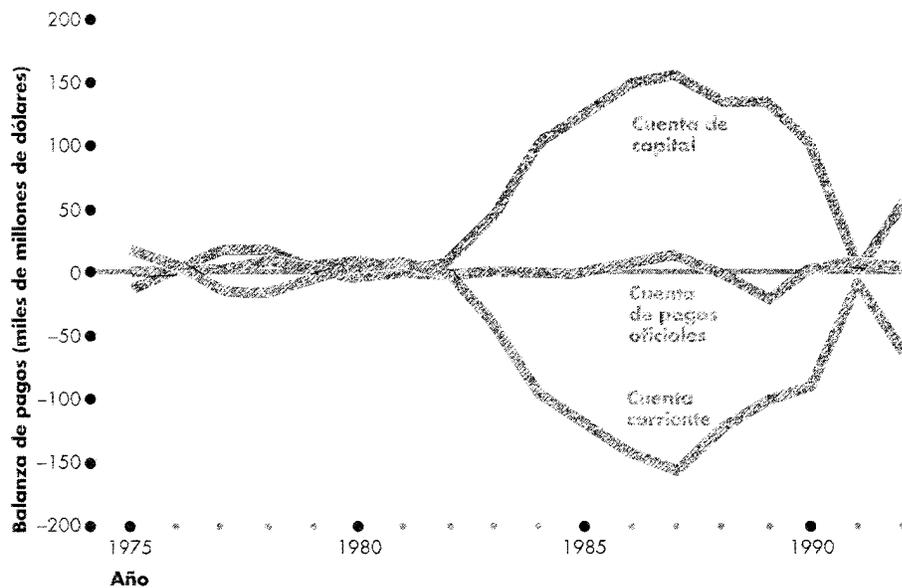


# Unidad 12

---

- La balanza de pagos y el dolar

Durante la década de 1970, las fluctuaciones de la balanza de pagos fueron pequeñas. En la década de 1980, apareció un inmenso déficit en cuenta corriente. El saldo de la cuenta de capital es un reflejo del saldo de la cuenta corriente. Cuando el saldo de la cuenta corriente es positivo, el saldo de la cuenta de capital es negativo: se presta al resto del mundo; y cuando el saldo de la cuenta corriente es negativo, el saldo de la cuenta de capital es positivo: se pide prestado al resto del mundo. Las fluctuaciones del saldo de los pagos oficiales son pequeñas en comparación con las fluctuaciones del saldo de la cuenta corriente y del saldo de la cuenta de capital.



Durante la década de 1970, las fluctuaciones de la balanza de pagos fueron pequeñas. En la década de 1980, apareció un inmenso déficit en cuenta corriente. El saldo de la cuenta de capital es un reflejo del saldo de la cuenta corriente. Cuando el saldo de la cuenta corriente es positivo, el saldo de la cuenta de capital es negativo: se presta al resto del mundo; y cuando el saldo de la cuenta corriente es negativo, el saldo de la cuenta de capital es positivo: se pide prestado al resto del mundo. Las fluctuaciones del saldo de los pagos oficiales son pequeñas en comparación con las fluctuaciones del saldo de la cuenta corriente y del saldo de la cuenta de capital.

Fuente: *Economic Report of the President*, 1993.

La cuenta corriente registra los ingresos por la venta de bienes y servicios a extranjeros, el pago de bienes y servicios comprados a extranjeros y las donaciones y otras transferencias (como los pagos de la ayuda internacional) que se reciben de los extranjeros y que se les pagan. Con mucho, los renglones más grandes de la cuenta corriente son los ingresos de la venta de bienes y servicios a extranjeros (el valor de las exportaciones) y los pagos realizados por las compras de bienes y servicios a extranjeros (el valor de las importaciones). Las transferencias netas son renglones relativamente pequeños. La cuenta de capital registra todas las transacciones de obtención y otorgamiento de préstamos internacionales. El saldo de la cuenta de capital registra la diferencia entre las cantidades que el país presta y pide prestado al resto del mundo. La cuenta de pagos oficiales muestra el aumento neto o la disminución neta de las tenencias de divisas del país.

La tabla anterior muestra las cuentas de la balanza de pagos de Estados Unidos en 1992. Como podrá ver en la tabla, Estados Unidos tuvo un déficit de cuenta corriente

de 62.4 mil millones de dólares en 1992. ¿Cómo se paga un déficit de la cuenta corriente? Es decir ¿cómo se pagan las importaciones que sobrepasaron el valor de las exportaciones? Se pagan pidiendo prestado en el exterior. La cuenta de capital indica cuánto. Aunque se pidieron prestados 120.4 mil millones de dólares, se otorgaron préstamos por 48.9 mil millones de dólares. Así que la obtención de préstamos neta identificada fue de 71.5 mil millones de dólares. Existe también una discrepancia estadística de -13 mil millones de dólares en la cuenta de capital. En realidad, esta discrepancia representa una combinación de transacciones de cuenta de capital y de cuenta corriente, como la obtención de préstamos externos no

La discrepancia estadística de 1992 no fue particularmente grande. A veces, es mucho más grande que ésta. identificados, el comercio internacional ilegal (por ejemplo, la importación de drogas ilegales) y transacciones de las que no se informa para evadir ilegalmente aranceles u otras medidas de protección del comercio internacional.

La obtención de préstamos externos neta de Estados Unidos menos su déficit en cuenta corriente es igual al cambio de las reservas oficiales de Estados Unidos. Las reservas oficiales son las tenencias gubernamentales de divisas. En 1992, esas reservas aumentaron en 3.9 mil millones de dólares (la obtención de préstamos neta de los extranjeros fue de 58.5 mil millones de dólares, el déficit en cuenta corriente fue de 62.4 mil millones de dólares y la diferencia, 3.9 mil millones de dólares, fue el aumento de las reservas oficiales).

Las cifras de la tabla anterior presentan una instantánea de las cuentas de la balanza de pagos en 1992. La figura anterior ubica esa instantánea en una perspectiva más amplia al mostrar la balanza de pagos entre 1975 y 1992. Como podrá observarse, el saldo de la cuenta corriente es prácticamente una imagen invertida del saldo de la cuenta de capital; y el saldo de los pagos oficiales es muy pequeño en comparación con los saldos de esas otras dos cuentas. Durante la década de 1980 apareció un déficit grande en cuenta Quizás sea posible comprender mejor las cuentas de la balanza de pagos y los vínculos que existen entre ellas si consideramos el ingreso y el gasto, la obtención y el otorgamiento de préstamos y la cuenta bancaria de un individuo.

La cuenta corriente de una persona registra el ingreso obtenido por ofrecer servicios de factores de la producción, y el gasto en bienes y servicios. Consideremos, por ejemplo, a Inés. Obtuvo un ingreso de 25 000 dólares en 1994. Inés tiene inversiones por un valor de 10 000 dólares que le proporcionaron un ingreso de 1000 dólares. La cuenta corriente de Inés muestra un ingreso de 26 000 dólares. Inés gastó 18 000 dólares en la compra de bienes y servicios para el consumo. También compró una casa nueva, que le costó 60 000 dólares. Así que el gasto total de Inés fue de 78 000 dólares. La diferencia entre su gasto y su ingreso es de 52 000 dólares (\$78 000 menos \$26 000). Esta cantidad es el déficit en cuenta corriente de Inés.

Para pagar los gastos de 52 000 dólares que excedieron a su ingreso, Inés tiene que usar el dinero que guarda en el banco o bien obtener un préstamo. De hecho, Inés obtuvo un préstamo hipotecario de 50 000 dólares que la ayudó a pagar su casa. Ésta fue la única obtención de préstamos de Inés, así que el superávit de su cuenta de capital fue de 50 000 dólares. Con un déficit en cuenta corriente de 52 000 dólares y un superávit de la cuenta de capital de 50 000 dólares, a Inés todavía le faltan 2000

dólares. Esos 2000 dólares los sacó de su propia cuenta bancaria. Sus tenencias de efectivo disminuyeron en 2000 dólares.

La oferta de factores de producción de Inés es análoga a la oferta de exportaciones de un país. Sus compras de bienes y servicios, incluyendo la compra de una casa, son análogas a las importaciones de un país. La hipoteca de Inés (obtención de préstamos de alguien más) es análoga a la obtención de préstamos externos de un país. La compra de la casa que hizo Inés es análoga a la inversión extranjera de un país. El cambio de su propia cuenta bancaria es análogo al cambio de las reservas oficiales del país.

Más adelante en este capítulo estudiaremos los factores que influyen sobre el saldo de los pagos oficiales, pero por ahora nos concentraremos en la cuenta corriente y en la cuenta de capital.

Un país que está pidiendo prestado al resto del mundo más de lo que le está prestando, se llama prestatario neto. De manera similar, un prestamista neto es un país que está prestando más al resto del mundo de lo que le está pidiendo prestado. El prestatario neto podría estar aumentando su deuda o simplemente podría estar reduciendo los activos netos que mantiene en el resto del mundo. El acervo total de la inversión extranjera determina si un país es deudor o acreedor. Una nación deudora es un país que durante toda su historia ha obtenido en préstamos del resto del mundo más de lo que le ha prestado. Tiene un saldo de deuda pendiente con el resto del mundo superior al saldo de sus propios derechos sobre el resto del mundo. Estados Unidos se convirtió en una nación deudora a mediados de la década de 1980. Una nación acreedora es un país que ha invertido en el resto del mundo más de lo que los otros países han invertido en él. El país acreedor más grande es Japón. Una nación acreedora es aquella cuyos ingresos netos de intereses de la deuda son positivos: los pagos que le hacen son superiores a los que realiza.

Lo medular de la distinción entre una nación prestataria neta y una prestamista neto, y entre una nación deudora y una acreedora es la distinción entre flujos y acervos. La obtención y el otorgamiento de préstamos son flujos. Son sumas obtenidas en préstamo o prestadas por unidad de tiempo. Las deudas son acervos. Son sumas que se deben en un momento dado. El flujo de los cambios de la obtención y el otorgamiento de préstamos cambia el acervo o saldo de la deuda. Pero el saldo pendiente de la deuda depende principalmente de los flujos anteriores de obtención y otorgamiento de préstamos, no de los flujos del periodo corriente. Los flujos del periodo corriente determinan el cambio de saldo de la deuda pendiente.

Estados Unidos es un recién llegado a las filas de las naciones prestatarias netas. Durante la década de 1960 y la mayor parte de la de 1970, tuvo un superávit en su cuenta corriente y un déficit en su cuenta de capital. Así que el país era un prestamista neto para el resto del mundo. Fue a partir de 1983 cuando se convirtió en un prestatario neto significativo. Desde entonces, la obtención de préstamos ha aumentado cada año y, a finales de la década de 1980, rebasaba los 100 mil millones de dólares anuales. Estados Unidos no solamente es una nación prestataria neta, también es un país deudor. Es decir, su saldo total de obtención de préstamos del resto del mundo es superior a sus préstamos al resto del mundo.

Los mayores deudores son los países en desarrollo que están hambrientos de capital. La deuda externa de esos países creció de menos de una tercera parte a más de la mitad de su producto interno bruto durante la década de 1980, lo que dio origen a lo que se ha llamado la "crisis de la deuda del Tercer Mundo".

La mayoría de los países son prestatarios netos. Pero un pequeño número de países son inmensos prestamistas netos. Algunos ejemplos de prestamistas netos son los países ricos en petróleo como Kuwait y Venezuela, y los países desarrollados con éxito, como Japón y Alemania.

¿Debería preocuparse Estados Unidos por haber cambiado de ser prestamista neto a prestatario neto? La respuesta a esta pregunta depende principalmente de lo que está haciendo el prestatario neto con el dinero prestado. Si los préstamos están financiando inversión que a su vez genera crecimiento económico y un ingreso más alto, la obtención de préstamos no constituye un problema. Si el dinero prestado se usa para financiar el consumo, entonces se incurre en pagos de intereses más altos y, por consiguiente, a final de cuentas el consumo tendrá que reducirse. Cuanto mayor y más tiempo dure la obtención de préstamos, mayor será la reducción necesaria del consumo. Investigaremos si Estados Unidos está pidiendo prestado para la inversión o para el consumo.

¿Qué determina el saldo de la cuenta corriente y la magnitud de la obtención u otorgamiento netos de préstamos de un país?

Para contestar esta pregunta, necesitamos primero recordar y usar algunas de las cosas que hemos aprendido acerca de las cuentas del ingreso nacional. La tabla 36.2 nos ayudará a refrescar la memoria y a resumir los cálculos necesarios. La parte (a) enumera las variables del ingreso nacional que se necesitan, junto con sus símbolos; ahí se muestran también los valores que tenían en Estados Unidos en 1990.

La parte (b) presenta dos ecuaciones clave del ingreso nacional. Primero, la ecuación (1) nos recuerda que el gasto agregado es la suma del gasto en consumo, la inversión, las compras gubernamentales de bienes y servicios y las exportaciones netas (la diferencia entre exportaciones e importaciones). La ecuación (2) nos recuerda que el ingreso agregado se usa de tres maneras distintas. Puede consumirse, ahorrarse o pagarse al gobierno en forma de impuestos (neta de pagos de transferencia). La ecuación (1) indica en qué forma el gasto genera nuestro ingreso. La ecuación (2) señala qué hacemos con nuestro ingreso.

La parte (c) de la tabla explora territorio nuevo. Examina los superávit y los déficit. Veremos tres superávit o déficit: los de la cuenta corriente, del presupuesto del gobierno y del sector privado. Para llegar a estos superávit y déficit, primero hay que restar la ecuación (2) de la ecuación (1) de la tabla siguiente. El resultado es la ecuación (3). Con un reordenamiento de la ecuación (3), obtenemos la relación de la cuenta corriente (exportaciones menos (a) Variables

(a) Variables

Producto interno bruto (PIB)	<i>Y</i>	5,951
Gasto en consumo	<i>C</i>	4,096
Inversión	<i>I</i>	770
Compras gubernamentales de bienes y servicios	<i>G</i>	1,115
Exportaciones de bienes y servicios	<i>EX</i>	636
Importaciones de bienes y servicios	<i>IM</i>	668
Ahorro	<i>A</i>	1,021
Impuestos, netos de pagos de transferencia	<i>T</i>	832

(b) Ingreso y gasto internos

Gasto agregado	(1) $Y = C + I + G + EX - IM$	
Usos del ingreso	(2) $Y = C + A + T$	
Restar (1) de (2)	(3) $0 = I - A + G - T + EX - IM$	

(c) Superávit y déficit

Cuenta corriente	(4) $EX - IM = (T - G) + (A - I)$	$636 - 668 = -32$
Presupuesto del gobierno	(5) $T - G$	$832 - 1,115 = -283$
Sector privado	(6) $A - I$	$1,021 - 770 = 251$

(d) Financiamiento de la inversión

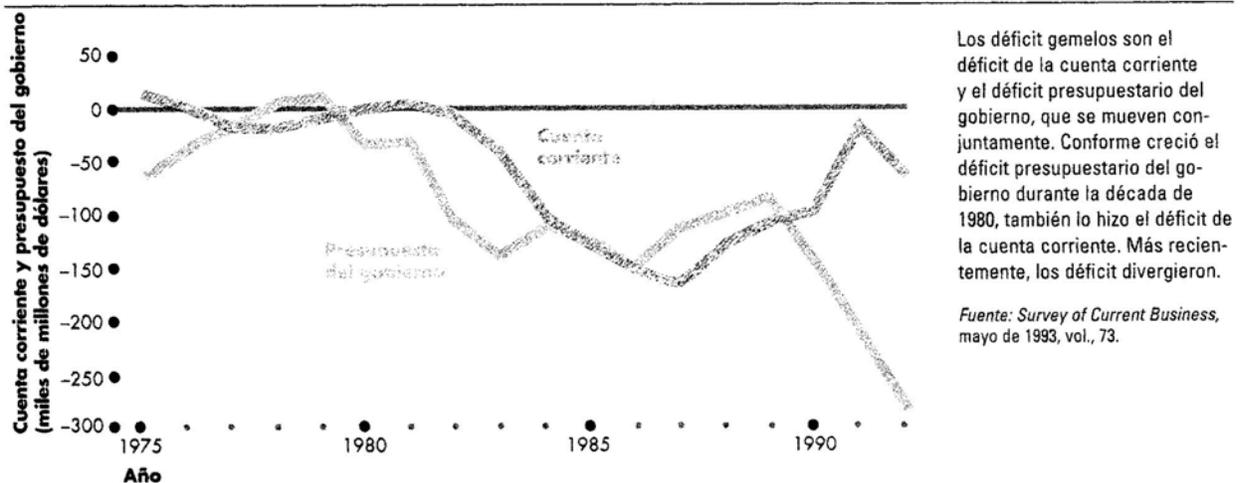
La inversión se financia con la suma del ahorro privado,	<i>A</i> ,	1,021
el ahorro gubernamental neto	$T - G$ ,	-283
y el ahorro externo neto	$IM - EX$ ,	32
es decir:	(7) $I = A + (T - G) + (IM - EX)$	$770 = 1,021 - 283 + 32$

Producto interno bruto (PIB) *Y* 5,951 Gasto en consumo *C* 4,096 Inversión *I* 770 Compras gubernamentales de bienes y servicios *G* 1,115 Exportaciones de bienes y servicios *EX* 636 Importaciones de bienes y servicios *IM* 668 Ahorro *A* 1,021 Impuestos, netos de pagos de transferencia *T* 832

Adviértase que la cuenta corriente, en la ecuación (4), tiene dos componentes. El primero es los impuestos menos el gasto gubernamental; y el segundo es el ahorro menos la inversión. Estos conceptos son los superávit o déficit de los sectores gubernamental y privado. Los impuestos (netos de pagos de transferencia) menos las compras gubernamentales de bienes y servicios son igual al superávit o déficit presupuestario. Si esa cifra es positiva, el presupuesto del gobierno tiene un superávit;

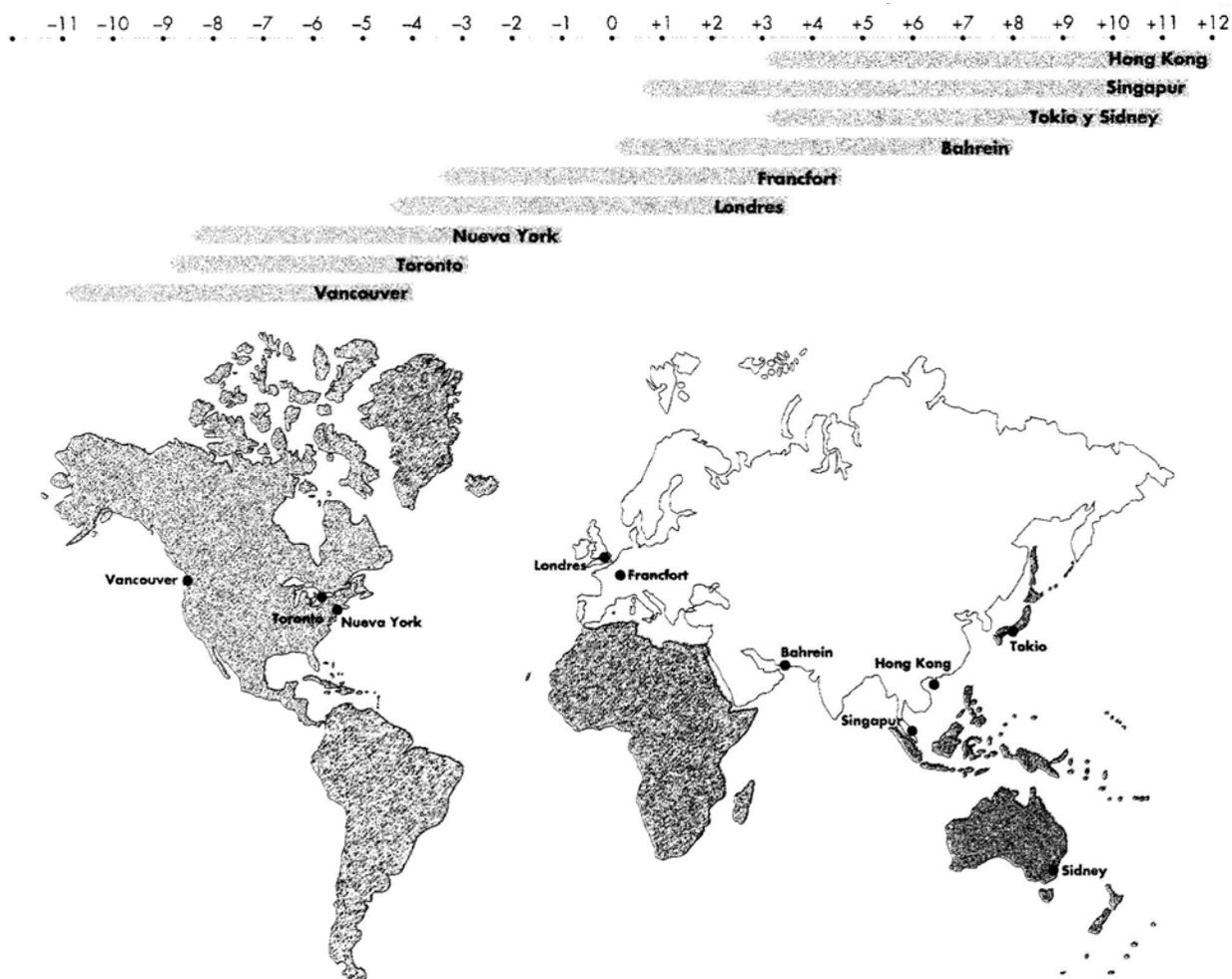
y si es negativa, tiene un déficit. El superávit o déficit del sector privado es la diferencia entre ahorro e inversión. Si el ahorro es superior a la inversión, el sector privado tiene un superávit que puede prestar a otros sectores. Si la inversión es superior al ahorro, el sector privado tiene un déficit que debe financiarse con obtención de préstamos de otros sectores. Como podrá verse en nuestros cálculos, el déficit de la cuenta corriente es igual a la suma de los otros dos déficit: el déficit presupuestario del gobierno y el déficit del sector privado. En Estados Unidos, en 1990, el más importante de estos dos déficit fue el déficit presupuestario del gobierno. El sector privado estaba casi en equilibrio y el déficit en cuenta corriente de 95 mil millones de dólares se debía casi exclusivamente al déficit presupuestario de 104 mil millones de dólares del gobierno.

La parte (d) de la figura siguiente muestra cómo se financia la inversión. Para aumentar la inversión, debe aumentar ya sea el ahorro privado, el superávit del gobierno o el déficit en cuenta corriente.



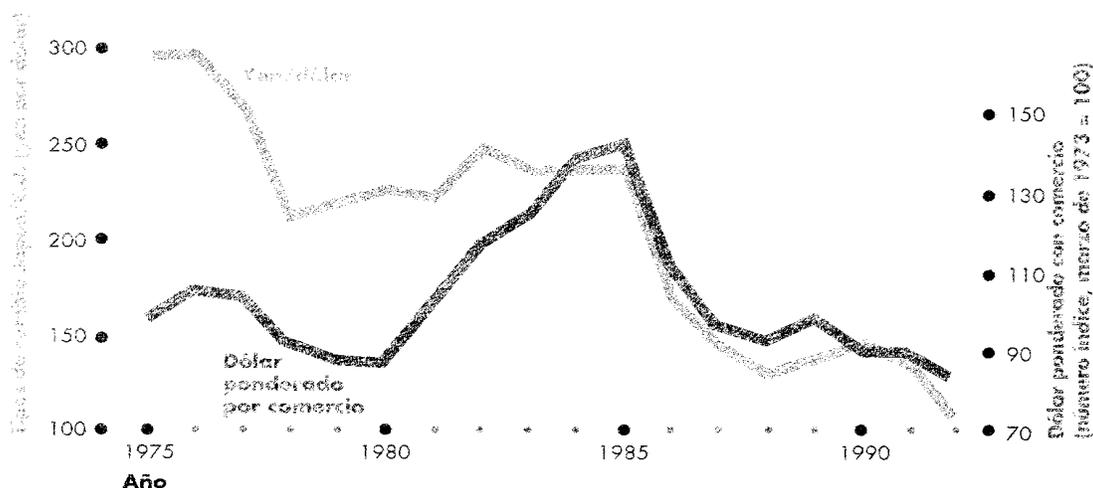
Los cálculos que acabamos de efectuar no son sino en realidad contabilidad. Manipulamos las cuentas del ingreso nacional y descubrimos que el déficit en cuenta corriente es simplemente la suma de los déficit de los sectores gubernamental y privado. Pero estos cálculos sí revelan un hecho fundamental: nuestra balanza de pagos internacional solamente puede cambiar si cambia el saldo del presupuesto del gobierno o el saldo financiero del sector privado. Este hecho con frecuencia se pierde de vista en las discusiones populares.

En las cuentas del ingreso nacional, la diferencia entre exportaciones e importaciones se llama exportaciones netas. Existen ligeras diferencias en la forma en que se calculan estas cifras en las cuentas del ingreso nacional y en las cuentas de la balanza de pagos, pero, en general, es posible considerar que las exportaciones netas y el saldo de la cuenta corriente significan lo mismo.



*El mercado munsial de divisas*

Hemos visto que el déficit internacional de Estados Unidos es igual a la suma del déficit del gobierno y del déficit del sector privado. Pero ¿qué determina esos dos déficit? ¿Por qué el sector privado no tiene un superávit igual al déficit presupuestario del gobierno, de tal manera que el déficit de la cuenta corriente sea igual a cero: ¿Un incremento del déficit presupuestario del gobierno ocasiona un aumento del déficit en cuenta corriente?



*Tipo de cambio*

Es posible descubrir la respuesta a la pregunta anterior observando la figura 36.2. En la figura anterior, muestra el saldo del presupuesto del sector gobierno (gobiernos federales, estatales y locales) aparece trazado al lado del saldo de la cuenta corriente. Como podrá observarse, estos dos saldos se movieron de manera similar durante la década de 1980. Esta tendencia de los dos déficit a moverse juntos ha dado origen al término déficit gemelos. Los déficit gemelos son el déficit presupuestario del gobierno y el déficit en cuenta corriente. Pero los déficit gemelos no son idénticos. Hay variaciones independientes de los dos déficit que tienen cabida en las variaciones del déficit del sector privado. Veamos por qué.

		Tipos de cambio		Cambios porcentuales	
Moneda	Ponderaciones del comercio	Año1 y Año 2		Sin ponderar	Ponderados
Dólar canadiense	0.5	1.25		0	0
Yen japonés	0.3	1.00		10	-3
Libra esterlina	0.2	.050		-10	+2
Total	1.0				-1
Índice ponderado del comercio=		Año 1 = 100		Año 2 = 90	

Como hemos visto, el superávit o déficit del sector privado es la brecha entre el ahorro v la inversión. El ingreso disponible es uno de los principales factores que influyen sobre el nivel de ahorro. Cualquier cosa que aumente el ingreso disponible, con

todo lo demás constante, aumenta el ahorro y aumenta el superávit del sector privado. Los principales factores que influyen sobre la inversión son la tasa de interés y las expectativas de beneficios futuros. Con todo lo demás constante, cualquier cosa que haga bajar las tasas de interés o aumente los beneficios futuros esperados, aumenta la inversión y reduce el superávit del sector privado.

Los cambios de impuestos o del gasto gubernamental cambian el déficit presupuestario e influyen sobre el ingreso y las tasas de interés. A su vez, estos cambios influyen sobre el ahorro y la inversión del sector privado y, por tanto, cambian el superávit o déficit del sector privado. Un aumento de las compras gubernamentales de bienes y servicios o un recorte de impuestos (cualquiera de los dos aumenta el déficit presupuestario) tiende a aumentar el PIB y la tasa de interés. El PIB más alto estimula el ahorro adicional; y la tasa de interés más alta deprime los planes de inversión. Así que, hasta cierto punto, un mayor déficit presupuestario del gobierno induce un mayor superávit del sector privado.

Para que un aumento del déficit presupuestario del gobierno conduzca a un aumento del superávit del sector privado, las acciones del gobierno deben estimular un ingreso más alto o inducir tasas de interés más altas. Existen dos factores que tienden a limitar esos canales de influencia. Primero, cuando la economía está funcionando cerca del pleno empleo, como ocurre la mayor parte del tiempo, un déficit presupuestario más alto no produce un nivel más alto de PIB real. Segundo, el capital internacional movable atenúa el efecto del mayor gasto gubernamental sobre las tasas de interés. Así que los dos mecanismos por medio de los cuales un aumento del déficit presupuestario aumenta el superávit del sector privado pueden resultar débiles.

Ya que los tres déficit (el déficit presupuestario del gobierno, el déficit en cuenta corriente y el déficit del sector privado) suman cero, cualquier cambio del déficit presupuestario del gobierno que no influya sobre el déficit del sector privado deberá afectar el déficit en cuenta corriente. Pero ¿cómo se produce este efecto? La forma más fácil de observar este efecto es considerar lo que sucede cuando hay pleno empleo. Un aumento de las compras gubernamentales de bienes y servicios o un recorte de impuestos conduce a un aumento de la demanda agregada. Pero, con la economía en pleno empleo, no hay capacidad disponible para generar un aumento comparable del producto. Por lo tanto, parte del aumento de la demanda agregada se derrama al resto del mundo y las importaciones aumentan. Así mismo, parte de la producción interna para exportación se desvía para satisfacer la demanda interna. Las exportaciones disminuyen. El aumento de importaciones y la baja de exportaciones aumentan el déficit en cuenta corriente. El exceso de importaciones en relación con las exportaciones, genera un aumento neto de la obtención de préstamos del resto del mundo.

Por supuesto, la economía no siempre está en pleno empleo. Ni tampoco el capital externo fluye a una tasa de interés fija. Por lo que el vínculo entre el déficit presupuestario del gobierno y el déficit en cuenta corriente no es mecánico. Sin embargo, sí es una relación notablemente fuerte, como vimos en la figura 36.2.

Señalamos antes que la obtención de préstamos internacionales puede ser un problema dependiendo del uso que se le dé. Se ha observado que, en años recientes

Estados Unidos ha pedido préstamos internacionales para financiar la compra de bienes y servicios que proporciona el gobierno. El ahorro del sector privado ha sido suficiente para pagar la inversión en planta y equipo, pero ha sido insuficiente para pagar el gasto del gobierno que sobrepasa a su recaudación tributaria. ¿El hecho de que el déficit del gobierno haya sido similar a la suma obtenida de préstamos externos significa que Estados Unidos ha pedido prestado para consumir?

Probablemente no. No se puede determinar con seguridad la medida en que el gasto del gobierno es consumo o inversión. Algunos conceptos, como la adquisición de mejores carreteras, son inversión. ¿Pero qué se puede decir del gasto en educación y atención médica? ¿Son estos gastos consumo o inversión? Existen argumentos sólidos a favor de que son inversión, inversión en capital humano, y que obtienen una tasa de rendimiento al menos igual a la tasa de interés que se paga por la deuda externa.

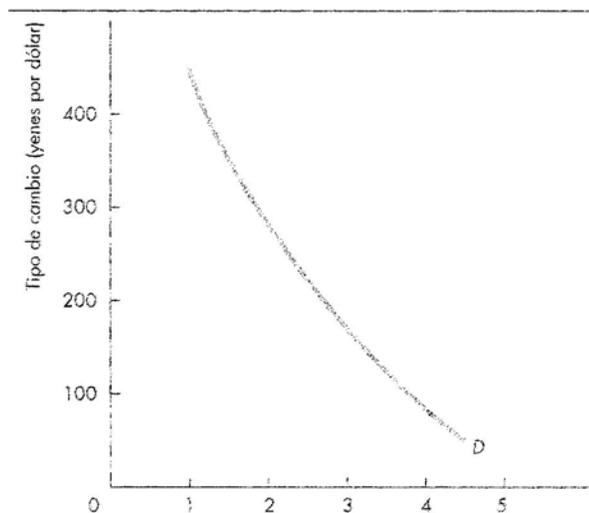
Otra razón para creer que la mayor parte de los préstamos del exterior se usan para financiar la inversión productiva de Estados Unidos es que los inversionistas extranjeros no compran un gran volumen de bonos gubernamentales de Estados Unidos. De hecho, en 1992, menos de una tercera parte del déficit gubernamental fue financiado directamente por los extranjeros que compraron valores gubernamentales de Estados Unidos. La mayor parte de la inversión extranjera en Estados Unidos está en el sector privado y se emprende en busca del máximo beneficio disponible. Los extranjeros diversifican sus préstamos para distribuir el riesgo. Los estadounidenses hacen lo mismo. Parte de su ahorro se usa para financiar la inversión de empresas de Estados Unidos, parte se presta al gobierno y parte se usa para financiar la inversión estadounidense en otros países.

## **REPASO**

Cuando se compran bienes al resto del mundo o se invierte en el resto del mundo se usan divisas. Cuando los extranjeros compran bienes estadounidenses o invierten en Estados Unidos, usan la moneda de Estados Unidos. Las transacciones internacionales se registran en las cuentas de la balanza de pagos. La cuenta corriente muestra las exportaciones e importaciones de bienes y servicios y las transferencias netas al resto del mundo. La cuenta de capital muestra la obtención o el otorgamiento netos de préstamos del extranjero. La cuenta de pagos oficiales muestra el cambio de las tenencias de divisas del país. A finales de la década de 1980, la cuenta corriente de Estados Unidos empezó a tener un gran déficit y la cuenta de capital empezó a tener un gran superávit: el país se convirtió en un prestatario neto. El déficit en cuenta corriente es igual a la suma del déficit presupuestario del gobierno y del déficit del sector privado. Durante la década de 1980, el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos fluctuó en una forma similar al déficit presupuestario del gobierno: el fenómeno de los déficit gemelos. Estados Unidos pidió prestado al resto del mundo para comprar bienes y servicios que proporciona el gobierno y cuyo costo sobrepasa los impuestos que pagaron los estadounidenses.

## Las divisas y el dólar

Cuando se compran mercancías extranjeras o se invierte en otro país, se tiene que obtener la moneda de ese país para realizar la transacción. Cuando los extranjeros compran bienes producidos en Estados Unidos o invierten en Estados Unidos, tienen que conseguir dólares estadounidenses. Los estadounidenses consiguen divisas y los extranjeros consiguen dólares de Estados Unidos en el mercado de divisas o de cambios. El mercado de divisas es el mercado en el que la moneda de un país se intercambia con la moneda de otro país. El mercado de divisas no es un lugar como un mercado callejero de una ciudad o el mercado de productos. El mercado está integrado por miles de personas: importadores y exportadores, bancos y especialistas en la compraventa de divisas, llamados corredores de divisas (cambistas). El mercado de divisas abre la mañana del lunes en Hong Kong, cuando todavía es la noche del domingo en Nueva York. Conforme avanza el día, los mercados abren en Singapur, Tokio, Bahrein, Francfort, Londres, Nueva York, Chicago y San Francisco. Cuando cierran los mercados de la costa occidental de Estados Unidos, Hong Kong está sólo a una hora de abrir para la siguiente jornada de operaciones. Como lo muestra la figura 36.3, el sol casi no se pone en el mercado de divisas. Los cambistas de todo el mundo están continuamente en contacto, por teléfono, y todos los días, miles de millones de dólares cambian de manos.



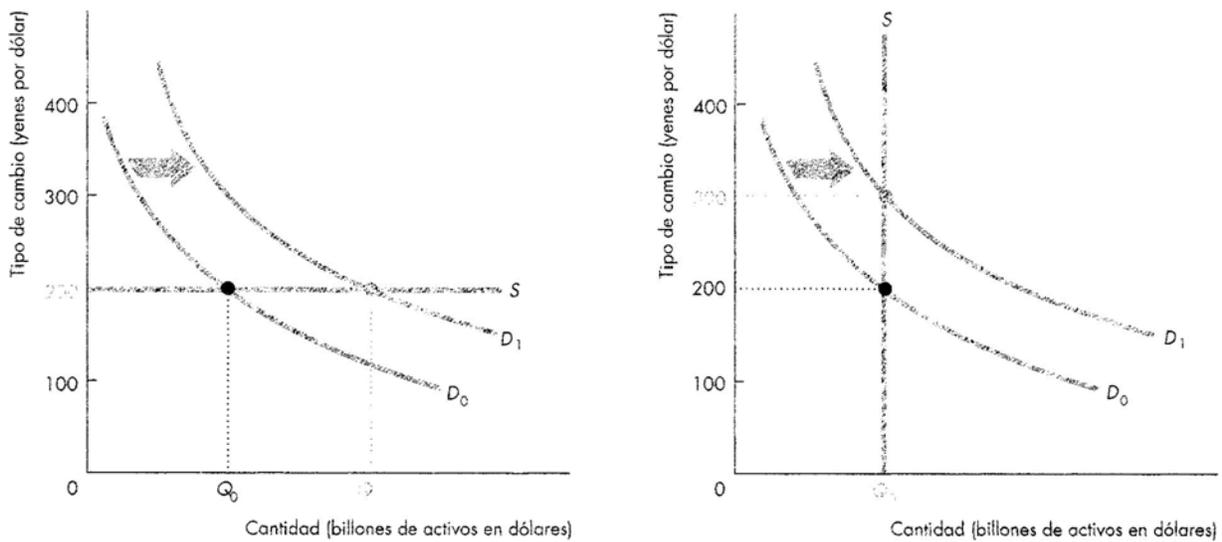
*Cantidad en billones de activos de dólares*

El precio al que se intercambia una moneda por otra se llama tipo de cambio. Por ejemplo, en julio de 1993, un dólar de Estados Unidos compraba 97 yenes japoneses. El tipo de cambio entre el dólar estadounidense y el yen japonés era de 108 yenes por un dólar. Los tipos de cambio pueden expresarse de dos maneras. Acabamos de expresar el tipo de cambio entre el yen y el dólar como la cantidad de yenes por dólar. En forma equivalente, podríamos expresar el tipo de cambio en términos de dólares por yen. Ese tipo de cambio en julio de 1993 era de 0.0093 dólares por yen. (En otras palabras, un yen valía aproximadamente un centavo de dólar.)

La actividad de los corredores de divisas hace que el mercado de divisas sea altamente eficiente. Los tipos de cambio son casi idénticos sin importar en qué parte del

mundo se efectúe la transacción. Si los dólares estadounidenses fueran baratos en Londres y caros en Tokio, en un abrir y cerrar de ojos alguien colocaría una orden de compra en Londres y una orden de venta en Tokio; esto aumentaría la demanda en un lugar e incrementaría la oferta en otro, y haría que los precios se igualaran.

Los tipos de cambio son de importancia crucial para millones de personas. Afectan los costos de nuestras vacaciones en el extranjero y de nuestros automóviles importados. Afectan la cantidad de dólares que se obtienen por la venta de naranjas y ganado estadounidense a Japón. Debido a su importancia, los gobiernos ponen mucha atención a lo que ocurre en los mercados de cambios y más aún, actúan con el objetivo de lograr lo que consideran movimientos deseables de los tipos de cambio. Los gobiernos tienen tres formas de hacer funcionar el mercado de divisas (tres regímenes).

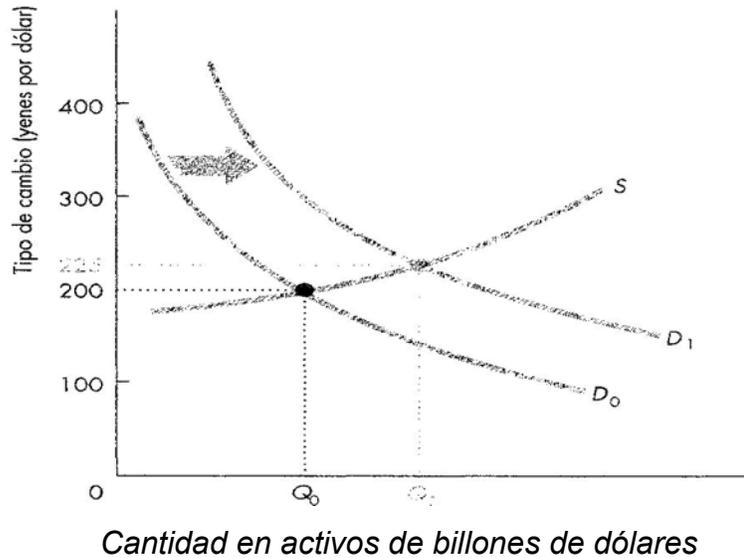


*Tipo de cambio fijo y variable*

**Tipo de cambio fijo Tipo de cambio flexible Tipo de cambio dirigido**

El tipo de cambio fijo es aquel cuyo valor mantiene constante el banco central del país. Por ejemplo, el gobierno de Estados Unidos podría adoptar un tipo de cambio fijo definiendo el valor del dólar de Estados Unidos como cierto número de unidades de alguna otra moneda y haciendo que la Fed emprendiera acciones orientadas a mantener el valor anunciado. Estudiaremos más adelante esas acciones.

El tipo de cambio flexible es aquel cuyo valor está determinado por las fuerzas del mercado, sin intervención del banco central. El tipo de cambio dirigido es aquel cuyo valor recibe la influencia de la intervención del banco central en el mercado de divisas. Con un régimen de tipo de cambio dirigido, la intervención del banco central no busca mantener fijo el tipo de cambio en un nivel anunciado previamente.



Al final de la Segunda Guerra Mundial, los principales países del mundo crearon el Fondo Monetario Internacional (FMI). El Fondo Monetario Internacional es una organización internacional que supervisa las balanzas de pagos y las actividades del tipo de cambio. El FMI está ubicado en Washington, D.C. Fue creado como resultado de negociaciones entre Estados Unidos y el Reino Unido durante la Segunda Guerra Mundial. En julio de 1944, en Bretton Woods, Nueva Hampshire, 44 países firmaron el convenio constitutivo del FMI. Como pieza central de este convenio estaba la creación de un sistema mundial de tipos de cambio fijos de las monedas. El ancla de este sistema de tipos fijos era el oro. Se definió que una onza de oro valía 35 dólares de Estados Unidos. Todas las demás monedas estaban vinculadas al dólar de Estados Unidos a un tipo de cambio fijo. Por ejemplo, el yen japonés se fijó en 360 yenes por dólar; el valor de la libra esterlina se fijó en 4.80 dólares. Aunque el sistema de tipos de cambio fijos establecido en 1944 funcionó bien para el mundo durante la década de 1950 y principios de la década de 1960, fue sometido a crecientes presiones a finales de la década de 1960 y, en 1971, el orden prácticamente se había derrumbado. En el periodo que inició a partir de 1971, el mundo ha fundamentado.

El mercado de divisas prácticamente no cierra. El día empieza en Hong Kong y conforme el globo gira, los mercados se van abriendo en Singapur, Tokio, Sidney, Bahrein, Zurich, Francfort, Londres, Nueva York, Vancouver y Toronto. Cuando cierran los mercados de la costa occidental de Estados Unidos, Hong Kong está casi listo para empezar otra jornada<sup>1</sup>.

La figura anterior muestra lo que ha ocurrido al tipo de cambio del dólar de Estados Unidos entre 1975 y 1992. La línea naranja muestra el valor del dólar en relación con el yen japonés. Como podrá verse, el valor del dólar ha caído en relación

---

<sup>1</sup> Fuente: Basado en un mapa similar, en Steven Husted y Michael Melvin, *International Economics*, Nueva York, Harper & Row, 1989, y datos de Euromoney, abril de 1979, pág. 14.

con el yen; el dólar se ha devaluado. La depreciación de la

El tipo de cambio es el precio al que se pueden intercambiar dos monedas. El tipo de cambio yen-dólar, expresado como yenes por dólar, muestra que el dólar ha bajado de valor, se ha devaluado, en relación con el yen. Un índice del valor del dólar de Estados Unidos en relación con todas las monedas, muestra que el dólar estadounidense se aprecie en promedio en relación con todas las monedas entre 1980 y 1985 y se devaluó entre 1985 y 1990. moneda es una baja del valor de una moneda en términos de otra.<sup>2</sup>

Aunque el dólar se ha devaluado en términos del yen japonés, no se ha devaluado, en promedio, en términos de todas las demás monedas. Para calcular el valor del dólar estadounidense en términos de otras monedas, en promedio, se calcula un índice ponderado con comercio. El índice ponderado con comercio es el valor de la canasta de monedas cuando el peso que se da a cada moneda va en relación con su importancia en el comercio internacional de Estados Unidos. En la tabla 36,3 se presenta un ejemplo del cálculo del índice ponderado con comercio. En este ejemplo, suponemos que Estados Unidos comercia únicamente con tres países: Canadá, Japón y Gran Bretaña. Cincuenta por ciento del comercio es con Canadá, 30 por ciento con Japón y el 20 por ciento con Gran Bretaña. En el año 1, el dólar estadounidense vale 1.25 dólares canadienses, 100 yenes japoneses o 0.50 libras esterlinas. imaginemos que estas tres monedas se colocan en una "canasta" que vale 100 dólares estadounidenses, en la que el 50 por ciento del valor de la canasta es en dólares canadienses, el 30 por ciento en yenes japoneses y el 20 por ciento en libras esterlinas. En el año 1, el número índice de la canasta es de 100. Supongamos que en el año 2, los tipos de cambio se modifican en la forma que se muestra en la tabla. El dólar canadiense permanece constante; el yen japonés sube de valor, así que solamente se pueden comprar 90 yenes japoneses con 1 dólar estadounidense y la libra esterlina baja de valor, así que 1 dólar estadounidense compra 0.55 libras. ¿Cuál es el cambio de valor de la canasta? Los cambios porcentuales del valor del dólar estadounidense en relación con cada moneda aparecen calculados en la tabla. El dólar baja un 10 por ciento en relación con el yen japonés y sube el 10 por ciento en relación con la libra esterlina. Aplicando las ponderaciones de comercio a estos cambios porcentuales, podemos calcular el cambio promedio ponderado del valor del dólar estadounidense. Ya que el peso del yen japonés es de 0.3 y el de la libra esterlina es de 0.2, el yen es más importante que la libra. Es decir, la parte del valor de la canasta que consiste en yenes es más grande que la que consiste en libras. El valor promedio ponderado de la canasta desciende el 1 por ciento. El índice ponderado con comercio baja el 1 por ciento y es de 99. En este ejemplo, el dólar estadounidense se ha devaluado, en promedio, en relación con las otras tres monedas.

Para los cálculos que acabamos de realizar se usaron cifras hipotéticas. En la figura 36.4 se muestra cómo ha fluctuado el dólar estadounidense en relación con otras monedas, en promedio, en el periodo de 1975 a 1992. Como puede observarse,

---

<sup>2</sup> fuente: *Economic Report of the President*, 1993.

durante la década de 1970, el valor del dólar de Estados Unidos fluctuó, pero en promedio permaneció constante en relación con otras monedas; de 1980 a 1985 se apreció fuertemente; y después de 1985 se devaluó en forma considerable.

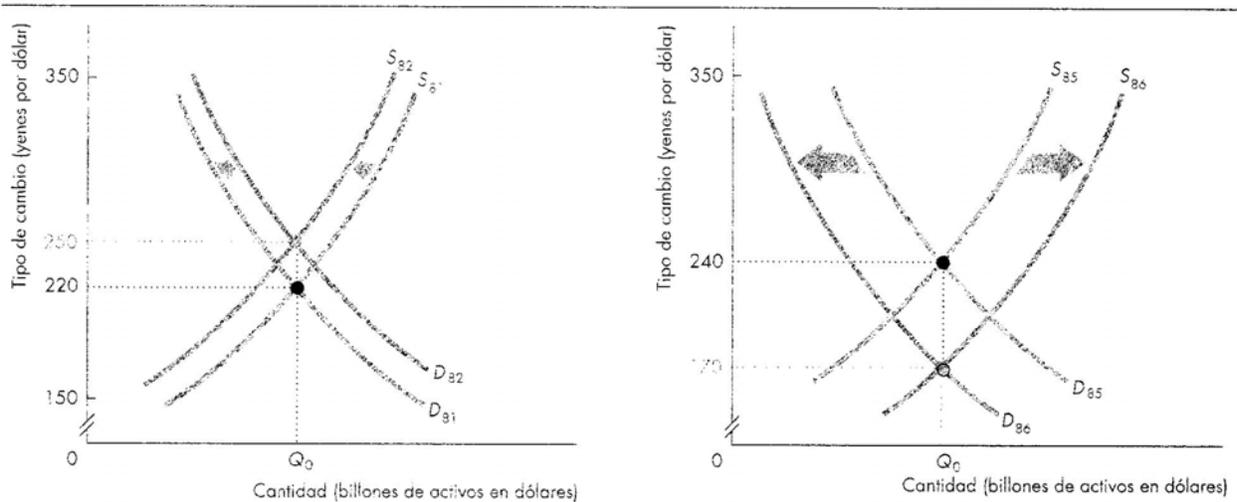
¿Qué determina el valor del dólar en moneda extranjera? El valor del dólar en moneda extranjera es un precio y, como cualquier otro precio, está determinado por la demanda y la oferta. Pero ¿exactamente qué queremos decir con demanda y oferta de dólares: ¿Y cuál es la cantidad de dólares?

La cantidad de activos en dólares de Estados Unidos (que llamaremos cantidad de dólares) es el acervo de activos financieros denominados en dólares de Estados Unidos menos el acervo de pasivos financieros denominados en dólares de Estados Unidos. En otras palabras, es el acervo de activos financieros netos denominados en dólares de Estados Unidos. Hay tres cosas acerca de la cantidad de dólares que deben destacarse y explicarse en una forma más amplia.

- Primero, la cantidad de dólares es un acervo, no un flujo. La gente toma decisiones acerca de las tenencias de dólares y las cantidades que compra y vende. Pero lo que determina el que la gente planea comprar e, vender dólares es la decisión acerca de cuántos dólares quiere tener.
- Segundo, la cantidad de dólares es un acervo denominado en dólares de Estados Unidos. La denominación de un activo define las unidades en las que tiene que reembolsarse la deuda. Es posible otorgar un préstamo utilizando cualquier moneda. El gobierno de Estados Unidos podría pedir prestados yenes japoneses. Si pidiera yenes japoneses, emitiría un bono denominado en yenes. Ese bono representaría una promesa de pago de una cantidad acordada de yenes en una fecha también acordada. No sería -una deuda en dólares y, aunque fuera emitida por el gobierno de Estados Unidos, no sería parte de la oferta de dólares. Muchos gobiernos en realidad emiten bonos en monedas diferentes de la propia. Por ejemplo, el gobierno canadiense emite bonos denominados en dólares estadounidenses, libras esterlinas, marcos alemanes y francos suizos.
- Tercera, la oferta de dólares es una oferta neta: la cantidad de activos menos la cantidad de pasivos (obligaciones). Esto significa que la cantidad ofrecida de dólares no incluye los activos en dólares que crean las familias, las empresas, las instituciones financieras o los extranjeros privados. La razón es que cuando se crea una deuda privada, hay tanto un activo (para el tenedor) como un pasivo (para el emisor), así que el activo financiero neto es de cero. La cantidad de dólares incluye solamente los pasivos en dólares del gobierno federal más los de la Fed. Esta cantidad es igual a la deuda del gobierno que se conserva fuera de la Fed más los pasivos en dólares de la Fed: la base monetaria. Es decir,

Cantidad de dólares = Deuda gubernamental conservada fuera de la Fed + base monetaria.

Existen dos formas mediante las cuales puede cambiar la cantidad de activos en dólares:



### De 1981-1986

.Cuando el gobierno federal tiene un déficit, pide prestado emitiendo bonos. Estos bonos, denominados en dólares de Estados Unidos, están en manos de las familias, las empresas, las instituciones financieras, los extranjeros y la Fed. Los bonos comprados por la Fed no forman parte del acervo de activos en dólares. Pero, para comprar esos bonos, la Fed crea una base monetaria adicional, y esta suma equivalente es parte de la cantidad de activos en dólares. Así que cuando la Fed compra deuda del gobierno de Estados Unidos, la cantidad de activos en dólares no cambia, sólo cambia su composición.

La Fed puede aumentar la cantidad de dólares mediante la compra de activos denominados en moneda extranjera (divisas). Si la Fed compra yenes japoneses en el mercado de divisas, la base monetaria aumenta en la suma pagada por los yenes.

Hemos visto ya lo que son los activos en dólares y cómo puede cambiar su cantidad. Estudiemos ahora la demanda de esos activos.

La ley de la demanda se aplica a los activos en dólares como a cualquier otra cosa que la gente valora. La cantidad demandada de activos en dólares aumenta cuando baja el precio de los dólares en términos de moneda extranjera; y disminuye cuando sube el precio de los dólares en términos de moneda extranjera. La ley de la demanda se aplica a los dólares por dos razones distintas.

- Primera, hay una demanda de transacciones. Cuanto más bajo es el valor del dólar, mayor es la demanda de exportaciones de Estados Unidos y menor es la demanda de importaciones en Estados Unidos, así que es más grande la cantidad de comercio financiada con dólares. Los extranjeros demandan más dólares para comprar exportaciones de Estados Unidos y en Estados Unidos se demandan menos unidades de moneda extranjera y más dólares, conforme pasa de importar a comprar bienes producidos en el país.
- Segunda, hay una demanda que surge de las ganancias de capital esperadas. Con todo lo demás constante, cuanto más bajo es el valor del dólar de hoy, más alta es su tasa esperada de apreciación (o menor es su tasa esperada de

depreciación), por lo que también es más alta la ganancia esperada por mantener activos en dólares en relación con la ganancia esperada por mantener activos en moneda extranjera. Supongamos que Manuel espera que el dólar valga 110 yenes japoneses dentro de un año. Si hoy el dólar vale 120 yenes, él está esperando que el dólar se devalúe en 10 yenes.

Con todo lo demás constante, Manuel no pensará mantener activos en dólares en esta situación. Más bien planea mantener activos en yenes. Pero si el valor actual del dólar es de 100 yenes, entonces él espera que el dólar se aprecie en 10 yenes. En esta situación, Manuel planeará mantener activos en dólares y aprovechar el alza esperada de su valor. Mantener activos en una moneda en particular en espera de una ganancia en su valor, resultado de una modificación del tipo de cambio, es uno de los factores más importantes que influyen sobre la cantidad demandada de activos en dólares y de activos en moneda extranjera. Cuanto más se espera que se aprecie una moneda, mayor es la cantidad de activos en esa moneda que la gente desea mantener.

La figura anterior muestra la relación entre el precio del dólar de Estados Unidos en yenes y la cantidad demandada de activos en dólares: la curva  $d$  de demanda de activos en dólares. Cuando se modifica el tipo de cambio, con todo lo demás constante hay un movimiento a lo largo de la curva de demanda.

Cualquier otro factor que influya sobre la cantidad de activos en dólares que la gente quiere mantener, dará como resultado un desplazamiento de la curva de demanda. La demanda subirá o bajará. Estos otros factores de influencia son

El volumen de comercio financiada en dólares Las tasas de interés de los activos en dólares la cantidad de activos en dólares que derrame a cante, con todo; o demás constante, depende del tipo de cambio. Cuanto más bajo es el tipo de cambio (cuanto menor es el número de yenes por dólares), mayor es la cantidad demandada de activos en dólares. El aumento de la cantidad demandada tiene su origen en un aumento de volumen de comercio en dólares (Los japoneses compran más productos estadounidenses y los estadounidenses compran menos productos japoneses) y en un aumento de la apreciación que se espera la disminución de la depreciación.

La acción del gobierno de la Reserva Federal determina la oferta de activos en dólares. Hemos visto que la cantidad de dólares es igual a la deuda del gobierno más la base monetaria. De estos dos conceptos, la base monetaria es, con mucho, la más pequeña. Pero tiene un papel crucial en la determinación de la oferta de dólares,  $r$  -a que el propio comportamiento de la base monetaria depende en forma decisiva del régimen de funcionamiento.

Con un régimen de tipo de cambio fijo, la curva de oferta de activos en dólares es horizontal en el tipo de cambio o elegido. La Fed está dispuesta a: edad de activos en dólares que se demanden al tipo de cambio fijo, Con un régimen de tipo de cambio dirigido, el gobierno desea atenuar las fluctuaciones del tipo de cambio, así que la curva de oferta de activos en dólares tiene pendiente positiva. Cuanto más alto es el tipo de cambio, mayor es la cantidad ofrecida de activos en dólares. Con un régimen de tipo de cambio flexible, se ofrece una cantidad fija de activos en dólares, in

## **El presupuesto del gobierno**

La política monetaria de la Fed

Si el gobierno tiene un déficit presupuestario, la oferta de activos en dólares aumenta. Si el gobierno tiene un superávit presupuestario, la oferta de activos en dólares disminuye. La oferta de activos en dólares aumenta cada vez que la Fed aumenta la base monetaria y disminuye cada vez que la Fed reduce la base monetaria.

El análisis anterior de los factores que influyen sobre la oferta de activos en dólares se resume en la tabla 36.5.

Reunamos la demanda y la oferta del mercado de activos en dólares y determinemos el tipo de cambio. La figura 36.6 ilustra el análisis.

Primero, consideremos un tipo de cambio fijo como el de 1944 a 1971. Este caso se ilustra en la figura 36.6(a). La curva de oferta de dólares es horizontal al tipo de cambio fijo de 200 yenes por dólar. Si la curva de demanda es  $D_0$ , la cantidad de activos en dólares es  $Q_0$ . Un aumento de la demanda a  $D_1$  da como resultado un aumento de la cantidad de activos en dólares de  $Q_0$  a  $Q_1$ , pero no cambia el precio en yenes de los dólares.

Por último, consideremos

Un régimen de tipo de cambio dirigido, el cual aparece en la figura 36.6(c). Aquí, la curva de oferta tiene pendiente positiva. Cuando la curva de demanda es  $D_0$ , el tipo de cambio es de 200 yenes por dólar. Si la demanda aumenta a  $D_1$ , el valor del dólar en yenes aumenta, pero solamente a 225 yenes por dólar. Comparado con el caso del tipo de cambio flexible, el mismo aumento de la demanda da como resultado un aumento menor del tipo de cambio cuando éste es dirigido. Esto se debe a que la cantidad ofrecida aumenta en el caso del tipo de cambio dirigido.

Existe una relación importante entre el régimen de tipo de cambio y la balanza de pagos. La cuenta de pagos oficiales de la balanza de pagos registra el cambio de las tenencias oficiales de divisas del país (del gobierno y de la Fed). Con tipos de cambio fijos (como se muestra en la figura 36.6a), cada vez que hay un cambio de la demanda de activos en dólares, la Fed debe cambiar la cantidad ofrecida de activos en dólares para igualarla. Cuando la Fed tiene que aumentar la cantidad ofrecida de activos en dólares, lo hace ofreciendo actividades extraordinarias

### **Régimen de tipo de cambio dirigido**

Para poder atenuar las fluctuaciones del precio del dólar, la cantidad de activos en dólares ofrecida por la Fed aumenta si el precio del dólar en moneda extranjera sube, y disminuye si el precio del dólar en moneda extranjera baja. La curva de oferta de los activos en dólares tiene pendiente positiva en dólares (depósitos bancarios) a cambio de divisas (depósitos bancarios en divisas). En este caso, las tenencias oficiales de divisas aumentan. Si la demanda de activos en dólares disminuye, la Fed tiene que reducir la cantidad ofrecida de activos en dólares. La Fed lo hace mediante la compra de dólares y usa sus tenencias de divisas para ello. En este caso,

Con un régimen de tipo de cambio fijo (parte a), la Fed está lista para ofrecer activos en dólares o aceptar activos en dólares del mercado (ofreciendo a cambio moneda extranjera) a un tipo de cambio fijo. La curva de oferta de activos en dólares es horizontal. Las fluctuaciones de la demanda llevan a fluctuaciones de la cantidad de activos en dólares y a fluctuaciones de las tenencias oficiales de divisas de la nación. Si la demanda aumenta de  $D_0$  a  $D$ , la cantidad de activos en dólares aumenta de  $Q_0$  a  $Q$ . Con un régimen de tipo de cambio flexible (parte b), la Fed fija la cantidad de activos en dólares, por lo que su curva de oferta es vertical. Un aumento de la demanda de activos en dólares, de  $D_0$  a  $D$ , da como resultado solamente un aumento del valor del dólar: el tipo de cambio sube de 200 a 300 yenes por dólar. La cantidad de activos en dólares permanece constante en  $Q_0$ . Con un régimen de tipo de cambio dirigido (parte c), la Fed tiene una curva de oferta de activos en dólares con pendiente positiva, así que si la demanda aumenta de  $D_0$  a  $D$ , el dólar se aprecia, pero la cantidad ofrecida de activos en dólares también aumenta, de  $Q_0$  a  $Q_2$ . El aumento de la cantidad ofrecida de activos en dólares modera el alza del valor del dólar pero no la impide por completo como en el caso de los tipos de cambio fijos. Las tenencias oficiales de divisas disminuyen. Así que con un tipo de cambio fijo, las fluctuaciones de la demanda de activos en dólares dan como resultado fluctuaciones de las tenencias oficiales de divisas.

Con un régimen de tipo de cambio flexible, no hay intervención del gobierno o de la Fed en los mercados de cambios. Independientemente de lo que suceda a la demanda de dólares, no se emprende acción alguna para sumar la cantidad ofrecida en dólares. Por tanto,  $n^+$  cae a las tenencias oficiales de divisas del país. En este caso, el saldo de los pagos oficiales de

Con un tipo de cambio dirigido, las tenencias oficiales de divisas tienen que ajustarse para hacer frente a las fluctuaciones de la demanda. Pero una forma menos extrema que con los tipos de cambio fijos. Por consiguiente, las fluctuaciones del saldo de los pagos oficiales son menores con el régimen de flotación dirigida que con un tipo de cambio fijo.

Hasta 1970, Estados Unidos tuvo un tipo de cambio fijo, como también lo tenían todos los demás países del mundo. Más tarde, Estados Unidos era el país más grande en el sistema. La tarea de mantener fijos los tipos de cambio con ese sistema se dejaba a los países de menor tamaño. Así, el gobierno japonés y el Banco de Japón como los que estaban encargados de mantener el tipo de cambio yen-dólar; el gobierno británico y el Banco de Inglaterra estaban a cargo de mantener el tipo de cambio de la libra esterlina. Desde entonces Estados Unidos ha tenido un régimen de tipo de cambio dirigido, pero en ocasiones se iría aproximado a tener un tipo de cambio flexible.

Hemos visto momentitos, en especial recientemente, cuando el tipo de cambio ven-dólar ha cambiado en forma pronunciada. En la mayoría de esas ocasiones, el dólar se ha depreciado en forma espectacular, pero en algunas otras se ha apreciado fuertemente.

La razón principal por la que el tipo de cambio fluctúa en forma tan notable es que las fluctuaciones de la oferta y de la demanda no siempre son independientes una de la otra. Algunas veces un cambio de la oferta desencadenará un cambio de la

demanda que refuerza el efecto del cambio de la oferta. Veamos dos episodios para ver cómo funcionan estos efectos.

Entre 1981 y 1982, el dólar se apreció en relación con el yen y subió de 220 a 250 yenes por dólar. La figura 36,7(a) explica por qué ocurrió esto. En 1981, las curvas de demanda y oferta eran las que tienen las leyendas D81 y, SsL. El valor del dólar en divisas era de 220 yenes, el punto donde se interesan esas curvas de oferta y demanda. El periodo entre

1981 v 1982 fue de recesión severa. Esta recesión fue estimado que narre, de la muy restrictiva política de la Fed. La Fed permitió que las tasas de intereses subieran en forma pronunciada y redujeran la base: monetario y, con ello, la oferta de activos en dólares, El efecto directo fue un. Desplazamiento de la curva de oferta de SQL a S,': una disminución de la oferta de Pero las tasas de interés más altas de Estados Unidos indujeran un aumento de la demanda de dólares para aprovechar dichas tasas de

Hubo una depreciación espectacular del dólar en términos de yenes, de 240 yenes por dólar en 1985 a 170 yenes por dólar en 1986. Esa caída se produjo de la siguiente manera. Primero, en 1998;., Las curvas de demanda y oferta eran las que tienen las leyendas DS, y Ss, en la figura 35.7+;b). El precio en yenes del dólar +el precio donde se intersecan estas dos era de 240 yenes por dólar. De 1982 a 1985, la economía de Estados Unidos había estado recuperándose. Pero era una recuperación durante la cual estaba surgiendo un déficit de creciente severidad. Entonces, con un déficit gubernamental grande, la oferta de activos en dólares estaba aumentando. La Fed también estaba relajando su política monetaria, al permitir que las tasas de crecimiento de la oferta monetaria fueran lo suficientemente rápidas como para mantener la recuperación. El efecto directo de estas acciones fue un aumento de la oferta de activos en dólares de Ss, a Ss,. Pero las tasas de interés en Estados Unidos empezaron a bajar y también empezaron a extenderse las expectativas de futuras bajas del valor del dólar. En consecuencia, la demanda de activos en dólares disminuyó de Ds; a Dsy. El resultado de esta combinación de un aumento de la oferta y una disminución de la demanda fue una dramática caída del valor del dólar a 170 yenes en 1986.

## REPASO

Hay tres regímenes cambiarios posibles: fijo, flexible y dirigido. Con un régimen de tipo (a) 1981 a 1982

El tipo de cambio es volátil porque los desplazamientos de las curvas de demanda y oferta de activos en dólares no son independientes una de otra. Entre 1981 y 1982 (parte al, el dólar se apreció de 220 a 250 yenes por unidad. Esta apreciación se produjo porque la curva de oferta de activos en dólares se desplazó a la izquierda y las tasas de interés más altas indujeron un aumento de la demanda de activos en dólares, lo que desplazó la curva de demanda a la derecha. El resultado fue un gran aumento del valor del dólar en divisas. de cambio fijo, el gobierno y la Fed mantienen estable el tipo de cambio, pero la cuenta de pagos oficiales de la balanza de pagos tiene que soportar la carga de mantener constante el tipo de cambio. Una disminución de la demanda de activos en dólares de Estados Unidos tuvo como respuesta una reducción

de las tenencias oficiales de divisas del país. Con un régimen de tipo de cambio flexible, el gobierno y la Fed no intervienen en los mercados de divisas. El saldo de los pagos oficiales es de cero y las tenencias oficiales de divisas del país permanecen constantes. Con un régimen de tipo de cambio dirigido, la Fed atenúa las fluctuaciones del tipo de cambio hasta cierto punto, pero con menos vigor que con tipos de cambio fijos. Con un régimen de tipo de cambio flexible o dirigido, el tipo de cambio está determinado por la demanda y la oferta de activos en dólares.

Entre 1985 y 1986 (en la parte b), la Fed permitió que aumentara la cantidad de activos en dólares para mantener la prolongada recuperación económica. La curva de oferta se desplazó a la derecha. Al mismo tiempo, las tasas de interés bajaron y las expectativas de bajas adicionales del valor del dólar desplazaron la curva de demanda a la derecha. El resultado fue una abrupta baja del tipo de cambio, de 240 yenes a 170 yenes por dólar entre 1985 y 1986. refuerzan la situación y ocasiona severas fluctuaciones del tipo de cambio.

### **Los tipos de cambio en la Unión Europea**

Las implicaciones de los tipos de cambio fijos y comparado con aquellos que no lo son. Es decir, los tipos flexibles e intervenidos. España tuvo uno fijo desde el Plan de Estabilización (1959), con el que oficialmente la peseta estuvo en flotación desde 1974, aunque con intervenciones del Banco de España, y en 1989 entró a formar parte del Sistema Monetario Europeo con una paridad claramente sobre valorada. El Sistema Monetario Europeo como porta unos tipos de cambio más o menos fijos entre los países miembros de la Unión Europea (UE) y es considerado por muchos como el prelude de una situación en la cual los tipos de cambio serán permanentemente fijos. Facilitará, por tanto, el camino para una unión monetaria plena; lo cual significa que las monedas individuales de los países de la UE podrán sustituirse por una única moneda común. Veamos la unión monetaria, el Sistema Monetario Europeo (SME), su mecanismo de cambios y algunos de sus inconvenientes y ventajas.

El SME tiene sus orígenes más remotos en 1970 cuando se hicieron los primeros planes, abandonados, en gran parte, para crear una unión económica y monetaria en Europa. La unión monetaria implica no sólo el reemplazo de las monedas de los países miembros por una única moneda, sino también la creación de un banco central europeo para regular su oferta. La unión económica va mucho más allá de la monetaria, al exigir la armonización total de las políticas económicas de los diversos países. Si esta última tiene lugar, probablemente sería más indicado que todas las políticas se diseñaran e instrumentasen a un nivel comunitario. Quizás habría que añadir para ser imparciales que aquellos que están más entusiasmados con la unión económica y monetaria son, así mismo, los que más desean una unión política en la comunidad, con la creación de un gobierno federal, como el de Washington, y donde los países miembros se conviertan en estados de la unión. Por lo tanto, el debate abarca más cuestiones que las meramente económicas, que son las que se discutirán a continuación.

Ciertamente existen argumentos económicos a favor de una unión monetaria. Uno de los objetivos económicos de la UE es eliminar todos los obstáculos al intercambio y promover las relaciones comerciales entre sus miembros e, impulsando así la competencia entre empresas, beneficiar al consumidor. Como es obvio, la vida

para las empresas puede ser dura en un entorno competitivo, por lo que están muy deseosas de que la competencia sea justa. De este modo, las empresas de un país estarán predispuestas a sentirse agraviadas si otro país permite que se deprecie el valor de su moneda para que sus exportaciones sean más baratas. Se ha visto que cualquier diferencial en los precios es probable que sea temporal pero eso no disminuye el agravio, como se evidencia con un ejemplo. Si en España el precio de un disco compacto es de 2000 pesetas y el tipo de cambio en relación con el marco es de  $IDM = 81$ ) pesetas, el precio del mismo en Alemania serán de 25 marcos, Si la peseta se deprecia y el nuevo tipo de cambio pasa a ser de  $1 DM = 100$  pesetas, se reducirá la demanda de discos alemanes y su precio en Alemania disminuirá hasta 20 marcos. Por lo tanto, a los productores alemanes de discos no les haría ninguna gracia la depreciación de la peseta y sus consecuencias. Por dicho motivo, hay una fundamentada opinión, compartida por los productores de cada uno de los países de la UE, de que si tienen que estar sometidos a una intensa competencia, como mínimo, deberían estar protegidos contra las depreciaciones de las monedas del resto de los países miembros. Una moneda común conseguiría dicha protección.

Otro argumento a favor de la unión monetaria sería que la existencia de monedas individuales es un obstáculo al comercio entre los países miembros y, en consecuencia, reducen los beneficios que los consumidores podrían obtener del mismo. Por ejemplo, los intercambios entre países están sujetos a los costos de tener que convertir una moneda en otra, cargando siempre los bancos una comisión por este servicio. Así mismo, el hecho de que se pueda alterar el valor relativo de las distintas monedas origina incertidumbre y riesgo a aquellos que emprenden relaciones comerciales, lo cual, probablemente, conduzca a que se emprendan menos intercambios que los que se hubieran efectuado en otras circunstancias.

El principal argumento contra la unión monetaria es que ningún país de la UE podría atajar el desempleo, permitiendo que su moneda se depreciase con la esperanza de aumentar la demanda. Consideremos, por ejemplo, el caso español con un alto volumen de desempleo y supongamos que la peseta se deprecia. Como en el ejemplo anterior, el extranjero compraría productos españoles en mayores cantidades, la producción en España aumentaría y, en consecuencia, habría más empleo para su población. ¿Qué sucedería si el desempleo aumentara y hubiese una única moneda europea? Una posibilidad es que los precios y salarios disminuyesen en respuesta a la menor demanda ocasionada por el alto volumen de desempleo, haciendo que los productos españoles fuesen más competitivos. Además, los salarios bajos atraerían nuevas inversiones que crearían nuevos empleos. Sin embargo, confiar en los ajustes en los precios y salarios no es enteramente satisfactorio debido, a un lado, a que es un proceso lento y, por otro, porque unos bajos salarios incentivarían a algunos trabajadores a emigrar. Dejando aparte las implicaciones sociales de una emigración masiva, este fecho reduciría aún más la demanda en España. En consecuencia, si se quiere superar esta objeción a la unión monetaria, la UE necesita diseñar políticas mucho mejores para ayudar a los países miembros en los que el desempleo sea elevado. Realmente, ya que las tasas de desempleo tienden a variar entre sus miembros, la UE debería emplear políticas regionales, mucho mejores que las actuales, con el objetivo de ayudar a las regiones concretas donde el desempleo es muy elevado. En la actualidad, dichas políticas significan, sobre todo, apoyos a las medidas

emprendidas para mejorar las infraestructuras, como realizar nuevas carreteras. Sin embargo, seguramente se necesitarían políticas más decididas si la unión monetaria viera la luz alguna vez.

Como se ha comentado, el interés en la UE de promover unos tipos de cambio estables entre sus miembros se remonta a 1970. Hoy en día puede parecer extraño que las fluctuaciones en los tipos de cambio se considerasen un problema, ya que éstos eran fundamentalmente fijos. Sin embargo, los países devaluaban periódicamente, o en ocasiones revaluaban, sus monedas. Además, incluso cuando los países no modificaban oficialmente el tipo de cambio, éstos no eran completamente fijos, sino que fluctuaban levemente en torno a la paridad establecida. Por ello, el interés se centro en tratar de alcanzar una mayor estabilidad entre las monedas de sus miembros que la que ofrecía el viejo sistema de tipos de cambio fijos.

Cuando la era de los tipos de cambio fijos acabó a principios de los años setenta, aquellos que deseaban la estabilidad entre las monedas de la Comunidad Europea se impacientaron. Se efectuaron intentos para asegurar dicha estabilidad entre algunas monedas de la comunidad pero fracasaron debido a los desafortunados aumentos en el precio del petróleo, que incrementaron el valor de las importaciones de crudo en cada país, presionando a la baja, y con intensidad variable, a las monedas de cada país. El Sistema Monetario Europeo se creó en

El SUM, realmente, es un acuerdo sobre diversos puntos que refleja un nuevo intento para promover la estabilidad de los tipos de cambio dentro de la UE. Todos los países que eran miembros de la Comunidad Europea en 1979 se unieron al S VIE desde sus comienzos y todos aquellos que se incorporaron a la comunidad más tarde, como España, que firmó el tratado de adhesión en 1986, también forman parte del mismo. Al buscar\_ la estabilidad de los tipos de cambio, el SME trata de prevenir las súbitas ventajas competitivas, que puede traer consigo la depreciación al país que la haga, y espera reducir el riesgo y la incertidumbre inherentes al comercio entre países al mismo tiempo, puede desbrozar el camino para una unión monetaria total y, quizás, para una unión económica.

Una de las estipulaciones del SME es que sus miembros depositen el 20% de sus reservas oficiales de oro y dólares en una institución denominada Fondo de Cooperación Monetaria Europea (FCME). A cambio, cada banco central recibiría Ecus. (El ECU es una moneda compuesta, una "cesta" o "canasta" formada por las monedas de los 12 países de la comunidad y en la que la ponderación de cada una depende de la importancia de la economía de cada país respectivo. Se utiliza básicamente como unidad de cuenta, como patrón para fijar los tipos de cambio y para las transacciones entre los distintos bancos centrales.) Sin embargo, el elemento clave del SME es el mecanismo de determinación de los tipos de cambio. Algunos miembros de la comunidad decidieron no participar inicialmente integrándose posteriormente. España, por ejemplo, tardó tres años desde su adhesión a la comunidad y en 1992 todos los miembros de la CEE pertenecían a él, salvo Grecia.

La esencia de dicho mecanismo es un sistema de tipos de cambio más o menos fijos entre las monedas de los países que pertenecen a él, aunque colectivamente fluctúan con relación al resto de monedas del mundo. Por lo tanto, su intencionalidad es

conseguir un sistema de cambios fijos de las monedas dentro de la UE pero permitiendo la fluctuación respecto a las demás monedas. Como en los viejos tiempos de los tipos de cambio fijos, cada miembro simplemente busca mantener su moneda dentro de una banda estrecha, más que intentar que la cotización se mantenga en un nivel preciso. La mayoría de los participantes tratan de conservar sus monedas dentro de un margen de variabilidad de un 2.5% con relación a la cotización fijada como objetivo respecto a las monedas del resto de los participantes. En el caso español, ese margen es más amplio, un 6%, lo que ocurría, así mismo, para el Reino Unido.

El acuerdo formal es dar a cada moneda un valor central con relación al Ecu, y se supone que el Banco Central de cada país no escatimará esfuerzos para mantener su moneda dentro del intervalo acordado respecto a ese valor central o cotización programada. Si la moneda de un país diverge del valor central por más de 3/4 del intervalo porcentual acordado, se supone que se tomarán medidas para mantener la cotización. Por ejemplo, podrían aumentar (reducir) los tipos de interés para incrementar (o reducir) la demanda de activos nacionales. Si esta acción fracasa, los demás miembros ayudarían. La responsabilidad en estas situaciones recae principalmente sobre los países cuyas monedas están más sobrevaloradas, o subvaloradas, con relación a su cotización central, debiendo proteger la cotización de su moneda que está en peligro de salirse de los límites acordados. Estos países pueden pedir prestado al FCME si necesitan dinero para apoyar la moneda que se está depreciando. Pese a esos procedimientos, se han producido reajustes en las cotizaciones inicialmente programadas, debiéndose obtener la autorización de los demás miembros para llevarlas a cabo.

Hubo muchos reajustes en los primeros años, disminuyendo a partir de 1983 hasta 1992, en que el SME estuvo sometido a serias presiones. Si los reajustes anteriores tenían lugar, básicamente, debido a las tensiones inflacionistas en cada país, que hacían difícil mantener la cotización de sus monedas en sus valores centrales iniciales, los más recientes son de índole claramente política. El Consejo Europeo reunido en Maastricht a finales de 1991 sentó las bases y requisitos que debían cumplir los países miembros de la comunidad para llegar a una unión económica y monetaria plena en 1997. La incertidumbre acerca de sí los distintos países iban a ratificar lo acordado en el consejo, condición necesaria para su entrada en vigor; El escepticismo acerca de que las economías nacionales pudiesen cumplir los requisitos exigidos, y la propia situación económica, desembocaron en una especulación masiva sobre las monedas más débiles. Esto provocó la salida temporal del SME de algunos países, como Italia y Reino Unido, poniendo en graves dificultades a otros para permanecer en él. España, por ejemplo, cuando se incorporó al SME, lo hizo a una paridad de 133.8 pesetas por Ecu, lo que equivalía, con relación al marco alemán, a una paridad de 1DM = 65 pesetas. La peseta se mantuvo relativamente estable hasta 1992, a pesar del elevado déficit de su balanza de operaciones corrientes y a la pérdida de competitividad de su economía, resultado de una diferencial de su tasa de inflación con relación al resto de los países de la CEE. Sin embargo, en dicho año, se vio en la obligación de pedir autorización para devaluar la moneda dos veces, en un 5% y un 6% respectivamente, y, al año siguiente, en un 8% adicional.

Se ha visto, por otra parte, que si un país tiene un alto volumen de desempleo, la integración en un sistema de tipos de cambio fijos exige la renuncia a alterar el valor de su moneda para corregirlo. En esas circunstancias ¿por qué España se unió al SME cuando su tasa de desempleo era de un 17.5%, superior a la media de la comunidad, que era del 9% En primer lugar, el SME es un sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables. Cuando hay dificultades irresolubles se puede devaluar, como de hecho ocurrió. En segundo lugar, presenta ciertas ventajas. La tasa de inflación en 1989 era del 6.8%, un 1.6% por encima de la media comunitaria, y con la entrada en el sistema monetario se disciplinaba a los distintos agentes económicos, moderando las subidas salariales y obligando a modernizar la estructura productiva, al transmitir la información de que ahora es imposible recurrir a la depreciación de la peseta para recuperar cualquier pérdida en la competitividad de la economía.

Sin embargo, también presentó algunos inconvenientes. El más importante es la incompatibilidad de los objetivos de combatir la inflación y mantener el tipo de cambio. Unos tipos de interés elevados atraen capital extranjero, si éstos son más elevados que en el resto de los países, como era el caso, apreciando la peseta y poniendo en peligro la estabilidad cambiaria. Disminuirlos, por el contrario, disminuiría ese riesgo pero, por sus efectos expansivos sobre la demanda, dificultaría el objetivo de luchar contra la inflación. Como la política monetaria debe subordinarse al objetivo de mantener el tipo de cambio dentro de la banda fijada, sólo resta utilizar la política fiscal para luchar contra la inflación. Esta tendría que ser contractiva para deprimir la demanda, como es bien sabido. Sin embargo, en

España, el sector público ha seguido una política expansiva, gastando más de lo presupuestado, e incurriendo en déficit crecientes, con el resultado de que la inflación siga siendo un problema en el país.

Por último, el final de la época de gran estabilidad cambiaría que tuvo lugar en 1992 puso de manifiesto, no sólo la vulnerabilidad del SME a los movimientos especulativos de capital, sino los problemas inherentes de la transición hacia una unión monetaria. Estos problemas son más acusados cuanto más inciertos son los planes para llegar a ella y más dilatado el plazo para alcanzarla. Por ello, la resolución de la crisis del SME está unida a la superación de los obstáculos de la unión monetaria, cuya realización exige, por otra parte, la recuperación de cierta estabilidad del propio SME. Algunos de esos obstáculos se evidencian considerando las condiciones estipuladas en Maastricht.

Para garantizar que una unión económica y una única moneda europea sea factible, se requiere que las políticas económicas de los países que la formen estén sincronizadas y que las principales variables macroeconómicas muestren unas pautas similares. Si, por ejemplo, dos países, uno con una inflación del 10% y otro del 5% deciden adoptar una única moneda y los precios siguen aumentando al 10% en el primero, sus productos llegarán a no ser competitivos sin que quepa la posibilidad de variar su tipo de cambio para restablecer la competitividad. Por ello, si inicialmente hay una gran divergencia en sus agregados macroeconómicos, deberán seguir un proceso de convergencia antes de establecer una unión monetaria.

Por dicho motivo, mediante el Tratado de Maastricht, se acordó la entrada en vigor de la unión monetaria en 1.997 si, como mínimo, siete países superaban las condiciones que se establecieron allí para garantizar la convergencia y, en caso de que esto no ocurriera, se retrasaría hasta 1999, pero comprendiendo únicamente a las naciones que superaran los requisitos impuestos. Éstas se concretaban en cuatro puntos referentes a la estabilidad de precios, déficit público, tipo de interés y estabilidad cambiaria. En cuanto al primero, estabilidad de precios, se exigía que la tasa de inflación en cada país no superara en 1.5 puntos porcentuales a la de los tres países comunitarios que la tuvieran más baja, durante el año anterior a la entrada en la unión monetaria. Por otra parte, a la cuantía del déficit público se le imponían dos limitaciones: la necesidad de endeudamiento no debe ser superior al 3 del PIB y el stock de deuda pública no debe superar al 60% del PIB. Por otra parte, durante 1996, el tipo medio de interés a largo plazo en un país no deberá superar en más de dos puntos al promedio de los existentes en los tres países con menor tasa de inflación. Por último, se tendrá que haber permanecido, durante los dos años anteriores al ingreso en la unión, dentro de la banda estrecha de fluctuación ( $\pm 2.5\%$ ) sin que hubieran existido devaluaciones a iniciativa propia.

En aquellos momentos, esas condiciones sólo las cumplían tres países en la comunidad. España, por ejemplo, solamente cumplía la condición de la deuda pública, lo que llevó al gobierno a proponer en 1992 un Plan de Convergencia para reducir los desequilibrios. Sus líneas maestras consistían en mantener una política monetaria contractiva para combatir la inflación y, una política fiscal, así mismo, restrictiva para disminuir la demanda. Con ello se esperaba poder decrementar los tipos de interés posteriormente, aliviando, al mismo tiempo, el déficit público. Entre otras medidas, se proponía mantener la presión fiscal, reformar tanto el funcionamiento como la financiación del sistema sanitario, reformar el mercado de trabajo y las prestaciones por desempleo. Prudencia aconsejable dado el déficit de la balanza de operaciones corrientes y la pérdida de competitividad de la economía. Sin embargo, no se preveía cuándo se entraría en la banda estrecha.

## **REPASO**

Como un esfuerzo para llegar a tener tipos de cambio fijos entre los países miembros de la Unión Europea. La unión monetaria implica no sólo el reemplazo de las monedas de los países miembros por una moneda única sino también la creación de un banco central europeo para regular su oferta.

Al buscar la estabilidad de los tipos de cambio, el SME trata de prevenir las súbitas ventajas competitivas que puede traer consigo la depreciación del país que la haga, y espera reducir el riesgo y la incertidumbre inherentes al comercio entre países. Al mismo tiempo puede facilitar el acescamiento a la unión monetaria total. Para que una unión económica y una única moneda europea sean factibles, se requiere que las políticas económicas de los países que la formen estén sincronizadas y que las principales variables macroeconómicas muestren unas pautas similares. El Consejo Europeo reunido en Maastricht a finales de 1991 sentó las bases y requisitos que debían cumplir los países miembros de la comunidad para llegar a una unión

económica y monetaria plena en 1997. para comprar bajo y vender alto con el fin de obtener un beneficio dentro de los márgenes que delimitan los dos precios. El arbitraje tiene efectos importantes sobre los tipos de cambio, los precios y las tasas de interés. Un aumento de la cantidad de compras hace subir el precio de compra. Una disminución de la cantidad de ventas hace bajar el precio de venta. Los precios cambian hasta que se igualan y ya no hay un beneficio disponible del arbitraje. Una implicación del arbitraje es la ley de un solo precio. La ley de un solo precio afirma que cualquier mercancía dada estará disponible a un solo precio.

La ley de un solo precio no respeta fronteras ni monedas. Si la misma mercancía se compra y se vende en ambos lados del río Detroit, no importa que una de estas transacciones se realice en Canadá y la otra en Estados Unidos, y que en una se usen dólares de Estados Unidos y en la otra dólares canadienses. Las fuerzas del arbitraje producen un precio. Veamos cómo.

Considere el precio de un disquete que se puede comprar o en Estados Unidos o en Canadá. Haremos caso omiso de impuestos, aranceles y costos de transporte para simplificar los cálculos, ya que estos factores no afectan el tema fundamental.

Supongamos que podemos comprar disquetes en Estados Unidos a 10 dólares estadounidenses la caja. Supongamos que esta misma caja se consigue en Canadá en 15 dólares canadienses. ¿En dónde convendrá comprar los disquetes: en Canadá o en Estados Unidos? La respuesta depende de los costos relativos del dinero canadiense y estadounidense. Si el dólar estadounidense cuesta 1.50 dólares canadienses, entonces es evidente que el precio de los disquetes es el mismo en los dos países. Los estadounidenses pueden comprar una caja de disquetes en Estados Unidos en 10 dólares, o pueden usar los 10 dólares para comprar 15 dólares canadienses y después comprar los disquetes en Canadá. El costo sería el mismo en ambos casos. Lo mismo ocurre con los canadienses. Los canadienses pueden usar 15 dólares canadienses para comprar una caja de disquetes en Canadá o pueden usar los 15 dólares canadienses para comprar 10 dólares estadounidenses y después comprar los disquetes en Estados Unidos. Nuevamente, el precio de los disquetes es el mismo.

No obstante, supongamos que el dólar estadounidense vale menos que en el ejemplo anterior. En particular, supongamos que el dólar estadounidense cuesta 1.40 dólares canadienses. En este caso, convendrá comprar los disquetes en Estados Unidos. Los canadienses pueden comprar 10 dólares estadounidenses con 14 dólares canadienses y por tanto, pueden comprar los disquetes en Estados Unidos en 14 dólares canadienses por caja, en comparación con 15 dólares canadienses en Canadá. La misma comparación vale para los estadounidenses. Éstos pueden usar 10 dólares estadounidenses para comprar 14 dólares canadienses, pero eso no sería suficiente para comprar los disquetes en Canadá, ya que ahí cuestan 15 dólares canadienses. Por tanto, también a los estadounidenses les conviene comprar los disquetes en Estados Unidos.

Si prevaleciera la situación que acabamos de describir, representaría una ventaja pasar las compras de disquetes de Canadá a Estados Unidos. Los canadienses cruzarían la frontera para comprar sus disquetes en Estados Unidos y continuarían haciéndolo hasta que el precio en Canadá hubiera bajado a 14 dólares canadienses.

Una vez que eso ocurriera, a los canadienses les sería indiferente comprar sus disquetes en Canadá o en Estados Unidos. El arbitraje habría eliminado la diferencia de precios entre los dos países.

Quizás usted piense que éste es un ejemplo bastante absurdo, ya que los canadienses no corren a Estados Unidos cada vez que quieren comprar una caja de disquetes. Pero el hecho de que exista un beneficio que puede obtenerse, significa que a alguien le convendría organizar las importaciones de disquetes de Estados Unidos a Canadá, lo que incrementaría la cantidad disponible de disquetes en Canadá y bajaría su precio. El incentivo para emprender esta actividad existiría siempre y cuando los disquetes se estuvieran vendiendo a un precio más alto en Canadá que en Estados Unidos.

La paridad del poder adquisitivo ocurre cuando el dinero tiene el mismo valor en diferentes países. (La palabra paridad significa simplemente igualdad. La frase poder adquisitivo se refiere al valor del dinero. Entonces, la paridad del poder adquisitivo se traduce directamente en igual valor del dinero.) La paridad del poder adquisitivo es una implicación de arbitraje y de la ley de un solo precio. En el ejemplo del disquete, cuando 1 dólar estadounidense es igual a 1.40 dólares canadienses, 10 dólares estadounidenses comprarán la misma caja de disquetes que la que compran 14 dólares canadienses. El valor del dinero, cuando se convierte a precios comunes, es el mismo en ambos países. Así, la paridad del poder adquisitivo prevalece en esa situación.

La teoría de la paridad del poder adquisitivo predice que la paridad del poder adquisitivo se aplica a todos los bienes y a todos los índices de precios, no únicamente a un solo bien, como el disquete que consideramos anteriormente. Es decir, si cualesquiera bienes son más baratos en un país que en otro, convendrá convertir dinero a la moneda de ese país, comprar los bienes en ese país y venderlos en otro. Mediante ese proceso de arbitraje, se igualan todos los precios de una mercancía en los distintos países.

Una prueba de la teoría de la paridad del poder adquisitivo que se ha propuesto consiste en calcular los precios de los bienes en países diferentes, convertidos a una moneda común. Un bien que se ha usado es la Big Mac que vende McDonald's en los principales países. Se sostiene que si la paridad del poder adquisitivo valiera, la Big Mac costaría lo mismo en todas partes. De hecho, la Big Mac es más cara en Tokio que en Toronto, y más cara en Toronto que en Buenos Aires. Estos hechos han llevado a algunas personas a la conclusión de que la paridad del poder adquisitivo no tiene validez.

Esta prueba de la paridad del poder adquisitivo tiene un problema importante. Las Big Mac no se comercian internacionalmente con facilidad. En realidad, ni siquiera se comercian fácilmente entre las ciudades de Estados Unidos. Por ejemplo, supongamos que es hora del almuerzo en Provo, usted tiene hambre y le gustan las Big Mac. Usted no tiene más alternativa que comprar su Big Mac ahí mismo; no puede aprovechar el hecho de que las Big Mac son más baratas en Houston e iniciar una operación de arbitraje. Las Big Mac son ejemplos de bienes no comerciables. Un bien no comerciable es el que no puede comerciarse a grandes distancias. Algunas veces es

técnicamente posible realizar ese comercio, pero a un costo prohibitivo. En otros casos, sencillamente no es posible realizar el comercio.

Existen muchos ejemplos de bienes no comerciables. Casi todos los servicios públicos que proporciona el gobierno son no comerciables. No es posible comprar servicios baratos de barrido de calles en Seúl y venderlos con un beneficio en San Francisco. Los servicios de localización específica, como la comida de servicio rápido, también caen en esta categoría. Cuando los bienes no pueden comerciarse a grandes distancias, son, en sentido estricto, bienes diferentes. Una Big Mac en Provo es tan diferente de una Big Mac en Houston, como de las salchichas que venden al otro lado de la calle.

El arbitraje funciona para lograr la igualdad de los precios de bienes idénticos, no de bienes diferentes. No funciona para lograr la igualdad de precios de bienes de apariencia similar en lugares muy alejados. Por esta razón, las pruebas de la teoría de

"En el mercado de divisas, el dólar cayó hoy frente a las principales monedas... y frente a las no principales también la paridad del poder adquisitivo con base en precios de bienes no comerciables son defectuosas. De hecho, para que los bienes no comerciables tuvieran precios idénticos en diferentes países, cada vez que se modificara el tipo de cambio, tendrían que cambiar los precios de todos los bienes: el dólar tendría que bajar en relación con todas las monedas, la Big Mac y los churros!

El arbitraje no ocurre solamente en los mercados de bienes y servicios. También ocurre en los mercados de activos. Como resultado, produce otra igualdad o paridad importante: la paridad de la tasa de interés.

La paridad de la tasa de interés ocurre cuando las tasas de interés son iguales en todos los países, una vez que se tienen en cuenta las diferencias de riesgo. La paridad de la tasa de interés es una situación ocasionada por el arbitraje en los mercados de activos; mercados en los que actúan los prestatarios y los prestamistas.

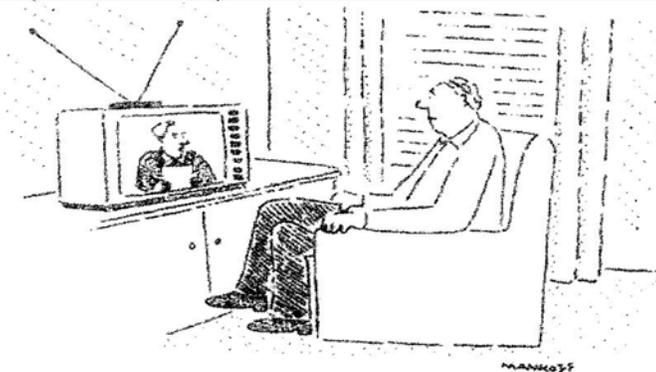
Al principio de este capítulo señalamos que existen grandes diferencias en las tasas de interés con las que la gente pide prestado y presta en países diferentes. Por ejemplo, en Estados Unidos las tasas de interés son mucho más bajas que en Inglaterra. Supongamos que es posible pedir prestado en Nueva York a una tasa de interés del 6 por ciento anual y prestar en Londres a una tasa de interés del 12 por ciento anual. -Acaso no es posible, en esta situación, obtener un enorme beneficio con esa transacción? De hecho, no es posible. Las tasas de interés en Nueva York y en Londres son en realidad iguales: prevalece la paridad de la tasa de interés.

La clave para entender por qué las tasas de interés son iguales consiste en darse cuenta de que cuando alguien, Elvira, por ejemplo, pide prestado en Nueva York, pide prestados dólares; y cuando presta dinero en Londres, por ejemplo, si lo deposita en un banco, ella está prestando libras. Elvira tiene la obligación de reembolsar dólares, pero a ella le pagarán en libras. Se parece un poco a pedir prestadas manzanas y prestar naranjas. Pero si Elvira pide prestadas manzanas y presta naranjas, tiene que convertir las manzanas en naranjas. Cuando se vencen los préstamos, ella tiene que convertir de nuevo naranjas en manzanas. Los precios a los que haga estas transacciones afectan las tasas de interés que paga y recibe. La cantidad de dólares

que ElviRa consigue con sus libras depende del tipo de cambio que prevalece cuando reembolsa el préstamo. Si la libra ha bajado de valor, ella obtendrá menos dólares por libra de los que pagó originalmente.

La diferencia entre las tasas de interés en Nueva York y en Londres reflejan la variación del Tipo de cambio entre el dólar y la libra que, en promedio, la gente espera. En este ejemplo, la expectativa media es que la libra bajará el 6 por ciento anual en relación con el dólar. Así que cuando Elvira vende libras para pagar su préstamo en dólares, puede esperar obtener el 6 por ciento menos de dólares de lo que necesitó para comprar las libras. Esta pérdida del 6 por ciento del tipo de cambio debe restarse al ingreso del 12 por ciento de interés que ella ganó en Londres. Entonces, el rendimiento de prestar en Londres, cuando convierte nuevamente su dinero a dólares, es el mismo 6 por ciento que debe pagar por los fondos en Nueva York. El beneficio es de cero. En realidad, Elvira sufriría una pérdida porque tendría que pagar comisiones por sus transacciones en divisas.

En la situación que acabamos de describir, prevalece la paridad de la tasa de interés. La tasa de interés en Nueva York, cuando se tiene en cuenta el cambio esperado del precio del dólar, es casi idéntica a la de Londres. Si la paridad de la tasa de interés no prevaleciera, sería posible obtener un beneficio, sin riesgo, pidiendo prestado a tasas de interés bajas y prestando a tasas de interés altas. Esas acciones de arbitraje harían aumentar la demanda de préstamos en países con tasas de interés bajas y sus tasas de interés subirían, Y dichas acciones aumentarían la oferta de préstamos en países con tasas de interés altas y sus tasas de interés bajarían, Esos cambios restablecerían muy rápidamente la paridad de la tasa de interés.



*En el mercado de las divisas el dólar ocupa el principal lugar y frente a las no principales también*

El arbitraje en los mercados de activos funciona a escala mundial y mantiene a los mercados de capitales del mundo enlazados en un mercado mundial único. Este mercado es enorme e incluye la actividad de obtención y de otorgamiento de préstamos a través de los bancos, en los mercados de bonos y en los mercados bursátiles. La magnitud de estos negocios internacionales ha sido estimada por Salomon Brothers, un banco de inversión, en más de 1 billón de dólares. Debido al arbitraje internacional en los mercados de activos, hay vínculos tan estrechos de los mercados bursátiles del mundo entero. Un desplome de la bolsa de valores de Nueva York hace que las acciones que bajaron de precio se vuelvan atractivas en comparación con las caras

acciones de Tokio, Hong Kong, Zurich, Francfort v Londres. En consecuencia, los inversionistas hacen planes para vender a precio alto en esos mercados y comprar a precio bajo en Nueva York. Pero antes de que muchas de esas transacciones se puedan efectuar, los precios de los demás mercados bajan para igualar la baja de Nueva York. A la inversa, si el mercado de Tokio experimenta rápidos aumentos de precio y los mercados del resto del mundo se mantienen constantes, los inversionistas buscarán vender caro en Tokio y comprar barato en el resto del mundo. De nuevo, estos planes de compraventa inducirán cambios de los precios en otros mercados para alinearlos con el mercado de Tokio. La actividad de vender caro en Tokio bajará ahí los precios, y la actividad de comprar barato en Francfort, Londres y Nueva York subirá los precios en esos mercados,

Ahora ya descubrimos lo que determina el saldo de la cuenta corriente de un país y el valor de su moneda. El factor que ejerce una influencia más importante sobre el saldo de la cuenta corriente es el déficit presupuestario del gobierno. Es probable que un país en el que los impuestos sean inferiores al gasto del gobierno, sea un país con un déficit en su comercio con el resto del mundo. El valor de la moneda de un país está determinado por la demanda y la oferta de esa moneda y las acciones monetarias influyen poderosamente en él. Un aumento rápido de la oferta de una moneda dará como resultado una disminución de su valor en relación con otras monedas. en tanto **por ciento** de interes. También hemos aprendido cómo el arbitraje internacional vincula los precios y las tasas de interés en diferentes países. El arbitraje internacional no ocurre en mercados de bienes no comerciables. Pero el arbitraje funciona en el mercado de bienes comerciables v es especialmente poderoso en los mercados de activos. El arbitraje, en los mercados de activos, mantiene iguales las tasas de interés alrededor del mundo. Las diferencias de las tasas de interés nacionales refleja las expectativas de modificaciones de los tipos de cambio. Una vez que estas diferencias de los tipos de cambio se tienen en cuenta, las tasas de interés son iguales en los diferentes países. -t En los dos últimos capítulos veremos algunos temas económicos mundiales más. Primero, examinaremos los problemas que enfrentan los países en desarrollo al tratar de crecer. Después, en el capítulo 38, estudiaremos cómo los países de Europa Oriental y China realizan la transición de economías planificadas a economías de mercado.