de un punto en la inversión se traduce en un cambio de 28 centésimas de punto en el ahorro. Mientras este efecto a corto plazo perdura en la inversión, de tal manera que a largo plazo todo el cambio en ahorro se ha transmitido a la inversión, en el caso del ahorro el efecto se desvanece. En concreto, a los dos años, el ajuste de la inversión reduciría el diferencial con el ahorro a menos de medio punto porcentual del PNB y a los 5 años, el ajuste sería superior al 80 por ciento. En cambio, el ajuste del ahorro es inmediato, pero sólo de un cuarto de punto porcentual. En las especificaciones en las que se incluye la variable retardada (columnas (2) y (4) para la inversión y (6) y (8) para el ahorro), ésta no aparece nunca como estadísticamente significativa.

4. Análisis por países

Una vez realizadas estas estimaciones de forma conjunta, parece interesante desarrollar un análisis más desagregado con el objetivo de detectar diferencias específicas por países.

³ Para la ecuación de inversión el valor del contraste F es 4,10 cuando se incluye el ahorro contemporáneo y 4,67 cuando se incluye el retardo (el valor crítico es 2,21 al 5% de significatividad) y para la de ahorro es 0,35 y 1,28, respectivamente.

CUADRO 3
Ajuste dinámico entre ahorro e inversión
en algunos países de la comunidad

País	Coeficiente estimado del MCE en la ecuación de:			
	Inversión		Ahorro	
	(1)	(2)	(3)	(4)
España	-0,46 (4,05)	-0,53 (3,70)	0,01 (0,07)	0,06 (0,44)
Bélgica	-0,25 (2,59)	-0,41 (2,68)	-0,14 (1,00)	0,21 (1,16)
Dinamarca	-0,55 (2,61)	-0,43 (1,53)	-0,23 (1,41)	-0,13 (0,63)
Francia	-0,64 (3,88)	-0,78 (3,07)	-0,35 (1,82)	0,12 (0,52)
Italia	-0,44 (2,56)	-0,54 (2,59)	0,01 (0,11)	0,03 (0,29)
Irlanda	-0,30 (3,05)	-0,29 (2,53)	0,13 (1,17)	0,12 (1,19)

En las columnas (1) y (3) la ecuación estimada es:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \alpha_1 (y-x)_{t-1} + \alpha_2 \Delta x_t + \alpha_3 \Delta y_{t-1}$$

En las columnas (2) y (4) la ecuación estimada es

$$\Delta y_t = \beta_0 + \beta_1 (y-x)_{t-1} + \beta_2 \Delta x_{t-1} + \beta_3 \Delta y_{t-1}$$

En el cuadro se recoge el valor del coeficiente α_1 en las columnas impares y el de β_1 en las pares, y entre paréntesis el estadístico t .

Para ello, se llevan a cabo estimaciones de estas ecuaciones para cada uno de los países considerados en este subconjunto, con los resultados que se recogen en el Cuadro 3. Se observa que para todos los países analizados, la dirección de causalidad a largo plazo va del ahorro a la inversión, de manera que se podría decir que el ahorro se ha podido constituir en una restricción a la inversión. Asimismo, se observa que el coeficiente estimado en la ecuación de inversión para el conjunto tiene un valor inferior al estimado, prácticamente, para cada país, que oscila entre un $-0,64$ de Francia y un $-0,25$ de Bélgica. Estos valores aumentan si se considera la especificación que excluye la contemporánea e incluye el retardo, tal como se recoge en la columna (2). Bajo esta especificación destaca el resultado obtenido para Dinamarca ya que en este caso no se detecta causalidad en ninguna de las dos direcciones, lo que entra en contradicción con los resultados sobre cointegración. En el caso francés el ajuste a un desequilibrio exterior por parte de la inversión es muy rápido.

En cambio, para estos seis países y a diferencia de lo que ocurría para el agregado total, el ahorro no parece reaccionar frente a desequilibrios en el saldo exterior. Los coeficientes estimados en la función de ahorro son muy reducidos no sólo en valores absolutos sino en relación a su error estándar. Por

tanto, parece que no puede rechazarse la hipótesis nula de ausencia de causalidad en esta dirección.

Las diferencias que existen entre los valores estimados para el conjunto total (Cuadro 2) y los obtenidos para los países individualmente pueden deberse a varios factores. Entre ellos el más obvio es que no se dispone de resultados individualizados para algunos de los países que entraron en la estimación agregada, y que por tanto, pueden haberse quedado fuera países con características similares en cuanto al comportamiento del ahorro y de la inversión. Por otra parte, circunscribiéndose exclusivamente a los seis países analizados con más detalle, debe señalarse que se puede rechazar la hipótesis de igualdad de pendientes para la ecuación de inversión y de ahorro, de manera que las diferencias en la velocidad de ajuste son estadísticamente significativas, sólo si se adopta la especificación con la variable contemporánea. Cuando la especificación alternativa es elegida, no puede rechazarse la restringida de que la velocidad de ajuste es similar en este grupo de países⁴.

Ello lleva a concluir que los resultados obtenidos para el conjunto de la muestra deben tomarse con cierta cautela. Sin embargo, parece que hay unanimidad en señalar que la inversión nacional ha reaccionado ante cambios en el ahorro nacional, de manera que la relativa estabilidad observada en la balanza por cuenta corriente puede atribuirse a la respuesta de la inversión ante un desequilibrio exterior. Por otra parte, parece que el ahorro no muestra tal sensibilidad al desequilibrio exterior o en todo caso, que esta sensibilidad es muy pequeña. Por tanto, puede concluirse que la inversión no se ha constituido ni en un estímulo ni en una restricción al ahorro.

Referencias

- Argimón, I. y Roldán, J. M. (1991): «Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE». Documento de trabajo 9110. Servicio de Estudios del Banco de España.
- Bacchetta, P. (1990): «Ahorro, inversión y movilidad internacional de capitales». *Moneda y Crédito*, 191.
- Ballabriga, F.; Dolado, J. J. y Viñals, J. (1991): «Investigating private and public saving-investment gaps in EC countries» CEPR, Working Paper 607.
- Engle, R. y Granger, C. (1987): «Cointegration and error correction: representation, estimation and testing», *Econometrica* 49.
- Feldstein, M. y Bacchetta, P. (1991): «National saving and international investment» en *National saving and economic performance* Shoven y Bernheim (eds.) University of Chicago Press.

⁴ El contraste de igualdad de pendientes cuando se permiten distintas medias, utilizando la *F* proporciona los valores 2,0 para la ecuación de inversión y 2,17 para la de ahorro (1,67 es el valor crítico al 5% de significatividad), cuando se elige la especificación con la variable contemporánea. En el caso de que se incluya el retardo, el valor del contraste pasa a ser de 0,98 y 0,80, respectivamente.

- Feldstein, M. y Horioka, Ch. (1980): «Domestic saving and international capital flows». *Economic Journal* 90.
- Granger, C. W. J. (1983): «Cointegrated variables and error-correcting models» Economics department discussion paper 83-13. University of California, San Diego.
- Granger, C. W. J. (1988): «Some recent developments in a concept of causality», *Journal of Econometrics* 39.

Abstract

In this note the long run causality relationships between national saving and investment in European Community countries for the period 1960-90 are analysed. The results point out that, although in the aggregate bicausality is found, in a country by country analysis only investment has reacted to changes in national saving. Therefore, the relative stability observed in the current account may be attributed to the response of investment to external imbalances.

Recepción del original, marzo de 1992
Versión final, octubre de 1992