

ELEMENTOS DE FINANZAS INTERNACIONALES

13.1. El mercado de cambios

El *mercado de cambios* es el ámbito donde se realizan las transacciones de compra-venta de moneda extranjera.

El *tipo de cambio* -también conocido como *cotización* es el precio de la moneda extranjera, expresado como la cantidad de moneda nacional que debe pagarse por cada unidad de aquella.

Siendo que la moneda extranjera es un bien como cualquier otro de la economía, la determinación de su precio presenta distintas alternativas. En particular, podríamos considerar los siguientes casos:

i) En un extremo, si el precio es determinado libremente por el mercado sin ninguna clase de intervenciones, se habla de *tipo de cambio flotante*. Cuando el tipo de cambio flota, se conoce como *depreciación* de la moneda el caso en que el tipo de cambio aumenta, o como *apreciación* si el tipo de cambio disminuye. En particular, la apreciación de la moneda se identifica habitualmente con su *fortalecimiento* en términos relativos, frente a las demás.

ii) En el otro extremo, si el precio es fijado administrativamente por las autoridades competentes (normalmente, un banco central), se habla de que el *tipo de cambio es fijo*. Para que ello suceda, el banco central ofrece comprar o vender toda la moneda extranjera que el mercado desee a ese precio predeterminado. Obviamente, cuando esas son las reglas del juego, ningún operador estaría dispuesto a pagar por la moneda extranjera más que el precio al cual el banco

central vende, ni dispuesto a recibir menos que el precio al cual el banco central compra. Por lo tanto, no puede haber un precio en el mercado diferente del precio fijado por el banco central. En este escenario, cuando el tipo de cambio es fijado administrativamente, se habla de *devaluación* de la moneda en el caso en que el tipo de cambio aumenta, o de *revaluación* si el tipo de cambio disminuye.

Entre estas soluciones extremas existen diferentes alternativas. Algunas de ellas que resultan de particular interés son:

iii) La flotación sucia, o gestionada: el tipo de cambio es básicamente determinado por el mercado, pero en ciertas oportunidades las autoridades se reservan el derecho de intervenir puntualmente para influenciar sobre éste de acuerdo a sus objetivos de política. Estas intervenciones periódicas han sido relativamente normales durante las últimas décadas en los principales países desarrollados.

iv) La paridad deslizante, o crawling peg: el tipo de cambio es básicamente determinado por el banco central, el cual lo desplaza con cierta regularidad. Este desplazamiento puede ser eventualmente anunciado de antemano, para que el mercado conozca el precio futuro y ello contribuya a que las expectativas converjan a las pautas de política (como se intentó en el caso de la "tablita", utilizada en Uruguay entre 1978 y 1982).

v) El control de cambios: para algunas transacciones de naturaleza preestablecida (comerciales, turísticas, etc.), existe la obligación de realizar las compraventas con el banco central al precio que éste dispone. Esta clase de reglamentación normalmente conduce a la aparición del *mercado* negro o paralelo, los cuales reflejan más libremente las condiciones de mercado imperantes.

vi) Las bandas de flotación: el tipo de cambio es libre de flotar entre un valor mínimo y un valor máximo. El valor mínimo es determinado por el precio al cual el banco central ofrece comprar moneda extranjera, mientras que el valor máximo es determinado por el precio al cual el banco central ofrece vender. En el momento en el cual el tipo de cambio tienda a sobrepasar el borde superior de la banda, los compradores encontrarán más conveniente adquirirle la moneda extranjera al banco central en lugar de hacerlo en el mercado, y viceversa. Por ese motivo, el tipo de cambio se encuentra restringido a fluctuar entre esos límites.

13.2. La operativa del mercado de cambios

Básicamente, existen dos mercados. Un mercado es el minorista, el cual funciona principalmente a nivel de las casas de cambio. Por otra parte, existe un mercado interbancario, que es un mercado mayorista, involucrando transacciones de mayor envergadura entre bancos y otras instituciones financieras. En Uruguay, este segundo mercado se configura a dos niveles: los corredores de cambio, y la Bolsa Electrónica de Valores S.A. (BEVSA). Los corredores de cambio son comisionistas que compran y venden por encargo de terceros. A veces se recurre a ellos en función de su experiencia y su conocimiento del mercado, en particular cuando los montos son importantes. En los últimos años, sin embargo, se ha venido desarrollando una operativa interbancaria a través de BEVSA, cuyos asociados tienen una terminal de computador en la cual aparecen, anónimamente, las distintas ofertas de compra y de venta. Cuando alguien desea aceptar alguna de las ofertas que allí aparecen, simplemente la marca y el sistema informático realiza automáticamente la transacción. Al final de cada jornada, el Banco Central del Uruguay realiza una síntesis de ambos mercados reflejándolo en un precio *de cierre* del mercado. Este precio de cierre es importante debido a que es tomado como un precio de referencia para algunas liquidaciones de operaciones en moneda extranjera.

Es normal observar dos precios para la moneda extranjera, uno de compra (*bid*) y otro de venta (*ask*). La diferencia entre ambos se conoce como *margen* o *spread*, y representa la ganancia del intermediario. Esta diferencia es normalmente mayor cuanto menor es el mercado, o cuanto mayor es la volatilidad del tipo de cambio en cuestión, debido a la posibilidad de que el intermediario pueda hacer pérdidas en caso de que un cambio en las condiciones de mercado lo obliguen a vender por debajo del precio al cual compró.

El mercado usual es el *mercado de contado* o *spot*, en el cual la compra-venta queda efectivizada de acuerdo a las condiciones de mercado del momento en que se realiza. Toda transacción se caracteriza por un monto y un precio. También podría suceder que ambas partes se pusieran de acuerdo para pactar ese monto y ese precio de antemano, por ejemplo, uno, dos o tres meses antes de la fecha. Eso da lugar a un *mercado a término* o *forward*. Su utilidad es eliminar la incertidumbre respecto del tipo de cambio futuro, y en consecuencia eliminar el *riesgo cambiario*. Así, por ejemplo, cualquier persona o empresa que deba hacer un pago en moneda extranjera en una fecha predeterminada podría fijar el precio de compra desde ya, asegurándose el monto equivalente en moneda nacional. De esta forma elimina el riesgo de tener que comprar la moneda extranjera a un precio más alto que el previsto en su momento, aunque por otra parte no se beneficia de eventuales bajas en el precio.

13.3. Tipos de cambio fijos vs. tipos de cambio flotantes

Existe una permanente discusión acerca de las virtudes relativas de cada uno de estos regímenes, y cuál resultaría más conveniente para cada país en particular. Entre las propiedades de los tipos de cambio flotantes se encuentran, principalmente:

i) Funcionan como estabilizadores automáticos de la economía ante caídas de la demanda. Si por algún motivo el nivel de gasto disminuye (por ejemplo, las exportaciones), también lo hará la demanda de dinero y en consecuencia la tasa de interés. Cuando esta cae, se demanda más moneda extranjera ya que el rendimiento de los activos financieros en moneda nacional disminuye. Esta demanda de moneda extranjera aumenta el tipo de cambio, lo cual hace que los precios internos, expresados en moneda extranjera disminuyan y la economía se vuelva más competitiva. Como resultado, la cuenta corriente tiende a mejorar y eso compensa –al menos parcialmente– la caída inicial del gasto.

ii) Son disciplinadores desde el punto de vista fiscal. Si el gobierno tiende a endeudarse más para financiar un déficit, la tasa de interés tiende a subir, lo cual hace que ingresen capitales y el tipo de cambio cae debido a la oferta incrementada de moneda extranjera. Como consecuencia, el déficit fiscal produce un deterioro en la cuenta corriente. A veces, inclusive, se habla de “los déficit gemelos” para referirse a las consecuencias del déficit fiscal sobre el déficit en cuenta corriente.

iii) Facilitan los ajustes en cuenta corriente, porque si la economía debe corregir un nivel de precios internos muy desajustado para estándares internacionales, siempre es más fácil cambiar el tipo de cambio que todos y cada uno de los precios domésticos en pesos. Por otra parte, en la medida en que ese ajuste lo hace el propio mercado, se evita la discusión acerca del nivel óptimo del tipo de cambio, la cual a menudo está presente cuando éste es fijado administrativamente por la autoridad monetaria.

iv) Finalmente, no comprometen las reservas internacionales del banco central. Al no haber compromiso cambiario, el banco central no está obligado a poner a disposición del mercado sus reservas en moneda extranjera al precio que ha fijado. Por ese motivo es frecuente que la salida a las crisis cambiarias en la cual se especula contra el tipo de cambio fijado por el banco central sea la flotación, una vez que el banco central ha perdido una parte significativa, o eventualmente la totalidad de sus reservas.

A pesar de ello, los tipos de cambio fijos poseen a su vez múltiples ventajas. Algunas de ellas los hacen particularmente apropiados para economías pequeñas y en vías de desarrollo:

i) Evitan la volatilidad característica de los tipos de cambio flotantes. Cuando el tipo de cambio es volátil, como los precios internos no suelen serlo, ello se traduce en fluctuaciones de la competitividad que desalientan el comercio, con la pérdida de bienestar que ello implica. Por ello es frecuente que países pequeños y en vías de desarrollo fijen sus tipos de cambio en función del área monetaria en la cual se encuentran. En nuestro caso, el área Dólar.

ii) Son disciplinadores desde el punto de vista monetario. Si un banco central quisiera ceder a la tentación de llevar adelante expansiones monetarias, la tasa de interés tendería a caer con lo cual los capitales saldrían, provocando una tendencia a la depreciación del tipo de cambio. Cuando el tipo de cambio es fijo, el mercado encuentra conveniente comprar la moneda extranjera al banco central, el cual pierde reservas. En otras palabras, toda expansión monetaria no demandada producirá una pérdida de reservas.

iii) Son estabilizadores automáticos de distorsiones monetarias. Cuando el mercado dispone de menos moneda nacional de la que desea, esta relativa iliquidez presiona al alza la tasa de interés, incentivando un ingreso de capitales y una tendencia a la apreciación del tipo de cambio. Ello resulta en que el banco central compre moneda extranjera, entregando a cambio la moneda nacional que era requerida en un principio. Esta capacidad de los tipos de cambio fijos para regular el stock de dinero interno permite afirmar que el mercado es capaz de importar o exportar el dinero que requiere, o que le sobra, a través de la balanza de pagos. En otras palabras, vendiéndole o comprándole moneda extranjera al banco central.

iv) En países con fuerte historial inflacionario, contribuyen a estabilizar el nivel de precios. Dado un nivel de precios internacional, expresado en moneda extranjera, la fijación del tipo de cambio contribuye a fijar el precio en pesos de todos aquellos bienes que son internacionalmente comercializables. Como del precio del resto de los bienes de la economía debe guardar una cierta relación con éstos, indirectamente contribuye a determinar también el precio de éstos. El tipo de cambio es, por otra parte, una forma transparente y fácilmente controlable por el mercado del grado de compromiso y del cumplimiento que manifieste el gobierno con su política de estabilización.

13.4. El régimen cambiario uruguayo

El régimen cambiario uruguayo actualmente en vigencia opera desde setiembre de 1990, y consiste en una banda de flotación para el tipo de cambio. A diferencia de la mayor parte de las bandas de flotación, esta no está definida como un porcentaje alrededor de una paridad central. Al comienzo, la amplitud de la banda fue de un 2% medida respecto del límite inferior, pero

al año siguiente fue aumentada a un 4% y luego a un 7% en Mayo de 1992. Esta amplitud se mantuvo hasta Abril de 1998, mientras que a partir de esa fecha la distancia se redujo a un 3%. Cuando el precio de mercado tiende a situarse por debajo o por encima de la banda, las transacciones son realizadas con el BCU, de tal modo que el precio siempre se queda dentro de la banda de flotación.

Cada día, los tipos de cambio que corresponden al piso y al techo de la banda son devaluados por el BCU de acuerdo a ciertos criterios. Primero, debe tenerse en cuenta que el tipo de cambio es el ancla para el sistema de precios de acuerdo al plan de estabilización que fuera implementado desde 1990, de tal modo que la pauta devaluatoria está estrictamente relacionada a los objetivos en materia de inflación. De hecho, por este motivo la banda de flotación fue angostada de un 7% al 3%: de otro modo, permitir fluctuaciones del tipo de cambio de un orden de un 7% podría implicar fluctuaciones en los precios en una magnitud similar, lo cual provocaría sensibles apartamientos en cuanto al objetivo declarado de reducir la inflación a niveles menores del 10% anual. En este sentido, sería deseable que la pauta devaluatoria fuera lo más reducida posible, como se explica más adelante.

En el otro lado de la balanza, la reducción de la pauta devaluatoria no debe hacerse bruscamente. Por una parte, para dar tiempo a los precios internos de converger a la evolución del tipo de cambio y evitar distorsiones bruscas en el sistema de precios que perjudique la competitividad de la economía. Por otra parte, debido a que la devaluación de la moneda representa una forma de financiamiento para el gobierno estrechamente ligada a lo que se conoce como *financiamiento inflacionario*. En efecto, la devaluación del tipo de cambio influye sobre el nivel de inflación. Cuando los precios aumentan, entonces la cantidad real de dinero en el mercado disminuye. Si la demanda de moneda, en términos reales, es más o menos estable, entonces los agentes buscan recomponer su stock de medios de pago consiguiendo más moneda nacional. En el Uruguay, el modo que tienen de hacerlo es vendiéndole moneda extranjera al BCU. Esta moneda extranjera es utilizada, ya sea para financiar los objetivos que se tengan respecto de la acumulación de reservas internacionales, o bien para satisfacer otras necesidades financieras del sector público.

Ese delicado equilibrio entre devaluación, inflación y financiamiento se resuelve a través de un proceso de programación financiera que se realiza cada año. En la medida en que las necesidades de financiamiento inflacionario del sector público disminuyan, la tasa de devaluación puede también disminuir de modo consistente sin crear presiones de naturaleza fiscal. En consecuencia, también tenderá a disminuir el nivel de inflación.

La tasa de devaluación fue fijada en un 2% mensual en Octubre de 1992, disminuyendo sostenidamente a un 1.8% en Abril de 1996, 1.4% en Setiembre del mismo año, 1.2% en Mayo de 1997, 1% en Agosto y 0.8% en Noviembre del mismo año, y a partir del 20 de Abril de 1998 se encuentra situada en un nivel

del 0.6%. Aún se esperan sucesivas reducciones de esta tasa, como forma de contribuir a mayores reducciones en los índices inflacionarios. En particular, esta disminución de la pauta de devaluación permitió disminuir la tasa de inflación desde un pico del 129% en 1990 hasta un 8.6 % en 1998.

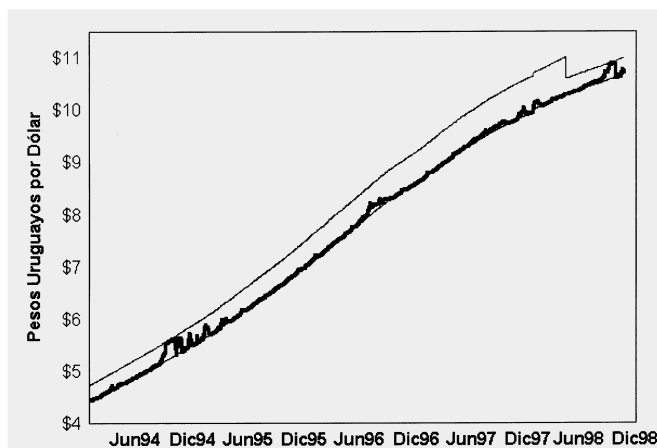


Fig. 13.1 Mercado Interbancario. Banda y Cierres Diarios 1994-1998

13.5. Arbitrajes, tasas de interés, paridades y riesgo

13.5.1. Arbitraje entre monedas

Hasta la primera guerra mundial, las monedas tenían una relación fija con el oro. Cada país fijaba un precio por medida de oro (usualmente, una onza troy, equivalente a unos 31 gramos). Esto hacía que los tipos de cambio entre las distintas monedas quedaran automáticamente determinados por un mecanismo de *arbitraje*. El resultado era un tipo de cambio fijo igual al cociente de los precios del oro entre dos países. Por ejemplo, si Alemania fijaba el precio del oro a 3 Marcos la onza, mientras que Inglaterra lo hacía a 2 Libras, entonces el precio de la Libra en términos de Marcos no podría ser otro que 1.50. Si esto no fuese así, entonces alguien podría hacer una ganancia totalmente libre de riesgo comprando barato y vendiendo caro. Supongamos que el tipo de cambio de la Libra respecto del Marco fuese de 1.80 en lugar de 1.50 en ese caso, resultaría conveniente pedir vender 1 Libra y convertirla en 1.80 Marcos. Con ellos, se pueden adquirir 0.60 onzas de oro en el banco central alemán, las que llevadas a Inglaterra se convierten en 1.20 Libras. Una Libra compensa la venta inicial que dio inicio a la cadena, y la ganancia de la triangulación, totalmente libre de

riesgo, es de 0.20! Esta operación se conoce como *arbitraje*, y las personas que se ocupan de identificar estas oportunidades de negocios se llaman *arbitrajistas*.

El principio de arbitraje es igualmente válido para los tipos de cambio fijos en general. Esto es sumamente intuitivo para el caso de dos monedas, donde hay solamente un tipo de cambio entre ambas. En el caso general, si existen N monedas, obviamente habrá $N(N-1)/2$ tipos de cambios bilaterales, moneda a moneda, pero sólo habrá $N-1$ tipos de cambio relevantes. Fijados estos, todos los otros tipos de cambio quedan fijos por acción del arbitraje.

13.5.2. Tasas de interés y paridades

El arbitraje no se reduce a los tipos de cambio. La acción de comprar donde se encuentra más barato, y vender donde es más caro, se extiende a cualquier otro activo. En particular, también se extiende a los activos financieros.

Tomemos el caso uruguayo, donde cualquier agente es libre de adquirir activos financieros en moneda nacional o en moneda extranjera: depósitos bancarios, títulos, etc. Cada uno de estos activos posee un rendimiento, expresado en su propia moneda. Por ejemplo, un depósito a 90 días en moneda nacional puede pagar una tasa anualizada equivalente a i , mientras que el mismo depósito en moneda extranjera paga una tasa i^* . Esta libertad de los agentes de mantener la *posición* deseada en una moneda u otra, la asociamos a la idea de *libre movilidad de capitales*. Esta movilidad puede registrarse tanto físicamente dentro del país, como es el caso de Uruguay, o de modo transfronterizo si no existen restricciones a los flujos internacionales.

Si ambos activos son perfectos sustitutos, los agentes serán indiferentes entre uno y otro en la medida en que ambos ofrezcan el mismo rendimiento nominal, esto es, expresado en una misma moneda. Si ello no fuera así, entonces el mercado se quedaría con el activo que ofrezca un mayor retorno y descartaría inmediatamente el otro. Por lo tanto, el único modo en que ambos activos pueden coexistir es que ofrezcan el mismo rendimiento.

El rendimiento del activo en moneda nacional es igual a su tasa de interés i . El rendimiento del activo en moneda extranjera, expresado en moneda nacional, es igual al producto de su tasa de interés (i^*) y de la variación esperada del precio de la moneda extranjera. En otras palabras, la depreciación esperada (δ^e):

$$1 + i = (1 + i^*) (1 + \delta^e)$$

Para valores relativamente pequeños de i^* , los que normalmente se han situado en los últimos años en valores en el entorno del 5% si la referencia es el Dólar, puede demostrarse que esta fórmula converge, en términos aproximados, a:

$$i = i^* + \delta^e$$

Teniendo en cuenta que esto se puede escribir, alternativamente, como:

$$\delta^e = i - i^*$$

entonces puede aceptarse que observar el diferencial de tasas de interés permite formarse una opinión acerca de la tasa de incremento del precio de la moneda extranjera que espera el mercado. En el caso uruguayo, podría contrastarse el diferencial de tasas de interés con la evolución de la pauta devaluatoria preanunciada por el gobierno. Si ambas convergen, entonces puede asumirse que la política cambiaria es creíble. Si la tasa de interés aumentara sensiblemente por sobre esta paridad, ello podría estar reflejando una desconfianza sobre el mantenimiento de la política, o en otros términos, una creencia de que la tasa de devaluación será mayor que la preanunciada.

Existe una relación muy estrecha entre la tasa de interés y el tipo de cambio, la cual es explotada para fines de política monetaria y cambiaria. Dadas las expectativas que el mercado tenga sobre el valor futuro del tipo de cambio (S^e), la depreciación esperada equivale a:

$$\delta^e = i - i^* = \frac{(S^e - S)}{S}$$

de donde es inmediato observar que existe una relación inversa entre el tipo de cambio (S) y la tasa de interés.

Si el objetivo de las autoridades es bajar la cotización de la moneda extranjera, necesariamente deberá aumentar la tasa de interés. Cuando la tasa de interés aumenta, los agentes cambian su posición saliéndose de moneda extranjera y pasándose a moneda nacional, la cual se vuelve más atractiva. Esa oferta de moneda extranjera en el mercado deprime su cotización. El proceso se detiene cuando el tipo de cambio bajó lo suficiente como para que la paridad se restaure.

13.5.3. El riesgo cambiario

La paridad de tasas de interés, en la forma vista más arriba, supone que los agentes se encuentran absolutamente seguros de la evolución futura del tipo de cambio, o bien que son indiferentes ante esta incertidumbre. La incertidumbre normalmente representa un riesgo, y los agentes son normalmente aversos a éste. Esto afecta la determinación de las tasas de interés, de tal modo que los agentes demanden una prima, por encima de la paridad, como remuneración frente al riesgo que se ven obligados a asumir.

El *riesgo cambiario* se deriva del hecho de que los agentes tienen la *posición abierta* en una moneda. Por posición abierta, se entiende que el agente posee activos y pasivos denominados en moneda extranjera por distintos montos: el monto de sus bienes y derechos es diferente que el monto de sus obligaciones. Cuando ello sucede, el valor del patrimonio se afecta ante cualquier modificación del tipo de cambio.

Las posiciones *abiertas* se clasifican en *compradas* (o *largas*) y *vendidas* (o *cortas*). En el primer caso, el agente se beneficia cuando el tipo de cambio aumenta. En el segundo, se perjudica. En cualquier caso, las posiciones abiertas son *especulativas*, en el sentido de que el agente asume las ganancias o las pérdidas derivadas de la composición de sus activos y pasivos.

Lo opuesto a una posición *abierta* es una posición *cerrada*. En este caso, las variaciones del tipo de cambio no afectan a los agentes, los cuales cubren sus pasivos en moneda extranjera con la misma cantidad de activos, o viceversa. De este modo, el riesgo cambiario desaparece.

«Cobertura de riesgo para importadores».

Supongamos que una firma realiza una importación de productos por un monto de 200.000 Dólares, para cuyo pago obtiene un crédito a 90 días de plazo. Este importador los vende a su vez en el mercado interno, en moneda nacional. Dado que la firma tiene ingresos en moneda nacional, la alternativa de esperar el cumplimiento del plazo para comprar la moneda extranjera representa un riesgo cambiario: las obligaciones son en moneda extranjera, en tanto que los activos se encuentran en pesos. Por lo tanto, cuanto más aumente el tipo de cambio, más se perjudica la firma. ¿Qué alternativas pueden existir para cerrar su posición y eliminar este riesgo?

1. Comprar los 200.000 Dólares ahora e invertirlos mientras tanto a la tasa en moneda extranjera i^* . Con ello cierra la posición, y sólo pierde la oportunidad de invertir los pesos que tiene disponibles ahora a la tasa i .

2. Comprar los 200.000 Dólares en el mercado *a término*. De ese modo, no necesita disponer de la moneda nacional desde ahora y se asegura el precio al cual comprará la moneda extranjera.

Nótese que en cualquiera de los dos casos, la posición se cierra adquiriendo un activo en moneda extranjera por el mismo monto que la deuda. En el primer caso, se adquiere directamente la moneda extranjera. En el segundo, el derecho de comprarla en una fecha determinada a un precio determinado.

13.6. Tipo de cambio real y competitividad

Hasta ahora, nos hemos referido al tipo de cambio de modo nominal (S), esto es, definido como el precio en moneda nacional de una unidad de moneda extranjera. Es posible definir alternatively un tipo de cambio *real*, no ya como un precio absoluto.

El *tipo de cambio real* se define como el precio relativo de dos canastas de bienes, expresados ambos en una moneda común.

Si bien existen múltiples alternativas, en su forma más usual el tipo de cambio real puede definirse como:

$$R = S \times \frac{P^*}{P}$$

donde S es el tipo de cambio nominal, y P, P* corresponden a los precios de las canastas en moneda nacional y en moneda extranjera, respectivamente.

El tipo de cambio real da una idea de la *competitividad* de la economía, midiendo el grado de encarecimiento interno respecto del resto del mundo.

Cuanto más elevado este valor, se estima que la economía es relativamente más barata, y por lo tanto, más competitiva.

13.6.1. La ley de un solo precio

En su versión más restringida, P y P* se refieren al precio de un único bien. Si todos los bienes fueran internacionalmente comercializables sin costo alguno (en otras palabras, si existen oportunidades de libre arbitraje entre ellos), entonces el precio de un mismo bien, expresado en una misma moneda, debe ser igual en cualquier parte y R es igual a la unidad. Esto se conoce como la *Ley de un solo precio*.

Lamentablemente, este postulado difícilmente se verifica en la vida real. Si bien existen bienes por cuya naturaleza la Ley de un solo precio se cumple con un elevado grado de aproximación (por ejemplo, el precio del oro), en el caso de otros las diferencias son notorias (por ejemplo, el precio de un corte de pelo). Básicamente, este imperfecto arbitraje puede deberse a la existencia de cualquiera de los siguientes factores:

- i) No todos los bienes son internacionalmente comercializables.
- ii) Costos de transporte.
- iii) Aranceles y otras restricciones al comercio.
- iv) Diferenciación de mercados.
- v) Falta de información acerca de las oportunidades de arbitraje.

Si no se comercializan todos los bienes, podemos separar los mismos en transables y no transables. En ese caso, el tipo de cambio real se redefine de la siguiente manera:

$$R = \frac{P_T}{P_{NT}} = \frac{S \times P^*}{P_{NT}}$$

donde P_T y P_{NT} son los precios de los transables y no transables respectivamente, S es el tipo de cambio nominal y P^* son los precios externos de los bienes transables.

«El Índice BigMac®»

Un típico ejemplo de no cumplimiento de la Ley de Un Solo Precio, resulta de la comparación internacional del precio de una hamburguesa BigMac. Este bien es perfectamente homogéneo, ya que es elaborado de acuerdo a un estándar internacional. Sin embargo, su precio es diferente según los países, de acuerdo a lo que puede apreciarse en los ejemplos que se citan en la tabla más abajo. Las razones para ello son múltiples: este bien no es internacionalmente comercializable; se elabora domésticamente, con componentes del costo que son diferentes según los países, bajo estructuras impositivas diversas, y para mercados muy diferenciados.

Precio de una hamburguesa BigMac (en dólares, a Abril 2000)

Israel	3.58
Inglaterra	3.00
Japón	2.78
Francia	2.62
USA	2.51
Argentina	2.50
Chile	2.45
Alemania	2.37
Polonia	2.28
México	2.22
España	2.09
Uruguay	1.93
Indonesia	1.83
Brasil	1.65
Rusia	1.39
Hong Kong	1.31
China	1.20

Fuente: Revista *The Economist*

13.6.2. La Paridad de Poderes de Compra

Una forma menos restrictiva de la Ley de Un Solo Precio es no exigir que el arbitraje se cumpla para todos y cada uno de los bienes, aunque sí para el conjunto de ellos. Cuando P y P^* se refieren a canastas de bienes, entonces la *Paridad de Poderes de Compra* (PPC) postula que el precio de esta canasta debe ser el mismo en todas partes: $P = S \cdot P^*$. Obviamente, si la Ley de Un Solo Precio se cumple para cada bien en particular, y si la ponderación de los distintos bienes en las canastas es la misma, entonces la PPC también debe necesariamente verificarse.

Aún así, la PPC difícilmente se cumple en su versión más estricta. En parte, debido a los motivos mencionados en el apartado anterior, y en parte debido a que las ponderaciones de los bienes en las canastas no son iguales. Es evidente que las ponderaciones de los distintos bienes no tiene por qué ser necesariamente la misma en la canasta de consumo uruguaya, japonesa o canadiense.

Una formulación alternativa de la PPC, más corrientemente utilizada, es su versión *relativa*. Esta supone que si bien la PPC no se cumple para los niveles de precios, sí se cumple en tasas de variación. Esto equivale a asumir que la tasa de inflación interna (π) es aproximadamente igual a la tasa de inflación internacional (π^*) más la tasa de devaluación (δ):

$$\pi = \pi^* + \delta$$

Esta afirmación es consistente con el supuesto de que si bien puede haber diferencias de precios a nivel internacional debido a los costos de arbitraje, estos costos no varían en el tiempo.

13.6.3. Inflación, devaluación y competitividad

La PPC relativa es una referencia corrientemente utilizada para hablar de *adelanto* o de *atraso cambiario*. En particular, cuando la tasa de inflación doméstica es mayor que la suma de la inflación internacional más la tasa de devaluación se habla de atraso cambiario, y esto se asocia a la idea de una pérdida de competitividad para la economía, la cual se encarece respecto del resto del mundo.

Sin embargo, esto no es necesariamente así. Aunque pueden citarse múltiples argumentos, para demostrar que el atraso cambiario no es un buen indicador de pérdida de competitividad alcanza con el siguiente razonamiento:

Supongamos, para mantener el análisis simple, que el tipo de cambio y el nivel de precios internacionales están absolutamente fijos. Supongamos, adicionalmente, que en la economía se producen dos clases de bienes. Unos son de origen manufacturero e internacionalmente comercializables, por lo cual puede asumirse que para ellos se verifica la Ley de Un Solo Precio. En la medida en que la inflación internacional sea nula, y que el tipo de cambio esté fijo, su precio interno también está fijo. La otra clase de bienes no está sujeto a comercio internacional, por lo que su precio se determina internamente de acuerdo a las condiciones del mercado. Estos bienes suelen ser más intensivos en la utilización de mano de obra, y normalmente se asocian a la actividad del sector productor de servicios.

El hecho de que un bien sea o no comercializable depende de los costos de arbitraje. Si el costo del arbitraje (transporte, aranceles, etc.) es virtualmente nulo en relación al precio, el bien tenderá a mantener un precio internacional uniforme, y en una economía pequeña su precio interno estará determinado por el precio internacional. Si el arbitraje es relativamente costoso, por ejemplo debido a las distancias, entonces el bien no estará sujeto a comercio internacional y su precio se determinará domésticamente. Entre ambos casos extremos, puede definirse una clase de bienes que sólo son comercializables regionalmente dado que sus costos no permiten el arbitraje más allá de los países vecinos. En el Uruguay, entre otros casos, podría imaginarse así a los servicios turísticos, donde tres de cada cuatro turistas ingresados provienen de Argentina o Brasil.

Por su propia naturaleza, es normal que el sector manufacturero incorpore un mayor progreso tecnológico que aumente la productividad de la mano de obra. Cuando la productividad en este sector aumenta, los salarios también tienden a hacerlo. No así el precio de su producto, ya que este se encuentra determinado a nivel internacional. En esta situación, el sector que produce bienes no comercializables debe contratar mano de obra encarecida por la competencia del otro sector, por lo cual traslada este costo a sus propios precios. Como puede apreciarse, el índice general de precios de la economía aumenta, aunque el tipo de cambio y los precios internacionales estén fijos, porque en su composición el precio de los bienes no comercializables ha aumentado. En resumen, el progreso tecnológico en el sector manufacturero produce una tasa de inflación superior a la tasa de devaluación más la inflación internacional. Esto aparece como atraso cambiario, pero en realidad es una situación de equilibrio donde no ha habido pérdida de competitividad de la economía. Por el contrario, ha habido una mejora tecnológica que aumenta la productividad de la mano de obra. Esta es la razón por la cual un corte de pelo cuesta normalmente más caro en Tokyo que en Montevideo, aunque un televisor pueda costar aproximadamente lo mismo, y ello no implique un problema de competitividad para el comercio exterior japonés.

13.7. Enfoques de la Balanza de Pagos

La balanza de pagos es, como se vió en el capítulo 12, un registro de las transacciones económicas entre los residentes de una economía y los residentes del resto del mundo.

Las transacciones financieras que se incluyen en la Balanza de Pagos son un aspecto sumamente importante, ya que establece el vínculo entre la misma y el balance monetario del banco central: si el banco central compra o vende moneda extranjera, lo hace entregando o retirando moneda nacional a cambio. Por lo tanto, estas transacciones afectan la base monetaria, y en consecuencia, la cantidad de dinero en la economía.

En la balanza de pagos, existen dos resultados de particular interés. El primero de ellos, es la diferencia entre exportaciones e importaciones de bienes y servicios. A esta diferencia se la conoce como *saldo en cuenta corriente* (CC) y refleja el saldo neto de las transacciones de naturaleza real. Como este saldo debe necesariamente tener una contrapartida financiera (referida al pago o al financiamiento del mismo), también refleja la variación de los activos financieros netos de la economía sobre el resto del mundo. Todo superávit tiene como contrapartida una acumulación de los derechos sobre el extranjero, mientras que todo déficit requiere de un financiamiento, el cual refleja un aumento de las obligaciones netas. En el primer caso, el patrimonio de la economía respecto del resto del mundo está aumentando, y en el segundo, cayendo.

Un punto particularmente importante a este respecto, es que un superávit en cuenta corriente refleja una acumulación de activos financieros externos. En particular, es una forma de inversión en el extranjero. Si esto es así, un superávit en cuenta corriente no necesariamente refleja una situación económica saludable, sino que puede implicar que los residentes no encuentren oportunidades de inversión dignas de ser explotadas en la economía y prefieran invertir en el resto del mundo. Por un razonamiento análogo, un déficit en cuenta corriente no es necesariamente malo pues debe compensarse, del lado de su financiamiento, con un ingreso de capitales. En otras palabras, el déficit en cuenta corriente puede ser causado por una economía sana y en crecimiento donde existen múltiples oportunidades de inversión a ser explotadas.

El segundo saldo de interés, es la *variación de reservas internacionales*, el cual refleja el incremento o la disminución de los medios de pago (principalmente oro y divisas) de aceptación internacional bajo el control de la autoridad monetaria para hacer frente a sus obligaciones. Este saldo es particularmente importante, dado que involucra la solvencia financiera del banco central, y por lo tanto, la del gobierno.

Pero concentrémonos en el saldo en cuenta corriente, y analicemos su significado a partir de distintos enfoques:

13.7.1. Exportaciones vs. Importaciones

La forma más simple de enfocar el saldo en cuenta corriente es a través de su propia definición, como la diferencia entre exportaciones (X) e importaciones (IM) de bienes y servicios.

$$CC = X - IM$$

Esta forma tan directa tiene como consecuencia que, si se desea incrementar el saldo en cuenta corriente, el problema se reduce a cómo incrementar las exportaciones o cómo disminuir las importaciones. Las alternativas de política pueden ser múltiples: políticas de promoción de exportaciones, aranceles sobre las importaciones, fijación de cupos de importación, etc. Pero más frecuentemente, como política de corto plazo, la discusión se centra en la política cambiaria. Esto obliga a reflexionar acerca del rol del tipo de cambio y de los precios relativos sobre los flujos de exportaciones e importaciones.

13.7.2. Ingreso vs. Gasto

No obstante, una forma alternativa de observar el saldo en cuenta corriente es considerar la igualdad entre la oferta y la demanda final de bienes y servicios. La primera está dada por la suma del producto nacional bruto (PNB) más las importaciones. La segunda por la suma del gasto privado de consumo (C), más el gasto del gobierno (G), más el gasto de inversión (I), más las exportaciones:

$$PNB + IM = C + G + I + X$$

En otras palabras, el saldo en cuenta corriente puede contemplarse como la diferencia entre el ingreso y el gasto de los residentes:

$$CC = X - IM = PNB - C - G - I$$

Desde este punto de vista, un déficit en cuenta corriente refleja un exceso de gastos sobre ingresos, y el rol del tipo de cambio sobre el saldo en cuenta corriente estará relacionado al modo en que las variaciones de precios relativos inducidas por una devaluación puedan afectar al ingreso y al gasto, respectivamente. Asimismo, existen alternativas a través de políticas directas de contención del gasto, tal como el manejo del gasto del sector público.

13.7.3. Ahorro vs. Inversión

Consideremos ahora los ingresos tributarios del gobierno (T). Teniendo en cuenta la igualdad entre producto e ingreso, y definiendo el Ingreso Disponible (Yd) como el ingreso neto de impuestos, la expresión anterior puede reescribirse como:

$$CC = \{Yd - C\} + \{T - G\} - I$$

Nótese que del lado derecho de la igualdad, el primer sumando equivale al Ahorro Privado (A_p), definido como la diferencia entre los ingresos y los gastos corrientes. Del mismo modo, el segundo sumando es, por definición, el Ahorro del Gobierno (A_G). En otras palabras, el déficit fiscal con el signo cambiado. La suma del ahorro del sector privado, más el ahorro del gobierno equivale al ahorro total de los residentes:

$$CC = A_p + A_G - I$$

De aquí surge que el saldo en cuenta corriente equivale a la diferencia entre ahorro e inversión. En la medida en que el ahorro de los residentes supere al nivel de acumulación de capital, el saldo en cuenta corriente será superavitario. En otras palabras, parte del ahorro nacional se direcciona como financiamiento hacia el resto del mundo, acumulando activos financieros externos. Si el nivel de inversión es más alto que el ahorro, entonces el saldo en cuenta corriente financia esta brecha. Esto no debería resultar sorprendente, ya que por definición el saldo en cuenta corriente es la diferencia entre exportaciones e importaciones. Dado que las importaciones representan un ingreso para el resto del mundo, mientras que las exportaciones un gasto, entonces un déficit en cuenta corriente representa el ahorro externo (A_x) derivado de sus transacciones con la economía. En otras palabras, es un modo de reencontrarse con la identidad de ahorro e inversión:

$$A_x + A_p + A_G = I$$

En esta forma de expresar el saldo en cuenta corriente resulta más evidente la relación conocida como los *déficit gemelos*: si todo lo demás permanece constante, entonces una caída en el ahorro del gobierno (esto es, un incremento en su déficit) se asocia a un aumento en el déficit en cuenta corriente. Por este motivo la recomendación de disminuir el déficit del gobierno se encuentra asociada a la corrección de déficits en cuenta corriente.

Este enfoque también se encuentra asociado al problema de los cambios en las preferencias del público por consumir. Si existen circunstancias que exacerbén la propensión del sector privado a gastar, por ejemplo el acceso a mejores condiciones de financiamiento o el acceso a nuevos productos, entonces esto repercutirá sobre el déficit en cuenta corriente.

13.7.4. Los países y su "ciclo de vida"

Un enfoque particular que sintetiza algunos de los puntos de vista anteriores es el que observa el saldo en cuenta corriente en un contexto de decisiones intertemporales. Cuando los países se encuentran en vías de desarrollo, su ingreso es relativamente bajo, y por lo tanto también lo es su capacidad de generar ahorro. En contrapartida, suelen ofrecer oportunidades de inversión que requieren de financiamiento. Normalmente, los países pobres han acumulado menos capital que los países más ricos, lo cual implica que las inversiones deberían ofrecer retornos mayores. Por lo tanto, tiene sentido financiar esta brecha con ahorro externo. Esto es, con un déficit en cuenta corriente. Este déficit en cuenta corriente se descompone en dos: un déficit comercial (exportaciones menos importaciones de bienes y servicios) y la remuneración al capital. Un sostenido déficit en cuenta corriente implica, una vez más, una acumulación de endeudamiento neto con el resto del mundo, ya sea bajo la forma de endeudamiento externo o de inversión directa en la economía. En esta etapa, en consecuencia, el país aparece como deudor neto del resto del mundo. Esta situación se encuentra representada en el tramo izquierdo de la figura 13.2.

Esta situación debería continuar hasta que la economía se desarrolla y alcanza su madurez productiva. En ese momento, comenzaría a repagar el financiamiento recibido, para lo cual debe generar un superávit en cuenta corriente. Este superávit se alcanza en la medida en que el aumento en la inversión permite un incremento en las exportaciones netas de bienes y servicios que supere los pagos al resto del mundo por concepto de intereses y utilidades. Así debería continuar hasta que, a su vez, sea capaz de financiar a otros países en su misma situación inicial. Durante todo este período, las exportaciones superan a las importaciones (en otras palabras, los ingresos superan a los gastos). Este ingreso neto representa un ahorro para la economía derivado de sus transacciones con el resto del mundo, el cual se utiliza, en primer lugar, para repagar el financiamiento recibido, y en segundo lugar para financiar la brecha entre inversión y ahorro en nuevos países. Al cabo de esta etapa, el país debería convertirse en acreedor neto del resto del mundo y comenzar a percibir los ingresos financieros derivados de su condición de tal.

Este enfoque fue desarrollado, principalmente, para entender la naturaleza de los déficits en cuenta corriente normalmente registrados por las economías en vías de desarrollo. Aunque muchos países parecen no seguir este comporta-

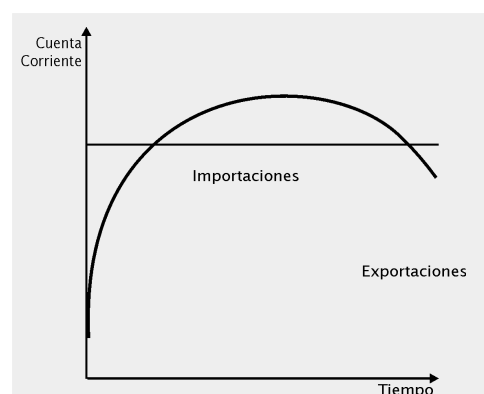


Fig. 13.2 Exportaciones e Importaciones de Bienes y Servicios en un Modelo de Ciclo de Vida

miento, vale la pena mencionar el caso de los Estados Unidos, que –hasta hace relativamente pocos años- parecía haberse ajustado a este patrón: durante el siglo pasado recibió financiamiento del resto del mundo, al tiempo que incurría en un déficit de cuenta corriente. Hacia fines de siglo ya se encontraba generando superávit en cuenta corriente, y durante la primera mitad de este siglo se convirtió en el mayor acreedor mundial, para concluir en la década de los 70s financiando déficits comerciales con los ingresos derivados de sus inversiones en el resto del mundo. Curiosamente, pocos años después la cuenta corriente misma volvió a ser deficitaria, y el país volvió una vez más a ser deudor neto del resto del mundo: ¿tal vez la teoría necesite extenderse para explicar una cuarta e imprevista etapa?

Este enfoque también es útil para comprender de qué modo el saldo en cuenta corriente es útil para asignar intertemporalmente posibilidades de gasto. Así como una economía en vías de desarrollo puede financiar niveles de gasto que superan su nivel de ingreso a través de déficits en cuenta corriente a cuenta de sus mayores ingresos futuros, también puede resultar óptimo financiar caídas temporales del ingreso incurriendo en déficits de cuenta corriente: esto permite que las caídas en el gasto sean menos pronunciadas que las caídas en el ingreso, y viceversa. En otras palabras, la cuenta corriente da la posibilidad de suavizar las fluctuaciones en el gasto que se registrarían de otro modo.

13.7.5. Los ingresos autónomos de capital

En general, dentro de la balanza de pagos, es normal referirse a los movimientos de capital como *financiando* los déficits o superávits en cuenta corriente. Esto parece tener implícita una relación de causalidad en la cual los movimientos de capital están determinados por las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente.

Sin embargo, muchas veces los movimientos de capital son autónomos. Por ejemplo, es notorio que muchos países latinoamericanos han recibido fuertes ingresos de capital bajo la forma de inversión directa, en particular siguiendo procesos de privatización de empresas públicas. Lo mismo sucede contemporáneamente con países del este europeo, y ha sucedido en el pasado en circunstancias tan disímiles como en el caso de las transferencias determinadas por las compensaciones de post-guerra, o por los masivos ingresos de capital a los Estados Unidos registrados durante la década de los 80'.

En cualquier caso, los ingresos masivos de capital implican un aumento en el nivel del gasto interno. Por ello, algunos países imponen controles a los ingresos de capital, como modo de gestión de la demanda agregada. Los países en estas condiciones sufren apreciaciones reales en su tipo de cambio, ligadas a este incremento del gasto interno. Esta apreciación se encuentra asociada a

una pérdida de competitividad de la economía, y en consecuencia, a un déficit en cuenta corriente. Pero en este caso, vale la pena notar que no se trata de un déficit generado por decisiones de producción y de gasto que requiere un financiamiento: la causalidad es más bien a la inversa. Son los movimientos de capital que determinan un déficit en cuenta corriente, y las variaciones en los precios relativos son solamente el mecanismo de transmisión de los movimientos de capital hacia las transacciones en bienes y servicios.



Conceptos claves

mercado de cambios	estabilizadores automáticos
tipo de cambio fijo	disciplinadores
tipo de cambio flotante	financiamiento inflacionario
apreciación y depreciación de la moneda	arbitraje
devaluación y revaluación de la moneda	paridad
flotación sucia	riesgo cambiario
paridad deslizando	posición abierta
control de cambios	posición cerrada
bandas de flotación	cobertura de riesgo
spread	competitividad
mercado de contado o spot	ley de un solo precio
mercado a término o forward	paridad de poderes de compra
	enfoques de la balanza de pagos

PROBLEMAS Y PREGUNTAS

1. Suponga que Ud. es un exportador y planea recibir un pago de U\$S 500.000 dentro de algunos meses, cuando concrete un embarque de sus productos a Brasil. Pero usted debe producir hoy, y pagar los insumos y demás costos en moneda nacional, para lo cual dispone del dinero correspondiente. Explique el concepto de riesgo cambiario, y si Ud. actualmente está afectado. Si ese es el caso, mencione las alternativas o instrumentos financieros que conozca para cubrirse de este riesgo.
2. Explique el concepto de tipo de cambio real y discuta el significado del llamado atraso cambiario. Discuta por qué sería necesario ajustar la evolución del tipo de cambio real por productividad antes de sacar conclusiones sobre posibles pérdidas o ganancias de competitividad.
3. Suponga que la ley de un solo precio se cumple para cada bien, y que todos los bienes son internacionalmente comercializables: ¿bajo estas condiciones se cumple necesariamente la paridad de poderes de compra?
4. ¿Qué opina Ud. de la propuesta de comparar el precio de una hamburguesa MacDonald respecto a los demás países del mundo, como indicador de competitividad? ¿Qué podría decirse a favor o en contra de este criterio?
5. ¿Qué podemos esperar que le suceda a la cotización del peso argentino en nuestro país, si la inflación uruguaya es de un 50% anual, mientras que la inflación argentina es solamente un 5%?

