

Capítulo 3

Las Relaciones Internacionales a través del Balance de Pagos y los Regímenes Cambiarios

*Alejandro Naclerio
Leonardo Perez Candreva
Pablo Chena*

Siguiendo con nuestra descripción del sistema económico vista en el capítulo 2, y las definiciones contables estudiadas (PBI, VA, DA), veremos más profundamente en este capítulo las relaciones internacionales y sus efectos sobre el producto y el ingreso que genera una economía año a año.

Hasta ahora vimos, al estudiar la matriz insumo producto en una economía abierta, que las relaciones comerciales con el resto del mundo se representan por el saldo en divisas de la balanza comercial o cuenta mercancías (exportaciones menos importaciones de bienes). Veremos ahora el balance de pagos (BP), el cual incluye no sólo el saldo de la cuenta mercancías sino también otras cuentas que involucran entrada y salida de divisas.

El BP es el registro contable de las operaciones que realiza un país con el resto del mundo. Para el caso de Argentina la valuación de dichas transacciones se realiza en dólares estadounidenses y pueden consultarse en el sistema de cuentas nacionales¹.

Debido a que las operaciones internacionales generan ingresos de divisas (por ejemplo la exportación de un bien) o egresos de divisas (por ejemplo la importación de un bien) es que resulta necesario estudiar el mercado cambiario para comprender el BP.

Este mercado particular en donde se tranza moneda nacional por moneda extranjera funciona pautado por un determinado régimen cambiario o sistema de tipo de cambio². En general, podemos diferenciar los sistemas de tipo de cambio fijo de los de tipo de cambio flexible, y dentro de ellos varias formas adoptadas, tales como convertibilidad o flotación administrada. La elección de uno u otro régimen resulta de los objetivos de política económica que se fijan las autoridades. De estas cuestiones nos ocuparemos en capítulos posteriores.

Veremos primero los conceptos que nos permiten entender el BP, por un lado la cuenta corriente y sus componentes y por el otro el funcionamiento de la cuenta capital. Asimismo, analizaremos cómo se registran las operaciones que surgen de estas cuentas. En segundo término repasaremos los diferentes sistemas o regímenes cambiarios que determinan el funcionamiento del mercado cambiario. Luego veremos algunos datos para Argentina describiendo la evolución de las cuentas del BP durante los últimos años y algunas características de la adopción de diferentes sistemas de tipo de cambio. Dejaremos para el capítulo 13 el estudio formalizado de la interacción de los mercados en una economía abierta.

¹ En el sitio www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales se presentan las estimaciones del BP argentino. En dicho sitio se encuentra el trabajo “Metodología de Estimación del Balance de Pagos”, publicado por la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. Tomamos aquí la última actualización de dicho documento realizada en Mayo 2007. La metodología utilizada sigue las pautas que se establecen en el Manual, FMI (1999).

² Usaremos el concepto régimen cambiario como sinónimo de sistema de tipo de cambio.

El balance de pagos

El balance de pagos (BP) se define como el registro contable que detalla las transacciones económicas entre residentes de un país y del resto del mundo durante un período de tiempo determinado (un año, un trimestre, etc.). En este contexto, el concepto de *residente* de un país hace referencia a toda persona física o jurídica cuyo centro de interés económico o actividad principal se encuentra dentro de las fronteras de ese país. Por ejemplo, un argentino que vive y trabaja en argentina o un ciudadano cuya nacionalidad no sea argentina (italiano, paraguayo, chileno, etc.) pero que vive y trabaja dentro del territorio nacional argentino.

Cuentas que componen el BP³

En el esquema 1 se presenta el BP conceptualmente. El mismo está compuesto por tres grandes partidas:

- A. la cuenta corriente, CC
- B. la cuenta capital y financiera, CKyF
- C. las variaciones de reservas internacionales⁴.

Cuando se realiza una transacción con el resto del mundo pueden ingresar o egresar divisas al país. Por ejemplo, al exportar una tonelada de soja a China ingresa x cantidad de dólares⁵, en cambio si se importa una computadora desde Estados Unidos egresan x cantidad de dólares. Por otro lado, si un residente norteamericano abre un plazo fijo en un banco en Argentina eso implica un ingreso de divisas y si un residente argentino compra un activo norteamericano implica una salida de divisas.

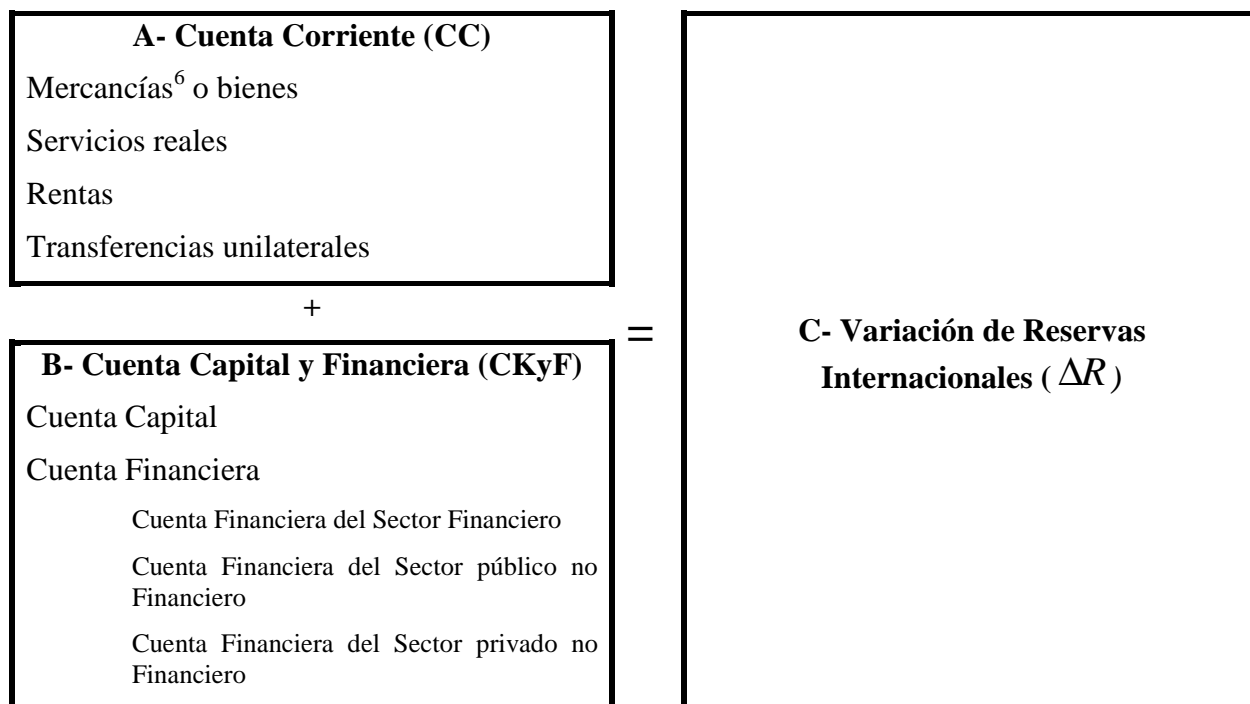
Como se observa en el esquema 1, si CC y CKyF son ambas positivas entonces se acumularán reservas internacionales. En cambio, si la CC es positiva y CKyF es negativa puede suceder que se acumulen reservas internacionales, si la primera tiene un valor absoluto mayor a la segunda, o bien que se desacumulen Reservas Internacionales si la primera es menor a la segunda en valor absoluto.

³ Desde el punto de vista contable, para que el BP arroje saldo cero debe agregarse a estas cuentas una partida residual denominada “errores y omisiones” (EyO) que se genera al computar las estimaciones. Veremos que esta partida es tenida en cuenta en la presentación de datos sobre Argentina.

⁴ Las reservas internacionales están conformadas por la cuantía de oro y divisas que acumuló el Banco Central a una determinada fecha (variable stock). Veremos, en el capítulo 4, las relaciones monetarias que explican su variación. La variación de las reservas es una variable flujo.

⁵ Utilizaremos la divisa dólar estadounidense como ejemplo ya que las estimaciones del BP se realizan en esa moneda.

Esquema 1: EL BP en funcionamiento



A) La cuenta corriente (CC), está compuesta por los siguientes agregados:

1. bienes y servicios reales
2. rentas
3. transferencias unilaterales

A.1) Las transacciones de bienes y servicios reales⁷

Las exportaciones de bienes y servicios reales se registran en el BP con signo positivo (ingreso de divisas), y las importaciones con signo negativo (salida de divisas). Por ejemplo, en el caso de una maquinaria agrícola argentina exportada hacia otro país por un monto de US\$100, su registración en la cuenta mercancías se realizará con signo positivo. Mientras que una importación de insumos industriales desde Europa por un monto de US\$100 se registrará con signo negativo. Si se importa el repuesto de una máquina industrial desde Europa por US\$80 y para traerlo al país deben pagarse fletes y seguros por US\$20, que son contratados a

⁶ Siguiendo la definición de DNCI, (2007), pp.5- 6), dentro de los bienes se incluyen:

- Mercancías generales: bienes muebles que son objeto de una transferencia de propiedad entre residentes y no residentes. Asimismo, se incluyen los bienes adquiridos mediante arrendamiento financiero, efectuándose dentro de la cuenta financiera el asiento compensatorio por el crédito o la deuda con el arrendatario.
- Bienes para transformación: bienes que se importan o exportan para ser transformados y que abarcan dos transacciones: i) exportación de un bien, y ii) reimportación del bien transformado en base a un contrato y mediante el pago de derechos. No existe en este caso traspaso de propiedad.
- Reparaciones de bienes: trabajos de reparación efectuados por residentes en bienes muebles que son propiedad de no residentes (o viceversa).
- Bienes adquiridos en puertos por medios de transporte; por ejemplo: combustibles y víveres.
- Oro no monetario: exportaciones e importaciones de oro que no esté en poder de las autoridades monetarias como activo de reserva (oro monetario).

⁷ Estos servicios son reales, por ejemplo: fletes, viajes, seguros. No incluye los servicios financieros. Por ejemplo, los intereses de deuda externa se incluyen en la partida rentas de la inversión.

una empresa residente en Europa, este último monto se computa con signo negativo en la cuenta Servicios reales.

A.2) Dentro de la cuenta rentas se registra, con signo negativo, toda retribución devengada a favor de los factores productivos (capital y trabajo) que son propiedad de no residentes y que aportan valor en la economía doméstica (se incluyen aquí, por ejemplo, los servicios de la deuda externa que los residentes en la Argentina contraen con el Resto del Mundo). Con signo positivo se contabilizan en esta cuenta las retribuciones percibidas desde el exterior como compensación por el uso de factores productivos, que son propiedad de los residentes, pero que aportan valor en otras economías.

Las rentas originadas en el factor capital, también llamadas rentas de la inversión, se dividen en utilidades y dividendos provenientes de inversiones extranjeras directas y en los intereses que provienen de las inversiones de cartera

Al dividir las rentas en estas dos partidas podemos ver la exposición de la economía a los flujos financieros especulativos de corto plazo. En este sentido, se puede interpretar que si las inversiones financieras de corto plazo (menos de un año) son importantes, la economía corre riesgo de que gran parte de los mismos salgan del país abruptamente, ocasionando fuertes variaciones en el nivel de reservas o en el tipo de cambio (dependiendo del régimen cambiario existente como veremos más adelante).

Por otra parte, los *intereses* devengados sobre las deudas que contrajeron residentes del sector público y privado doméstico con no residentes se computan con signo negativo en la CC. Por ejemplo, si una empresa argentina se endeuda por US\$1000 con un banco peruano para pagar una compra de hilados de algodón peruano que devengará un interés del 10%. Los US\$100 devengados por intereses, se computan con signo negativo en la partida *intereses* perteneciente a la cuenta rentas de la inversión de la CC.

A.3) Las transferencias corrientes netas. Integran esta partida los traspasos de propiedad de recursos reales o financieros sin que exista una contrapartida económica por ello. Por ejemplo, el envío de dinero familiar de personas que emigran y trabajan en otros países. Este sería el caso de un argentino que vive en España desde el año 2001 y envía todos los años para las fiestas de diciembre parte de sus ahorros anuales estimados en US\$ 2000 promedio. Puesto que este argentino es considerado residente en España, dicho monto se registra con signo positivo en la cuenta transferencias corrientes de la CC argentina.⁸

B) Cuenta capital y financiera:

Según la metodología utilizada en Argentina:

“La cuenta capital y financiera (CKyF)⁹ contabiliza los créditos por activos de residentes que son pasivos de no residentes, y los débitos por pasivos de residentes que constituyen deudas contraídas con no

⁸ Se excluyen de esta partida las transferencias que implican un traspaso de propiedad de activos fijos, la condonación de pasivos por parte de un acreedor sin que exista contrapartida, etc. Un ejemplo lo constituyen las transferencias de capital.

⁹ Algunos autores, (por ejemplo Sachs y Larraín, (2002) pp. 504-505) denominan “CK no oficial” a aquella CKyF que no tiene en cuenta a la variación de las reservas internacionales. La CK que incluye las variaciones en las reservas internacionales la denominan “CK Amplia”. La CC y la CK amplia (que incluye a las variaciones en las reservas internacionales) deben ser idénticas por definición contable. Pero, debido a registros incompletos de las transacciones, difícilmente ambos conceptos den el mismo monto. Por este motivo existe la partida “errores y omisiones” que refleja estimaciones de transacciones comerciales y financieras. Resumimos la idea en la siguiente ecuación: Errores y Omisiones (E y O) = - (CC + CK amplia) = - [CC + CK (no oficial) + (- Variaciones netas en las Reservas internacionales)]

residentes. Esta cuenta tiene dos componentes principales, la cuenta de capital, y la cuenta financiera” (DNCI, 2007 p. 22)

B.1) La cuenta de capital consta de dos tipos de partidas.

Por un lado, las *transferencias de capital*, que incluyen la condonación de pasivos por parte de acreedores sin que se reciba una contrapartida (como puede ser la condonación de una deuda de un país a otro), y las transferencias de capitales de emigrantes. Por otro lado, la *adquisición o enajenación de activos no financieros no producidos*. Por ejemplo, las transferencias de propiedad de patentes y derechos de autor y la compra-venta de tierras por parte de embajadas¹⁰. Pero en general ésta es una cuenta de poca importancia numérica.

B.2) La cuenta financiera, contabiliza la variación de activos y pasivos financieros entre residentes y no residentes, muchos de los cuales devengarán luego rentas que se contabilizarán en la cuenta corriente. Como señala la metodología de la DNCI:

“En la cuenta financiera se registran las transacciones de activos y pasivos financieros entre residentes y no residentes. Los activos financieros comprenden las tenencias de oro monetario, derechos especiales de giro (DEG), títulos de crédito frente a no residentes e inversiones en participaciones accionarias de inversiones directas o en cartera. Los pasivos de una economía con el exterior consisten en su endeudamiento con no residentes (deuda externa) y los pasivos por participaciones accionarias de inversiones directas y en cartera” DNCI (2007 p. 22).

Podemos distinguir dos tipos de transacciones en la cuenta financiera.

Por un lado, la inversión extranjera directa: originada cuando residentes domésticos invierten en el exterior o cuando no residentes hacen lo propio en el país. Por ejemplo, si se abre una fábrica de autos de propiedad japonesa. En este caso, el monto de ingreso de capital equivale a la inversión que realiza la firma para instalarse en el país. Nótese que a medida que dicha firma envía utilidades a Japón genera una salidas de divisas que se registra en la cuenta corriente (en la cuenta rentas de la inversión). El caso inverso podría ser, por ejemplo, una firma siderúrgica propiedad de residentes nacionales que realiza una inversión en México. Esto implica una salida de capitales por el monto de la inversión y, a medida que se remiten utilidades y dividendos al país, implica un ingreso de divisas registrados en la cuenta rentas de la inversión.

Por otro lado se encuentran los flujos de capital financiero originados en la emisión o compra de activos financieros entre residentes y no residentes. Por ejemplo, si el gobierno argentino recibe un préstamo del FMI a pagar en 10 años, se registrará una entrada de capitales por el monto del préstamo (signo positivo) en un primer momento y luego, a medida que se van pagando los intereses, se registrarán salidas de divisas en la cuenta corriente (rentas con signo negativo). Si al año 10 se cancela la totalidad del capital del préstamo en un solo pago, entonces se registrará una salida de capitales por dicho monto.¹¹

C) La **cuenta de variación de las reservas internacionales** (ΔR) es un agregado resultante de las dos cuentas anteriores. Las reservas internacionales son activos que las autoridades monetarias (o Bancos Centrales) poseen sobre el exterior. Una característica de estos activos

¹⁰ “La única información que se computa en esta última cuenta es la de la condonación de deuda (operaciones esporádicas), y la compra/venta de patentes y marcas, y la de pases de deportistas entre clubes residentes y no residentes. Puesto que se refieren a operaciones de activos intangibles, se incluyen en el rubro adquisición o enajenación de activos no financieros no producidos” (DNCI, 2007 p. 22).

¹¹ Si para cancelar el capital se decide volver a pedir un préstamo, entonces se producirá una nueva entrada de divisas con su registración correspondiente.

es que puede disponerse de ellos en forma inmediata para lograr diferentes objetivos de política económica.¹²

Recuadro 3.1: La Cuenta Corriente y el Balance De Pagos en la Contabilidad Nacional

La siguiente ecuación resume la definición de CC con las tres partidas principales.

$$CC = (X - IM) + RN + TN \quad (1)$$

donde

CC: saldo de la cuenta corriente del balance de pagos,

X: exportaciones de bienes y servicios reales,

IM: importaciones de bienes y servicios reales,

RN: rentas netas. Son las rentas pagadas a factores productivos propiedad de residentes en el exterior, menos las rentas cobradas por los factores productivos propiedad de residentes argentinos que prestan servicios en el exterior,

TN: transferencias corrientes netas recibidas del exterior,

Si a la ecuación (2) del PBI que vimos en el capítulo 2, y que reproducimos a continuación, le agregamos las rentas netas pagadas a factores del exterior (RN) obtenemos el Producto Nacional Bruto (PNB). Si le agregamos las transferencias netas recibidas del exterior (TN) obtenemos el Producto Nacional Bruto disponible (PNBd), que significa el valor de la producción de bienes y servicios reales finales generados por los factores productivos propiedad de residentes ya sea dentro o fuera del espacio económico de la economía doméstica en cuestión. Luego, en dicha expresión podemos introducir la ecuación (1) para llegar a la ecuación (3):

$$PIB = C + G + IBI + (X-IM) \quad (2)$$

$$PNBd = PIB + RN + TN = PNB + TN = C + G + IBI + (X-IM) + RN + TN \quad (3)$$

donde:

PIB: producto interno bruto,

PNBd: producto nacional bruto disponible,

C: consumo privado,

G: consumo público,

IBI: inversión interna bruta (privada y pública),

Partiendo de la ecuación (3) podemos hallar otra definición de CC:

$$PNBd - C - G - IBI = (X-IM) + RN + TN$$

Considerando la ecuación (1), y la definición de ahorro nacional bruto ($ANB = PNBd - C - G$) llegamos a la ecuación (4):

$$ANB - IBI = CC \quad (4)$$

Por otro lado, presentamos a continuación la ecuación del BP¹³:

$$BP = CC + CK \text{ no oficial} + (-\Delta R) = 0 \quad (5)$$

Las cuentas CKyF y ΔR reflejan variaciones en los activos que poseen los residentes de una economía y que son a su vez pasivos de no residentes en dicha economía. Entre estas cuentas del BP y las cuentas nacionales existe una estrecha relación. Si se define a B^* como el stock de activos externos netos (monto de bonos, dinero o acciones que los residentes en la economía doméstica poseen sobre los no residentes), entonces las cuentas CKyF y ΔR muestran cómo cambia ese stock de activos financieros netos de un período a otro.

Con este concepto podemos introducir otra definición de CC. El saldo de la CC de un país en un periodo cualquiera (t), provoca cambios en el stock de activos financieros externos netos del mismo período (t) con respecto al período anterior (t-1). Expresamos lo anterior en la ecuación (6), que muestra más claramente que la CC tiene su contraparte compensadora en las otras cuentas CKyF + ΔR .

$$CC_t = B^*_t - B^*_{t-1} = -CKyF + \Delta R \quad (6)$$

¹² Un destino que las autoridades pueden disponer para estos activos es financiar los desequilibrios del BP o intervenir en los mercados cambiarios y de ese modo regular el nivel de tipo de cambio. Pero esto lo veremos más adelante.

¹³ Esta ecuación supone que los errores y omisiones dan cero.

Juntando (6) con (4) especificada para el período t, llegamos a las ecuaciones (7) y (8):

$$CC_t = ABN_t - IBI_t = B^*_t - B^*_{t-1} = -CK_y F_t + \Delta R_t \quad (7)$$

$$ABN_t = IBI_t + CC_t = IBI_t + (B^*_t - B^*_{t-1}) \quad (8)$$

La ecuación (7) es importante porque permite observar que en un período t cualquiera, el déficit de CC se puede corresponder con:

- a- una inversión interna bruta mayor que el ahorro bruto nacional,
- b- una acumulación de pasivos o una disminución de activos externos, o
- c- una entrada de capitales externos o una disminución en las reservas internacionales

La ecuación 8, por su parte, muestra que el ahorro bruto nacional en un período t cualquiera, se puede destinar a inversiones fronteras adentro (IBI_t) o a inversiones en el extranjero ($B^*_t - B^*_{t-1}$).

Los tipos de cambio y el balance de pagos

En Argentina se define al tipo de cambio como el valor de la moneda extranjera en términos de la moneda nacional, por ejemplo un dólar estadounidense se negocia en el mercado cambiario a 3,15 pesos argentinos. Otra posibilidad sería utilizar (como se hace por ejemplo en Francia) como unidad fija a la moneda nacional, en ese caso diríamos que un peso argentino se negocia a 0,32 centavos de dólares estadounidenses.

Si la cantidad de pesos necesaria para adquirir una unidad de dólar estadounidense aumenta la moneda doméstica se está devaluando. Es usual entre los economistas que se afirme que la tasa (o tipo) de cambio se deprecia¹⁴ o devalúa¹⁵. Si ocurre lo contrario, es decir si cae la cantidad de pesos argentinos necesarios para adquirir un dólar, se dice que la tasa de cambio se aprecia o revalúa.

Es evidente que existe una relación estrecha entre el valor del tipo de cambio y el BP. El tipo de cambio juega el papel de equilibrador de las cuentas externas. Si por ejemplo, un sistema económico funciona con déficit de cuenta corriente, un tipo de cambio más alto (depreciado o devaluado) hará más caras las importaciones y más competitivas las exportaciones. De esta manera, el BP se equilibra. Dichos desequilibrios también pueden ocurrir a través de la cuenta capital. Por ejemplo, si el público demanda dólares estadounidense, por que espera un aumento de su valor, la cuenta capital y reservas internacionales comienzan a ser crecientemente deficitarias, lo que se equilibra cuando la moneda se deprecia o devalúa.

Para comprender este proceso equilibrador del BP, que cumplen los tipos de cambio veamos en detalle el funcionamiento del mercado de divisas y los diferentes sistemas de tipo de cambio.

Oferta y demanda de divisas

El mercado de divisas es aquel donde se encuentran demandantes y oferentes de divisas. Generalmente se dice que un importador demanda divisas porque necesita pagar su compra en moneda extranjera y un exportador vende divisas porque cobró su exportación. Sin embargo, hay otros motivos por los cuales se compran y venden divisas. El más importante de ellos es quizás la especulación. Los agentes económicos especulan cuando compran divisas con la expectativa de que va a subir en el futuro y venden cuando tienen la expectativa de que va a bajar en algún momento.

¹⁴ Si el movimiento se realiza dentro de un sistema de tipo de cambio flotante.

¹⁵ Si el movimiento se realiza dentro de un sistema de tipo de cambio Fijo.

Repasamos entonces los principales motivos por los cuales los agentes económicos ofertan y demandan divisas en el mercado de cambio:

Principales motivos por los cuales se ofrecen divisas en el mercado de cambio:

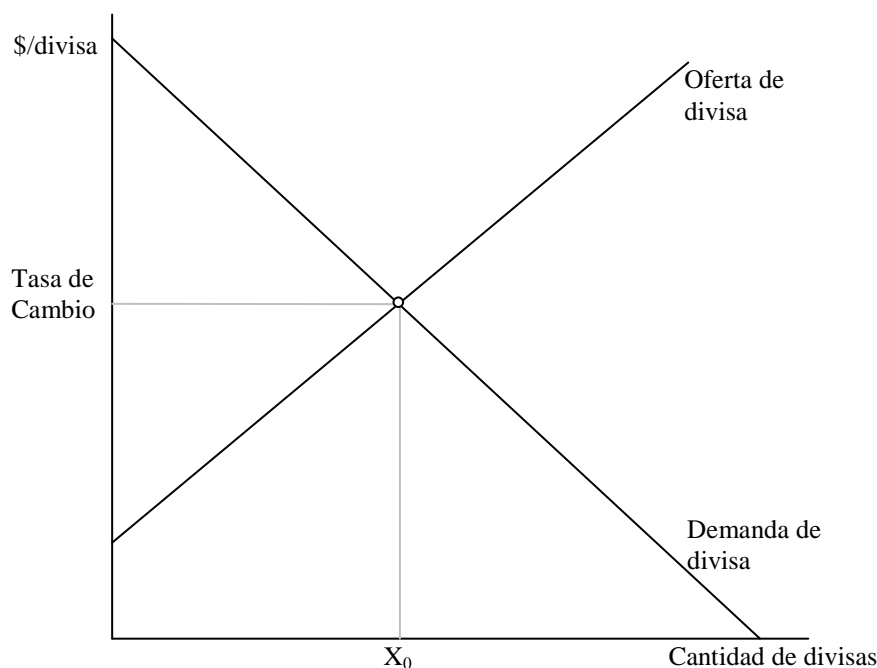
- Cobros por exportaciones de bienes y servicios.
- Rentas cobradas: como pueden ser intereses, utilidades y dividendos ganados por residentes domésticos a través de sus inversiones en el exterior.
- Transferencias corrientes recibidas y donaciones de residentes del exterior a residentes domésticos.
- Entradas de capitales por operaciones de endeudamiento con el exterior o venta de activos externos por parte de residentes domésticos a residentes externos.
- Inversiones de no residentes en el país.

Principales motivos por los cuales se demandan divisas en el mercado de cambio:

- Pago de importaciones de bienes y servicios.
- Rentas pagadas y transferencias corrientes: como pueden ser intereses, utilidades y dividendos pagados por residentes domésticos a residentes externos debido a inversiones extranjeras directas, o transferencias y donaciones realizadas por residentes domésticos a residentes del exterior.
- Salida de capitales por operaciones de des-endeudamiento con el exterior o compra de activos externos por parte de residentes domésticos.
- Inversiones de riesgo de residentes en el resto del mundo.

La interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado se puede observar en el gráfico 1, donde la curva de demanda de divisas muestra la cantidad de divisas demandadas a las diferentes tasas de cambio, y la curva de oferta de divisas que muestra la cantidad de divisas ofrecidas a las diferentes tasas de cambio.

Gráfico 1: Mercado de Divisas



El mercado está en un punto de equilibrio (intersección entre oferta y demanda en el gráfico 1); cuando una disminución en la tasa de cambio (o apreciación) genera un exceso de demanda de divisas y un aumento (o depreciación) genera un exceso de oferta de divisas.

Operadores del mercado

Institucionalmente el mercado de cambios es un poco más complejo que lo que muestra el gráfico 1. En el mismo participan oferentes y usuarios finales de las divisas, bancos comerciales, casas de cambio y corredores autorizados por la autoridad monetaria a operar en dicho mercado y la propia autoridad monetaria.

De esta forma son los bancos comerciales quienes operan directamente con los oferentes y demandantes de divisas en el mercado. Luego para equilibrar sus saldos netos de divisas los bancos comerciales operan con otras instituciones como por ejemplo las casas de cambio. Por último, encontramos la autoridad monetaria o Banco Central cuya finalidad es administrar las reservas internacionales del gobierno y fijar la política cambiaria y monetaria que seguirá el país, con este objetivo puede o no intervenir en el mercado de cambio dependiendo del tipo de régimen cambiario establecido.

En el caso de que la autoridad monetaria decida intervenir, el mismo tiene a su disposición diversos métodos, como por ejemplo: comprar o vender divisas en forma directa a los operadores del mercado, comprar y vender contratos a futuros sobre las divisas, influenciando de esta manera el valor futuro de la misma y con ello las expectativas de los especuladores del mercado, o aplicar medidas administrativas como por ejemplo: controles al flujo de capitales internacionales, establecer los periodos y monto obligatorios de liquidación de exportaciones, etc.

Sistemas o regímenes cambiarios

En general, un sistema cambiario puede concebirse como un compromiso del Banco Central de intervenir o no en el mercado de divisas extranjeras a fin de lograr algún nivel o rango de valores deseado para la moneda local.

En la práctica, los diferentes países del mundo han experimentado a lo largo de su historia una gran cantidad de regímenes cambiarios diferentes, que implicaron muchas veces una mezcla entre ambos extremos y que mostraron tener ciertas ventajas y desventajas. A continuación se describen brevemente los más importantes clasificándolos en cinco categorías.

Sistemas de tipo de cambio fijo

En este esquema cambiario la autoridad monetaria se compromete a intervenir en el mercado de divisas comprando o vendiendo divisas a una paridad fijada por adelantado respecto de una divisa o una canasta de divisas. Dichas intervenciones se deben a que pueden aparecer discrepancias entre el valor de las exportaciones e importaciones y/o entre la entrada y salida de capitales, lo cual genera excesos de oferta de divisas (superávit de balanza de pagos) o excesos de demanda de divisas (déficit de balanza de pagos) que deben ser cubiertos comprando o vendiendo reservas internacionales para mantener la paridad. Dentro de esta categoría podemos mencionar los siguientes sistemas comenzando desde los más rígidos:

Unión monetaria: bajo este régimen monetario-cambiario la moneda que circula internamente es la misma que circula en otros países vecinos, socios comerciales o países desarrollados, un ejemplo muy conocido es el Euro en la Unión Europea.

Como caso particular de este tipo de acuerdos vale la pena destacar el sistema de *dolarización*, que es el proceso mediante el cual el dólar estadounidense reemplaza al dinero doméstico en cualquiera de sus tres funciones (reserva de valor, unidad de cuenta, medio de pago). En general se toma en cuenta la dolarización oficial que es cuando las autoridades económicas deciden adoptar el dólar como moneda de curso legal. Sin embargo existe también la dolarización informal que surge cuando en un país convive su moneda junto al dólar por preferencias de los individuos (como fue el caso de la convertibilidad en Argentina).

Orígenes de la dolarización

1.- Por el lado de la oferta: Significa la decisión política y soberana de un país de utilizar el dólar como moneda de curso legal.

2.- Por el lado de la demanda: Es consecuencia de las decisiones de cartera de los agentes que pasan a utilizar el dólar como moneda.

El proceso de dolarización fue propuesto por los organismos internacionales para países de Latinoamérica con historia de alta inflación con el objeto de lograr mayor credibilidad en la lucha contra la misma, a través de un compromiso muy difícil de revocar, como el de eliminar la moneda doméstica de circulación y utilizar la moneda de un país desarrollado con baja inflación. De esta forma se considera estar importando la credibilidad e imagen de este último país. Ejemplos de economías actualmente dolarizadas son: Panamá a partir de 1904 y Ecuador a partir del 2000.

En Argentina la dolarización fue propuesta por los economistas ortodoxos que asesoraban al ex presidente Fernando De la Rúa durante el año 2001, como una medida para profundizar el esquema de convertibilidad vigente en ese momento. Más adelante veremos los inconvenientes de estos sistemas cambiarios extremadamente rígidos.

Sistema de Caja de Conversión (*Currency Board*): en su forma pura implica que la autoridad monetaria sólo puede emitir moneda doméstica a cambio de reservas internacionales, lo que implica que la base monetaria pasa a estar completamente respaldada al tipo de cambio vigente por divisas extranjeras de libre disponibilidad en posesión del Banco Central. Es importante destacar que los depósitos en el sistema financiero doméstico (que son parte del pasivo de los bancos comerciales) no se encuentran bajo el respaldo de las reservas internacionales oficiales pese a que crean dinero bancario (en el próximo capítulo se define el dinero más específicamente y se precisa este punto). Ejemplos de este tipo de sistema fueron: el patrón oro vigente en el mundo entre 1860-1914, Argentina (1991-2001) y Hong Kong entre otros.

Sistema Fijo Ajustable: en el cual el tasa de cambio está fija pero irregularmente se realinea. Ejemplo: el Sistema de Bretton Woods vigente en el mundo en el período (1945-1971) (ver capítulo 4).

Sistema de ajuste paulatino (*Corwling Peg*): este sistema el tipo de cambio es inicialmente fijo pero la autoridad monetaria lo va modificando en períodos regulares tomando en cuenta la inflación pasada, la inflación objetivo, la balanza comercial, etc. En América Latina se pueden encontrar dos modalidades de este sistema:

Tipo de cambio indexado a la inflación observada: Esta modalidad se utilizó en economías con alta inflación y consiste en indexar el tipo de cambio a un índice de precios doméstico

para evitar que el tipo de cambio real¹⁶ varíe en función de la inflación. De esta forma se puede aislar la balanza comercial de los efectos inflacionarios domésticos evitando apreciaciones severas del tipo de cambio real.

Tipo de cambio indexado a la inflación objetivo: Este sistema busca utilizar el tipo de cambio como ancla nominal que actúa gradualmente, para lo cual se anuncia por adelantado la pauta devaluatoria.

Recuadro 3.2: La “tablita” de Martínez de Hoz

Un ejemplo de este último sistema cambiario fue la famosa “*tablita cambiaria de Martínez de Hoz*” implementada en el año 1979.

El esquema consistió en un sistema de devaluaciones preanunciadas y declinantes que se inició en 1979, cuando se dio a conocer la pauta devaluatoria decreciente para los ocho meses siguientes del año (la cual comenzó siendo del 5.4% en 1979 con el objetivo de que descienda hasta anularse en 1981). También se establecieron límites al crecimiento de los salarios y precios del orden del 4% y un límite máximo al crecimiento del crédito interno del 4%. El final de la tablita ocurrió en 1981 con una devaluación del 350% en términos nominales y del 124% en términos reales.

Sistemas de tipo de cambio flotantes

En estos sistemas cambiarios, el Banco Central se abstiene o interviene muy levemente en el mercado cambios, dejando que la oferta y demanda de divisas sean el principal determinante del movimiento en la tasa de cambio.

Sistema de flotación libre: en este sistema la tasa de cambio fluctúa en función del libre juego de la oferta y la demanda privada, por tal motivo el balance de pagos se encuentra en equilibrio sin necesidad de intervenciones del Banco Central. Si bien no existen experiencias puras de este sistema en el mundo, Estados Unidos puede ser un ejemplo válido.

Sistema de flotación sucia: aquí el tipo de cambio fluctúa con cierta libertad pero existen intervenciones del Banco Central con el objetivo de suavizar la volatilidad cambiaria que no tiene relación con los “*fundamentals*” de la economía. Ejemplos de sistemas de estas características son la mayoría de los países desarrollados del mundo a partir de la ruptura con el sistema de Bretton Woods en 1971.

Sistema de Bandas Cambiarias: Este sistema puede considerarse como un híbrido entre el régimen de tipo de cambio fijo y el flotante. El Banco Central define un valor para el tipo de cambio nominal, basado en algún criterio (por ejemplo, la paridad del poder de compra) y fija límites, inferior y superior, dentro de los cuales puede oscilar el tipo de cambio observado, de acuerdo con las condiciones del mercado. La autoridad monetaria interviene comprando o vendiendo dólares en dicho mercado cada vez que el tipo de cambio se acerca a alguno de los límites, tratando de mantenerlo dentro de la banda preestablecida. Ejemplos recientes de aplicación de este tipo de sistema son: Brasil (1995-1999) Chile (1985), Ecuador (1994-1999) y México (1989-1994).

Sistema de tipo de cambio dual y múltiple

En su forma tradicional el sistema dual busca independizar las transacciones comerciales (operadas dentro de la cuenta corriente del balance de pagos) de los movimientos de capitales financieros (cursados a través de la cuenta capital del balance de pagos). Define para las transacciones comerciales un tipo de cambio fijo. Para los movimientos de capitales establece

¹⁶ Tipo de cambio real definido como rP^*/P , donde r es el tipo de cambio nominal y P^* , P el nivel de precios internacional y doméstico respectivamente.

un tipo de cambio que fluctúa libremente. El objetivo es evitar que las reservas internacionales, así como la balanza comercial y el nivel de precios se vean afectados por desestabilizaciones de tipo financieras generadas por salidas abruptas de capitales.

De esta forma, al separarse el mercado de cambio en dos partes aparecerá una divergencia positiva (o premio) entre la tasa de cambio de las operaciones financieras y comerciales. Es claro que si el tipo de cambio comercial es significativamente menor al tipo de cambio financiero, los exportadores tendrán fuertes incentivos a sub-facturar los productos que venden y los importadores a sobre-facturar los productos que compran para luego vender el sobrante a la tasa de cambio mayor vigente en el mercado financiero. Otros problemas frecuente del sistema es el desabastecimiento de bienes en los mercados oficiales, dando lugar a la aparición de mercados en negro. Por lo general este sistema se utilizó transitoriamente para pasar de un tipo de cambio fijo a uno flotante. Por ejemplo, en Argentina, luego del abandono del sistema de convertibilidad en el año 2002, se estableció un sistema dual, con una cotización oficial fija de 1,40 pesos por dólar, y un segundo valor de la moneda determinado por el mercado. El gobierno esperaba que en pocos meses las dos cotizaciones convergieran a un valor “razonable”, para de esta forma eliminar la tasa oficial y contar con un único tipo de cambio flotante.

En el caso de *tipos de cambio múltiples*, se busca que los distintos productos que se importan y exportan tengan diferentes tasas de cambio. Este sistema fue implementado en varios países de Latinoamérica. Por ejemplo: en Chile entre los años 1940 a 1955 se lo utilizó para proteger a ciertos sectores de la industria local de la competencia externa; en Venezuela, en el período 1941-1958, se utilizó un tipo de cambio relativamente bajo para las exportaciones de petróleo y alto para el resto de la actividad económica; en Argentina, durante el período 1946-1951, se utilizó este sistema con un tipo de cambio bajo para los productos agrícolas y alto para la industria, de esta manera se buscó proteger a la industria y que los bienes consumidos por los asalariados se mantengan en niveles bajos para lograr un elevado salario real.

Ventajas y desventajas de los distintos sistemas cambiarios

Los sistemas cambiarios fijos o flotantes son aplicados en diferentes países y momentos históricos para resolver distintas dificultades macroeconómicas, como por ejemplo: inflación, recesión, crisis de balanza de pagos, etc. A continuación detallaremos las principales ventajas y desventajas que ambos sistemas mostraron en la práctica.

Argumentos a favor del Tipo de Cambio Fijo: El Principal argumento que se utiliza a favor del tipo de cambio fijo es que sirve como ancla nominal para los precios, esto surge de la premisa de que los agentes económicos en países con alta inflación forman sus expectativas inflacionarias en función de los movimientos observados en la tasa de cambio, por lo tanto un tipo de cambio fijo y creíble frena las expectativas inflacionarias y de esta manera permite disminuir el incremento de precios.

Asimismo sistemas como el de caja de conversión (convertibilidad) obligan a los gobiernos a tener disciplina monetaria y fiscal porque sólo permiten la emisión de moneda doméstica si es respaldada con reservas internacionales, eliminando la posibilidad de emitir para financiar déficits fiscales.

Argumentos en contra del tipo de cambio fijo: En primer lugar la evidencia no parece respaldar el hecho de que el tipo de cambio fijo incentive la disciplina fiscal. Por ejemplo, en el caso de Argentina (1991-2001) el déficit fiscal se financió con la venta de empresas públicas primero y con emisión de deuda externa luego. Este proceso desembocó finalmente en una crisis de endeudamiento y en el derrumbe del sistema.

Por otra parte, en un esquema keynesiano típico, donde los precios nominales son relativamente rígidos, el sistema de tipo de cambio fijo no permite que se realice el ajuste de precios relativos entre bienes transables internacionalmente y no transables que es necesario para mantener la competitividad internacional, lo que puede generar importantes déficit de cuenta corriente.

También quita flexibilidad al sistema para defenderse de ciertos shocks exógenos, como los incrementos en la tasa de interés internacional, devaluaciones de los socios comerciales, contagios financieros, etc. Esto se debe a que en el análisis estándar el tipo de cambio fijo y la libre movilidad de capitales obligan a una política monetaria endógena, en la cual la oferta monetaria se ajusta a los desequilibrios del BP. Esto no permite al Banco Central desarrollar una política monetaria activa que pueda compensar o amortiguar los shocks negativos externos.

Las versiones más rígidas de tipo de cambio fijo (ej.: la caja de conversión) limitan de manera significativa la función del Banco Central como prestamista de última instancia del sistema bancario doméstico. Esto vuelve más vulnerable al sistema ante una corrida financiera.

Argumentos a favor del tipo de cambio flexible: Disminuye la vulnerabilidad a los shocks externos y brinda mayor independencia a la autoridad monetaria para fijar su política tomando en cuenta otros objetivos internos de política económica, como por ejemplo el pleno empleo.

Permite al Banco Central actuar como prestamista de última instancia en caso de una corrida bancaria. Es decir, permite a la autoridad monetaria otorgar redescuentos¹⁷ y de esta forma solucionar el problema de liquidez que tienen los bancos comerciales ante una salida masiva de depósitos porque deben devolver los depósitos que tomaron a corto plazo pero no pueden cobrar los créditos que otorgaron a plazo.

Por último, disminuye las presiones especulativas y permite mantener el equilibrio externo. Esto facilita que las autoridades relajen las restricciones a los flujos de capitales internacionales.

Argumentos en contra del tipo de cambio flexible: El principal argumento es la mayor incertidumbre cambiaria. Su alta volatilidad puede generar rápidas apreciaciones y depreciaciones del tipo de cambio real en función de movimientos internacionales de capitales financieros que no se relacionan con los fundamentales de la economía (ej.: burbujas financieras), esto tiene efectos perjudiciales sobre el comercio internacional, la inversión extranjera y sobre la inflación.

En caso de existir una importante correlación (*pass through*) entre de las fluctuaciones cambiarias y el nivel de precios internos, un tipo de cambio flotante puede espiralizar los procesos inflacionarios.

Por último el sistema de bandas cambiarias es, como señala Agénor P. (2002): “*un intento por conservar algún grado de flexibilidad cambiaria para ajustar los precios relativos y a la vez mantener el rol del tipo de cambio como ancla nominal*”. (IBID p. 124)

De esta manera se observa que la tasa de cambio central y las bandas permiten un rango donde el tipo de cambio puede fluctuar para ajustar los precios relativos sin perder el papel del mismo como ancla nominal de las expectativas. El grado de influencia de cada función de la tasa de cambio depende de la amplitud de la banda, del sistema de cambio acordado para la tasa de cambio central (fijo, ajustable etc.) y de la forma de intervención del Banco Central en el interior de la banda.

¹⁷ Préstamos que el Banco Central otorga a los bancos comerciales.

Tipo de cambio real

El tipo de cambio real (que denotaremos con la letra “R” para diferenciarlo de “E” que es el tipo de cambio nominal), es una de las medidas de competitividad internacional¹⁸ más ampliamente utilizadas en el análisis económico. Lo cual se debe fundamentalmente a la disponibilidad de datos sobre las distintas definiciones teóricas que existen sobre el mismo.

La concepción tradicional define a R como el cociente entre el producto del tipo de cambio nominal con una moneda extranjera (E), el nivel de precios vigente en el país extranjero en cuestión (P*), y el nivel de precios de la economía nacional (P).

$$R = \frac{E P^*}{P}$$

Dicha expresión adoptará diferentes formas de acuerdo a las series de datos que utilicemos para el cálculo: si usamos precios al consumidor o mayoristas vigentes en el país doméstico y en el exterior, o si utilizamos el tipo de cambio nominal oficial, del mercado negro, el tipo de cambio neto de impuestos al comercio internacional (como las retenciones) etc..

Por otro lado, puede ocurrir que estemos calculando el R respecto a un sólo país (tipo de cambio real bilateral) o, por el contrario, deseemos calcular una medida de competitividad internacional en sentido amplio (por ejemplo, con los países con los cuales la economía analizada posee relaciones internacionales). En este último caso estamos calculando el tipo de cambio real multilateral, para lo cual deberemos calcular medias ponderadas del tipo de cambio nominal (E) y de los precios internacionales (P*). La ponderación, puede realizarse, por ejemplo, con el volumen de importaciones y/o exportaciones comerciadas con cada uno de los países.

1-Paridad de Poder Adquisitivo o “*purchasing power parity* (PPP)”.

La paridad de poder adquisitivo señala en términos generales que si el arbitraje internacional en el mercado de bienes es elevado y no existen costos de transporte ni impuestos para un importante número de bienes, los precios en los diferentes países deberían estar muy correlacionados entre sí.

La PPP (como veremos más en detalle en el capítulo 13) puede considerarse como la ley del único precio, destacando el hecho de que el arbitraje en el mercado de bienes debería conducir a que cada producto tenga un único precio en todos los países. Un ejemplo de este hecho es la comparación de los precios de una hamburguesa Mc Donald en diferentes países.

$$P_i = E P_i^*$$

donde P_i es el precios doméstico de cada bien i y P_i^* es el precios en moneda internacional

La extensión directa de la ley del único precio a nivel agregado es lo que se llama la PPP en su versión absoluta, la cual señala que producto del arbitraje internacional la sumatoria de los precios de cada bien en moneda común debe ser la misma en todos los países. Como consecuencia el tipo de cambio real debe ser (al menos en el largo plazo) igual a 1.

$$\sum P_i = E \sum P_i^*$$

Debido a las restricciones que implica suponer la PPP absoluta incluso a largo plazo, surgió luego la versión relativa de la PPP, para destacar que si bien los niveles de precios pueden

¹⁸ Otras medidas de competitividad internacional de una economía pueden ser los costos laborales unitarios, los costos de los servicios públicos o más en abstracto los costos de funcionamiento del sistema de administración pública. La dificultad para el economista radica en cómo medir estos conceptos.

diferir en los distintos países, las variaciones de los índices deberían estar fuertemente correlacionadas.

2- Tipo de cambio real entre bienes transables y no transables

La definición PPP del tipo de cambio real, si bien nos da una idea de la competitividad general de la economía, no nos indica nada del comportamiento interno que están teniendo los sectores productores de bienes que se pueden exportar o importar con otros países (sector transable), respecto del comportamiento de los sectores productores de servicios que sólo se pueden producir y consumir internamente (sector no transables). Para saber la evolución del precio relativo entre bienes transables y no transables se utiliza la siguiente definición del tipo de cambio real:

$$R = \frac{P_t^* E}{P_{nt}}$$

Donde P_t^* es un índice de precios internacionales de bienes transables, E es el tipo de cambio nominal y p_{nt} el índice de precios de los bienes no transables

Para entender el funcionamiento de esta definición, pensemos que una depreciación o devaluación (aumento) de R, implica que el precio representativo de los bienes transables aumenta respecto de los no transables, lo cual genera un incremento en la rentabilidad de los sectores transables sustituto de importaciones y exportadores, siempre que los costos de producción se mantengan constantes. Como consecuencia de esta mayor rentabilidad relativa se producirá un incremento de la inversión en los sectores transables, desplazando recursos del sector no transable al sector transable.

El consumo, por su parte, hará el camino inverso y se dirigirá de los sectores transables, cuyo valor se incrementó, a los sectores no transables relativamente más baratos. Esta secuencia consiste en un incentivo de precios que guía la asignación de recursos desde los sectores no transables hacia los sectores transables.

Niveles bajos de R en los que pueda considerarse apreciada la moneda local (como ocurrió en la Argentina durante la convertibilidad) implica la situación inversa; los bienes no transables ahora son más rentables y se expanden más rápido que los transables.

Es importante destacar que toda depreciación o aumento del tipo de cambio real implica un aumento en los precios nominales de los bienes respecto de los salarios nominales, lo que trae como consecuencia una distribución regresiva del ingreso y una caída en el consumo de los sectores asalariados. Si la devaluación fuera acompañada de un aumento de precios y salarios en la misma magnitud, entonces no tendría efectos reales.

En el capítulo 13, cuando se vean modelos macroeconómicos con precios que varían se usará la definición de tipo de cambio real. En particular es importante notar que el tipo de cambio real es más competitivo cuando sube el tipo de cambio nominal o cuando suben los precios externos (P^*). Si ocurre esto se dice que el tipo de cambio es más alto o tiende a subvaluarse la moneda nacional. En contrario cuando baja E o baja P^* el tipo de cambio real baja o tiende a sobrevaluarse la moneda nacional. Asimismo, cuando suben los precios internos (P) el tipo de cambio real tiende a bajar y viceversa cuando bajan el tipo de cambio real tiende a subir.

Evolución de las cuentas externas y los tipos de cambio en Argentina

Habiendo comprendido el funcionamiento del BP y del tipo de cambio, podemos analizar la evolución de las cuentas externas en Argentina. Dicho de otro modo, podremos ahora utilizar

los datos para analizar variables que conforman el BP, las cuales son importantes desde el punto de vista macroeconómico.

Haremos una lectura de los datos suponiendo un comportamiento racional de los agentes económicos. Esto es, que los residentes prefieren comprar productos importados si éstos son más baratos que los productos nacionales y viceversa. Asimismo, el resto del mundo deja de comprar los productos nacionales si se encarecen y viceversa. Explicitemos esta hipótesis relacionándola con la variable tipo de cambio para luego leer los datos del BP argentina.

1) Hipótesis sobre los efectos de las variaciones del tipo de cambio

Suponemos que los agentes económicos son racionales y que por tanto una suba del tipo de cambio implica una mejora del BP¹⁹, mientras que una baja del mismo provoca una pérdida de competitividad y un empeoramiento del BP.

La lógica de este razonamiento es que cuando una moneda es fuerte (tipo de cambio bajo o apreciado) los bienes internos son caros para el resto del mundo y los bienes importados son relativamente baratos. Por lo tanto, un período de sobre-valoración de la moneda nacional estimula las importaciones y penaliza las exportaciones.

Otra forma de ver esta lógica sería que para exportar cuando la moneda local está sobrevaluada, es necesario un nivel de productividad y de eficiencia mayores. Mientras que si el tipo de cambio está sub-valorado, (o el tipo de cambio es alto o el valor de la moneda nacional es débil), las importaciones son más caras y por lo tanto la competencia externa no logra inquietar a la industria nacional.²⁰

Entonces, cuando la moneda nacional se valoriza frente a las divisas, la CC tiende a ser negativa y cuando la moneda nacional se desvaloriza frente a las divisas la CC tiende a ser positiva.

Nótese que este mismo efecto de mejora o empeoramiento del BP se produce cuando se modifican los precios internos o externos. Por un lado, si aumentan los precios internos, los productos locales son más caros para el resto del mundo y por lo tanto las exportaciones pierden competitividad empeorando consecuentemente la CC. Por otro lado, si aumentan los precios externos, las importaciones son más caras lo que provoca que se tienda a sustituir bienes importados por bienes nacionales produciendo una mejora en la CC. La inclusión de los precios internos y externos en el análisis implica tomar en consideración del tipo de cambio real, que hemos definido anteriormente. Pero, para la lectura de los datos que desarrollamos a continuación, supondremos que los precios internos y externos son fijos, posponiendo el análisis con variación de precios para el capítulo 13.

¹⁹ Veremos en el capítulo 13, que para el caso en que el tipo de cambio sube por una devaluación tenga efectos positivos sobre el BP deben darse ciertas condiciones. En particular la condición Marshall-Lerner. El lector interesado puede dirigirse al capítulo 13.

²⁰ Volveremos sobre estos aspectos en varios pasajes de los capítulos 13, 14, 15, 16 y 17.

2) Una lectura de los datos: los resultados del BP en Argentina

En el gráfico 2, mostramos los resultados de las tres²¹ cuentas del BP argentina desde 1994 a 2006. Vemos que los resultados de la cuenta corriente eran negativos durante el régimen de convertibilidad (que mantenía una moneda nacional fuerte en paridad con el dólar estadounidense). En contrapartida la cuenta capital y financiera era positiva (ingresaban divisas por esta cuenta) y, en concordancia con lo visto más arriba, los resultados positivos de la misma permitían financiar los déficit de cuenta corriente.

A partir de la devaluación en 2002, en el marco de un tipo de cambio competitivo que favorece las exportaciones y sustituye importaciones, se observa un cambio de tendencia en la cuenta corriente que pasa a ser positiva desde 2002.

Observando la variable “*variación de reservas*”, puede verse que entre 1994 y 2000 se produce una acumulación de divisas en las arcas del Banco Central de casi 12.000 millones de dólares. Dicha acumulación de reservas se debió a la entrada de capitales (la cuenta capital y financiera era positiva en este período), lo que financiaba el déficit de cuenta corriente y generaba una oferta de divisas excedente que el Banco Central adquiría en el mercado²².

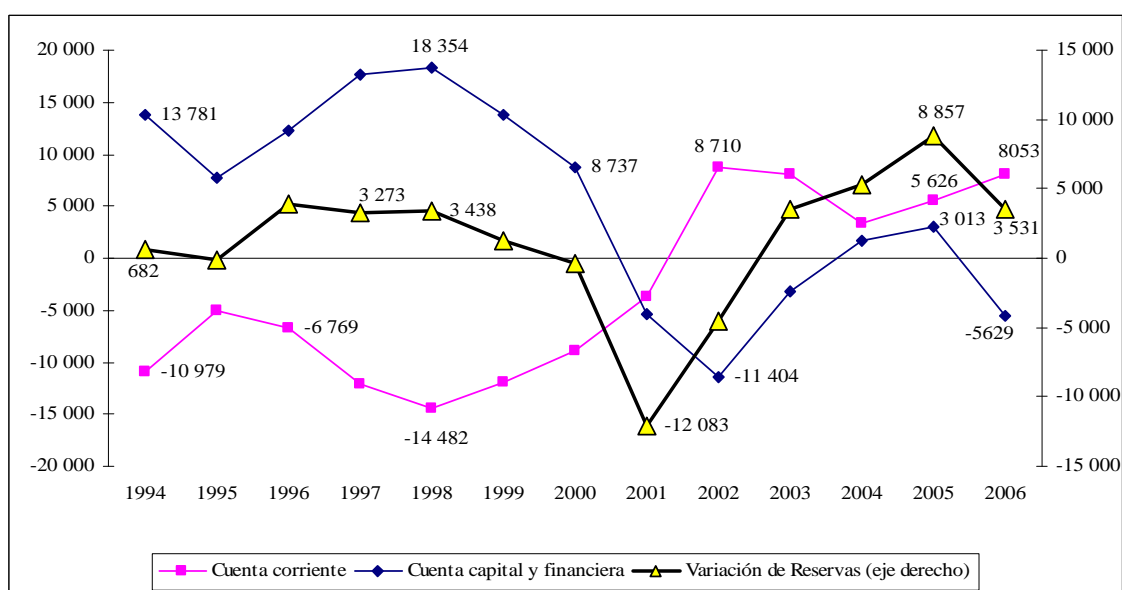
Cabe aclarar que este exceso de oferta de dólares se mantuvo mientras los agentes económicos confiaron en que el valor de la divisa se mantendría estable en el tiempo. Cuando dicha confianza en el valor de la moneda nacional empezó a desvanecerse en el año 2001, se generó una corrida contra el peso, aumentó la demanda de dólares y se produjo una caída en las reservas de una magnitud similar a la que se había acumulado durante el período 1994 – 2000, revirtiéndose así la tendencia inicial. Es decir, de un escenario donde los agentes económicos cambiaban dólares por pesos se pasó a otro donde los agentes huían de los pesos para adquirir dólares.

Luego, como el sistema cambiario era el de convertibilidad, el Banco Central debía proveer las divisas vendiendo reservas hasta que se equilibrara el mercado. Es así que durante el año 2001 se retiraron del sistema económico 12.083 millones de dólares, cifra similar a la acumulación de reservas realizada durante los 7 años precedentes (ver gráfico 2). Como veremos en el capítulo 4, cuando el Banco Central pierde divisas para mantener la paridad cambiaria, está al mismo tiempo reduciendo la cantidad de dinero del sistema económico, lo que se traduce en menor capacidad de compra y caídas de la producción.

²¹ No se incluyen errores y omisiones.

²² Recordemos que en el régimen de convertibilidad el Banco Central estaba obligado a cambiar pesos por dólares a la paridad 1\$ = 1 U\$S. El Banco Central emitía pesos y los cambiaba por dólares que acumulaba en sus reservas (volveremos sobre este punto en el capítulo 4). El Banco Central podía emitir pesos únicamente si existían reservas internacionales que las respaldaran tal emisión.

Gráfico 2: El balance de pagos en millones de dólares*



*No se incluyen errores y omisiones. Por tal motivo las sumas de las dos cuentas son diferentes de la variación de reservas.

Fuente: A partir de informes de INDEC y Dir. de Cuentas Nacionales.

Como vimos, el fin de la convertibilidad se caracterizó por una enorme pérdida de reservas internacionales y una contracción similar de la cantidad de dinero, lo cual generó una importante contracción en el nivel de producto. La salida de la convertibilidad implicó una corrección en el valor de la moneda nacional respecto a las divisas, lo que se tradujo posteriormente en un cambio de signo de la cuenta corriente del BP.

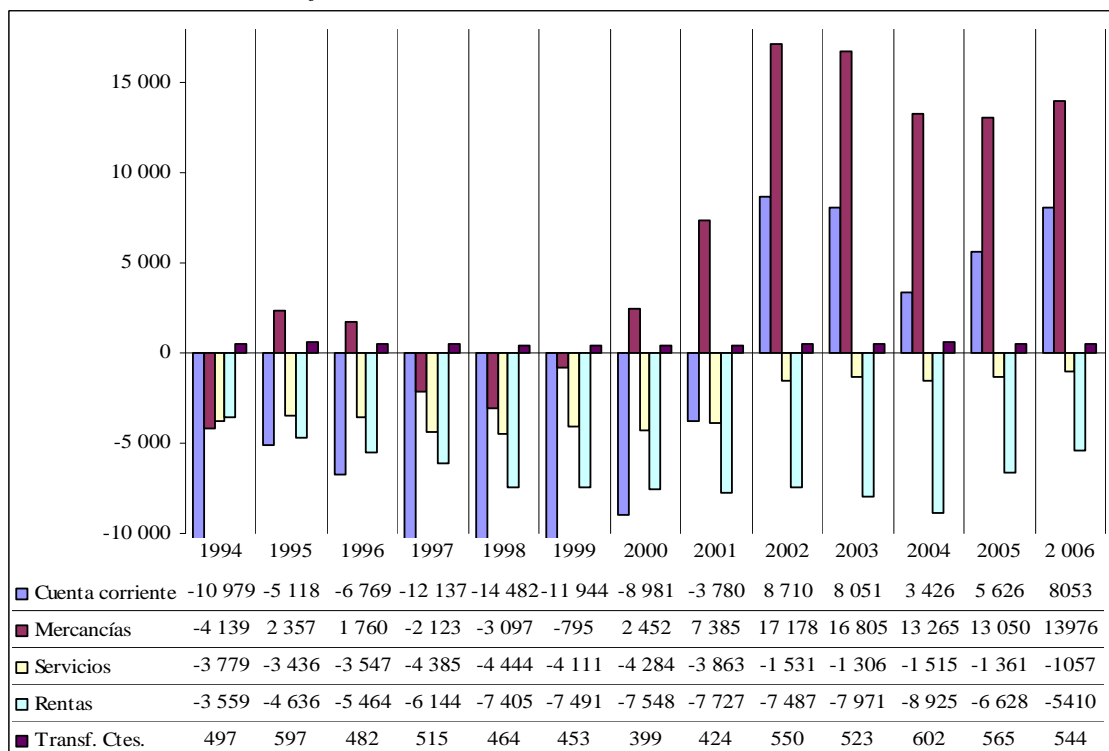
3) Las diferencias entre la etapa de convertibilidad y el modelo post crisis

La clave que diferencia el período de convertibilidad del esquema macroeconómico adoptado luego de la crisis 1998-2002 es el superávit de cuenta corriente. Más aún, dicha diferencia se puede marcar respecto a otros períodos que se suceden en la segunda mitad del siglo XX. Al mismo tiempo que el nivel de producto crece a un promedio cercano al 8,5% en 2005-06, el saldo de la cuenta corriente se incrementa pasando de aproximadamente 5.600 millones de dólares en 2005 a algo más de 8.000 millones de dólares en 2006.

Si analizamos los componentes de la cuenta corriente vemos que el superávit actual se debe fundamentalmente al superávit de la cuenta mercancías (gráfico 3) y a que se redujo (pero no desapareció) el déficit de la cuenta servicios.

Por otro lado, la cuenta rentas en las últimas décadas siempre ha mostrado signo negativo. Recordemos que la cuenta rentas de la inversión se compone de dos rubros principales, los intereses y las utilidades y dividendos, conceptos que hemos explicado más arriba. Estos conceptos dependen del nivel de endeudamiento externo de los agentes locales y de la importancia que la inversión extranjera directa tenga en la economía. A medida que la deuda nominada en moneda extranjera es más elevada, son mayores los intereses que se pagan sobre ella y, a medida que las empresas multinacionales (propiedad de no residentes) realizan inversiones en la Argentina, estableciendo filiales, son mayores los giros de dividendos que realizan estas firmas instaladas en el país hacia sus casas matrices.

Gráfico 3: Cuenta corriente en millones de dólares

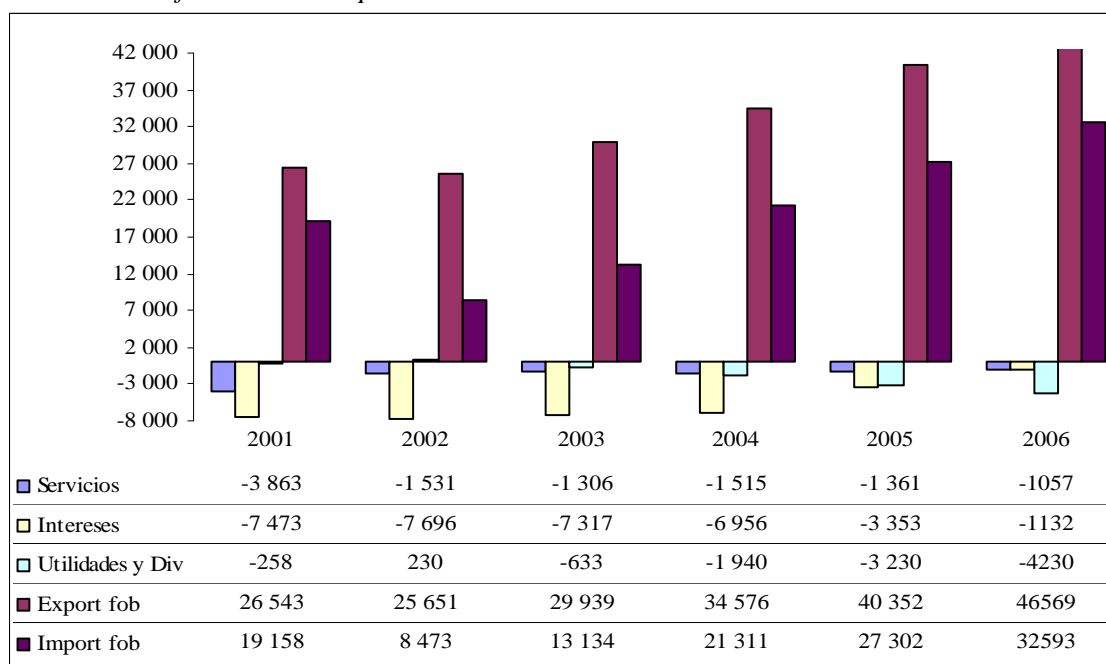


Fuente: a partir de informes de INDEC y Dir. Nacional de Ctas. Nacionales

Vale la pena destacar dos cambios evidentes entre el período de convertibilidad y el esquema actual. Por un lado, el incremento de las exportaciones superando el nivel de los 46.000 millones de dólares en 2006 y, por otro, la disminución considerable en el déficit de la cuenta servicios (gráfico 4).

Por su parte, el nivel de importaciones de 2006 supera los 32.500 millones de dólares incrementando un 10% superior al pico alcanzado durante la convertibilidad de 29.500 millones de dólares en 1998. En otras palabras, el sistema económico funciona con un tipo de cambio más alto (moneda nacional más débil) que durante la convertibilidad, y pudo generar las divisas suficientes como para alcanzar y superar los altos niveles de importación de los noventa. Este alto nivel de importaciones se financia gracias al elevado nivel de exportaciones, las cuales han aumentado significativamente en el período 2002-06 (gráfico 4).

Gráfico 4: Los componentes de la cuenta corriente en millones de dólares



Fuente: a partir de informes de INDEC y Dir. Nacional de Ctas. Nacionales

Como veremos en el capítulo 17, los períodos en que la economía argentina crece, las importaciones lo hacen más que las exportaciones. Por lo tanto, los ciclos económicos expansivos se relacionan con una tendencia deficitaria de la cuenta corriente. De esta manera, cuando los déficits de cuenta corriente aumentan existe una presión sobre el tipo de cambio. Dicho de otro modo, el tipo de cambio tiende a subir haciendo más caros los productos transables y la cuenta corriente se corrige por la disminución de las importaciones y el aumento de las exportaciones. En general, las devaluaciones de la moneda nacional en Argentina producen dos efectos, por un lado corrigen el déficit de cuenta corriente y por el otro contraen el nivel de producto. Este proceso es lo que se denomina corrección de las cuentas externas vía recesión (describiremos este hecho estilizado con detalle en el capítulo 13).

Sin embargo, si miramos los datos para la economía argentina, vemos que el nivel de producto se está expandiendo y, contrariamente a lo sucedido en otros períodos de la historia argentina (del siglo XX), dicha expansión ocurre en simultáneo con la mejora de la cuenta corriente (gráfico 2).

Preguntas de comprensión del capítulo

- 1- Defina el BP y explique las tres grandes partidas que lo componen.
- 2- Suponiendo que los tipos de cambio no varían, exponga un ejemplo de operación que implique caída de reservas y otro que implique acumulación de reservas.
- 3- A fin de explicar el saldo de la CC, qué debería ocurrir con el ahorro y la inversión. Utilice las ecuaciones básicas de la contabilidad nacional.
- 4- ¿Qué es el mercado de divisas y quienes operan en el mismo? ¿qué es el tipo de cambio?
- 5- Cuáles son los sistemas de tipo de cambio o regímenes cambiarios que usted conoce.Cuál es el rol del Banco Central en cada caso.
- 6- Qué es un sistema de convertibilidad o currency board. En qué período tal sistema se aplicó a la economía argentina.
- 7- Señale las ventajas y desventajas de los diferentes regímenes cambiarios.
- 8- ¿Qué consecuencias tienen respectivamente una apreciación o una depreciación del tipo de cambio sobre las exportaciones y sobre las importaciones? ¿Qué ocurriría si un aumento del tipo de cambio es acompañado por un aumento aún mayor de los precios?
- 9- La cuenta rentas (rentas de la inversión) presenta un saldo deficitario en Argentina. Explique a qué se debe este resultado, considerando qué cuentas se modifican cuando ingresan capitales.
- 10- La cuenta corriente es superavitaria en Argentina a partir del año 2002, la misma era deficitaria durante los noventa. Explique como funcionan las otras cuentas del BP, en relación a la cuenta corriente, explicando las diferencias entre la etapa post crisis y los noventa.