

Tipo de cambio real y balanza de pagos: un breve análisis

Área Economía del CECyT

Autores: Maximiliano Albornoz¹ Sandra Martínez Illanes²

Resumen

El artículo analiza las relaciones entre el tipo de cambio real y la balanza de pagos. Se obtuvo que habría una relación entre ambas variables, especialmente entre el tipo de cambio real alto y los superávits de cuenta corriente (y viceversa). En cambio, la evidencia con respecto a la balanza comercial de bienes es menos robusta y estaría asociada a los precios de las materias primas por el lado de las exportaciones y al ingreso doméstico por el lado de las importaciones. A su vez, con cuentas de servicios y rentas de inversión estructuralmente negativas, el esfuerzo de la generación de divisas para la industrialización recaería en la cuenta mercancías, lo cual explicaría la tendencia natural a sufrir una restricción externa.

1. Introducción

El presente artículo analiza las relaciones entre el tipo de cambio real y la balanza de pagos en Argentina durante las últimas tres décadas. Ambas variables se vinculan con la restricción externa que aqueja a la economía argentina desde mediados del siglo pasado y no ha podido ser superada bajo ningún modelo económico ni bajo ninguna coalición política.

El trabajo intenta indagar si existiría alguna relación cercana entre ambas variables macroeconómicas, permitiendo establecer periodos bien diferenciados. A grandes rasgos: los años noventa, abarcando los años 1991 y 2001 (durante la vigencia del modelo de convertibilidad peso-dólar, denominado “neoliberalismo”); el periodo 2002-2015, aunque es heterogéneo como sostiene Kulfas (2016), puede considerarse de “reindustrialización”. Finalmente, el periodo que comenzó en 2015 y sigue al presente puede analizarse con una “nueva” experiencia neoliberal.

Si bien estas separaciones obedecen a cuestiones políticas (coinciden con los mandatos constitucionales), queda por analizar si las variables en estudio (y otras que se derivan de ellas, como el endeudamiento, el crecimiento económico, el empleo, etc.) guardan una relación con aquellas. A su vez, pueden no coincidir exactamente con los periodos delimitados.

La relevancia de este análisis deriva en la importancia que el tipo de cambio real ha tenido en la literatura académica, sea a favor, por ejemplo, Frenkel (2008), o en contra, Medici (2014). Este artículo no pretende tomar postura por una u otra posición, sino agregar evidencia empírica para esclarecer una cuestión que tiene larga data en Argentina y que se remonta, por lo menos a los trabajos pioneros de Marcelo Diamand a comienzos de los setenta (Diamand, 1972; Chena, Crovetto y Tupac Panigo, 2014).

¹ Profesor Adjunto FCE-UBA, UNO, UM y UCES. Licenciado en Economía UBA y Magister en Economía UNLP y Candidato a Doctor en Economía UBA. Asesor de Economía del CECYT cmalbornoz@yahoo.com.ar

² Directora del área de Economía de CECYT, docente-investigadora en UNSJ, CPN, Lic. en economía y Esp. en Metodología de la Investigación Científica. smartinez@unsj.edu.ar

La discusión básica es la siguiente: si periodos de tipo de cambio real alto y competitivo están asociados a superávits comerciales y de cuenta corriente de la balanza de pagos, mientras que periodos de bajo tipo de cambio real tienen como correlato déficits comerciales y de cuenta corriente. En estos escenarios, el tipo de cambio real se transforma en la variable clave para entender los problemas de divisas de la economía argentina.

El artículo continúa de la siguiente manera. La sección 2 describe qué es el tipo de cambio real y su relación con la competitividad. La sección 3 analiza qué es la balanza de pagos y cómo se relacionan la cuenta corriente y financiera. La sección 4 analiza la evolución empírica bajo distintos esquemas macroeconómicos y políticos. La sección 5 establece una relación entre productividad, industria, instituciones en el largo plazo. La sección 6 ofrece las conclusiones.

2. El tipo de cambio real y la competitividad

El tipo de cambio real (TCR) es una de las variables más analizadas en macroeconomía. Se la considera un *proxy* de competitividad. Así como el tipo de cambio nominal (TCN) describe la relación entre la moneda doméstica y una moneda extranjera: con cuantos pesos se adquiere una unidad de moneda foránea (es el enfoque que se usa en Latinoamérica; aunque también podría usarse el inverso: un peso argentino a cuanto equivale de una moneda extranjera).

La dificultad de analizar las relaciones entre países utilizando el tipo de cambio nominal deriva de las fluctuaciones que las monedas tienen en el tiempo, pudiendo estar por periodos apreciadas y por periodos depreciadas (en el caso que exista un régimen de tipo de cambio flotante; si hubiera un tipo de cambio fijo se hablaría de revaluación y de devaluación). En este contexto, el tipo de cambio nominal no sería un buen indicador de competitividad, porque se podría sobreestimar o subestimar la verdadera inserción externa de un país.

Para corregir este problema, emerge el tipo de cambio real (TCR), el cual corrige por precios, tanto locales como internacionales. Formalmente, la fórmula es la siguiente:³

$$\text{TCR} = \frac{\text{TCN} * \text{IPC}^*}{\text{IPC}} \quad (1)$$

La ecuación (1) señala que el tipo de cambio real depende de tres variables, dos que se pueden administrar mediante la política económica y otra que es exógena. Como se mencionó anteriormente, el TCN es el tipo de cambio nominal; IPC* es la inflación externa, medida en este caso en la inflación americana; mientras que IPC es la inflación doméstica.

Bajo estos supuestos, el TCR podría aumentar si suceden los siguientes eventos. Primero, aumenta el tipo de cambio nominal. Segundo, sube la inflación externa (la americana). Tercero, bajan los precios domésticos (es decir, cae la inflación local). De manera inversa, si sucede todo lo contrario, el tipo de cambio real caería. La expresión (1) también podría expresarse mediante logaritmos y luego calculando las tasas de variaciones:

$$\ln \text{TCR} = \ln \text{TCN} + \ln \text{IPC}^* - \ln \text{IPC} \Rightarrow \% \ln \text{TCR} = \% \ln \text{TCN} + \% \ln \text{IPC}^* - \% \ln \text{IPC} \quad (2)$$

³ Se utilizará el tipo de cambio real con Estados Unidos, aunque también podría usar el tipo de cambio real multilateral (TCRM), que pondera por los socios comerciales.

Finalmente, la expresión (3) es la que resume el análisis:

$$\%TCR \approx \%TCN + \%IPC^* - \%IPC \quad (3)$$

Un interrogante que podría surgir en el contexto es cuál es la relación entre el tipo de cambio real y el sector externo. Como mencionan los libros de textos clásicos en la materia (Sachs y Larraín, 1994;), el TCR se inserta a través del comportamiento de la balanza comercial:

$$X = f(TCR, Y^*) \quad (4)$$

$$M = f(TCR, Y) \quad (5)$$

Siendo (4) la expresión de las exportaciones mientras que (5) se refiere a las importaciones. En el primer caso ambos signos son positivos: una suba del ingreso externo (Estados Unidos) o del tipo de cambio real, hará aumentar las ventas externas. En el segundo caso, una suba del tipo de cambio real encarecerá las compras externas (y reducirá su cantidad) mientras que un aumento del ingreso local provocará una suba de las importaciones. Del comportamiento de ambas variables se deriva la balanza comercial de bienes.

Se aprecia que el TCR está en ambas ecuaciones y es uno de los determinantes del sector externo. Por eso se dice que mide la relación entre bienes entre un país y el resto del mundo. Es decir, el tipo de cambio real podría analizarse como un precio relativo, dado que se compone del cociente de precios y de la relación entre monedas. Pero el análisis quedaría inconcluso sino se incorporaran los precios de exportaciones e importaciones, porque las ecuaciones (4) y (5) se refieren a cantidades o volúmenes físicos. Incorporando los precios, la ecuación final sería la siguiente:

$$BCB = p_x X - p_m M = p_x f(TCR, Y^*) - p_m f(TCR, Y) \quad (6)$$

La ecuación incorpora un determinante más, que se menciona pero será producto de otro trabajo más adelante: los términos de intercambio (los precios de exportación con respecto a los precios de importación). No obstante, considerando precios fijos, la balanza de comercial dependería del tipo de cambio real, del ingreso externo y del ingreso doméstico.

3. La balanza de pagos y las transacciones con el resto del mundo

Hasta mediados de los cincuenta del siglo pasado, la balanza comercial era sinónimo de balanza de pagos. Pero a comienzos de los sesenta, los flujos financieros comenzaron a ser cada vez más relevantes debido a la mejora en las comunicaciones y a la necesidad de ciertos países de pedir y/o otorgar préstamos financieros, producto de los acuerdos de *Bretton Woods* de la posguerra. A nivel académico, se destaca el modelo de Mundel y Fleming que darían origen al modelo IS-LM "ampliado" y cuyos autores serían reconocidos con el Premio Nobel de Economía, décadas después (Mundell, 1963).

Actualmente, la balanza de pagos es un cuadro estadístico, un registro contable que utilizando la partida doble, contabiliza las transacciones y transferencias entre residentes y no residentes, sean personas físicas (importa el tiempo de permanencia en un país) o jurídicas (lo relevante es donde está ubicada la casa matriz, o centro de interés económico). La balanza de pagos se divide en dos grandes cuentas: la cuenta corriente y la cuenta de capital y financiera. La diferencia de

ambas muestra la evolución de las reservas internacionales. Como señala Heymann (1994), el signo de la cuenta corriente puede dar origen a conclusiones opuestas. Por un lado, puede ser un síntoma de confianza como de fragilidad, en el futuro. Algo similar sucede con el tipo de cambio real, como se mencionó en la introducción.

La cuenta corriente analiza las transacciones y transferencias habituales, corrientes, que suceden con habitualidad, mientras que la cuenta de capital y financiera se refieren a los movimientos de activos y pasivos financieros (también denominados, activos netos en el exterior). El esquema formal sería el siguiente.

Esquema 1. Estructura de la balanza de pagos

1. Cuenta corriente
1.1. Mercancías
1.2. Servicios
1.3. Rentas
1.3.1. Intereses
1.3.1. Dividendos y utilidades
1.4. Transferencias
2. Cuenta de capital y financiera
2.1. Cuenta de capital
2.2. Cuenta financiera
2.2.1. Sector bancario
2.2.1. 1. BCRA
2.2.1.2. Bancos comerciales
2.2.2. Sector público no financiero
2.2.2.1. Nación
2.2.2.2. Provincias
2.2.2.3. Municipios
2.2.3. Sector privado no financiero
3. Reservas Internacionales

En esta definición de balanza de pagos, la cuenta corriente se refiere a operaciones habituales, normales y rutinarias entre residentes y no residentes, como por ejemplo, enviar productos al resto del mundo (exportaciones), pagar dividendos por ganancias de empresas multinacionales en el país, etc. Por el lado de la cuenta de capital y financiera, ésta se expresa mediante el tipo de agente económico que otorga o pide un préstamo.

4. Evidencia empírica durante las últimas tres décadas

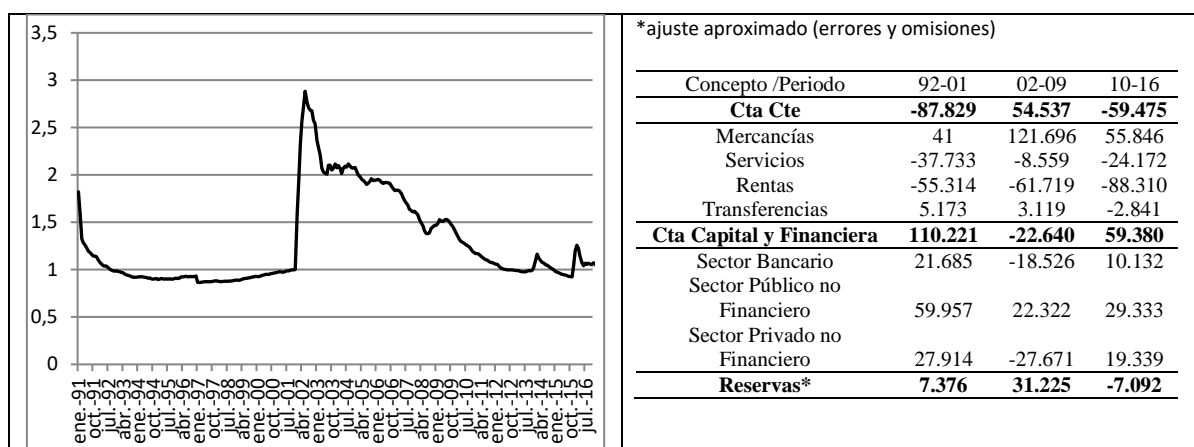
Esta sección tiene por objetivo, ofrecer evidencia empírica del comportamiento de la balanza de pagos y del tipo de cambio real para las últimas tres décadas. La idea es analizar si existiría alguna relación entre ambas, en el sentido de que un tipo de cambio real alto está asociado a superávits de cuenta corriente y comercial, mientras que si aquel es bajo hay déficits.

La figura 1 describe la evolución de la balanza de pagos, desagrega por periodos. A tal efecto, se usó como referencia, el año en que la cuenta corriente pasó de negativa a positiva (2002) y de positiva a negativa (2010) como criterio de segmentación.

Se aprecia que hay tres grandes periodos bien diferenciados, en principio. El primero, durante los noventa, con tipo de cambio real bajo y déficit de cuenta corriente (la balanza comercial es casi 0, algo que supone la teoría de la paridad del poder adquisitivo en el largo plazo). El segundo periodo inicia en 2002 y se extiende hasta 2009, donde se registra un tipo de cambio real alto (pero con tendencia decreciente) y superávits elevados, tanto de comercio como de cuenta corriente. Finalmente, el periodo que arranca en 2010 con déficit de cuenta corriente y superávit comercial y tipo de cambio real bajo.

Figura 1. TCR (Arg-USA). Base 100 =Dic.01

Tabla 1. Balanza de pagos (US\$)



Fuente: Elaboración propia en base al INDEC, MECON y BCRA

A partir de este resultado, se puede hacer un análisis diferente al clásico (Frenkel o Medici). En el último periodo, el bajo tipo de cambio real afectó más a la cuenta corriente que a la balanza comercial (que siguió siendo positiva). Es decir, se registró un superávit comercial con tipo de cambio real bajo. Por otro lado, se aprecia la correlación entre déficits de cuenta corriente y superávits financieros (y viceversa), señalando que en los periodos en que se consume por encima de las posibilidades domésticas, el ahorro externo (endeudamiento) otorga ese plus extra.

Los principales factores del desequilibrio de la cuenta corriente son estructurales y no de coyuntura (por ejemplo, un tipo de cambio real alto o bajo), y se deben al saldo fuertemente negativo de la balanza de servicios (se importan seguros, fletes, consultorías y de argentinos veraneando en el exterior) y de la balanza de rentas (por el pago de intereses de deuda y la sangría por utilidades y dividendos). Ambos conceptos, no tienen relación con el régimen de gobierno (nacional o neoliberal) ni con el tipo de cambio real (alto o bajo) ni con los términos de intercambio. Sino que están asociados a la matriz productiva argentina y a las disputas ideológicas, como señalaba Marcelo Diamand hace más de 30 años. En conclusión, el tipo de cambio real estaría más relacionado con la cuenta corriente mientras que los términos de intercambio y el ingreso doméstico podrían relacionarse con la balanza comercial de bienes (las exportaciones crecerían más cuando existen mejores precios mientras que las importaciones crecen cuando sube la actividad local).

5. Productividad, industria e instituciones en el largo plazo

Una explicación de largo plazo podría estar en la comprensión de las instituciones argentinas. Con dos sectores bien diferenciados, el campo y la industria (y sus instituciones, La Sociedad

Rural Argentina y la Unión Industrial Argentina) y el estado como intermediario. La industrialización exige divisas que la industria no genera y que son apropiadas de la elevada productividad del sector pampeano (el campo). Este tironeo entre liquidación de cereales y carne (hoy soja) y retenciones a las exportaciones, por el lado del campo; y del elevado desempleo y crisis social por el lado de la industria, pone al gobierno preso de una situación en la cual tiene que mediar y donde, ambas partes tienen algo de razón. Así surgió el debate estéril entre campo versus industria, que ha arruinado la posibilidad de hacer política económica pensando en el largo plazo.

Otros países, como los de Asia Oriental, han podido resolver el problema mediante la industrialización orientada al sector externo. En este sentido, una posibilidad que podría aplicar al caso argentino sería el establecimiento de "premios y castigos" al sector industrial para que esté obligado a mejorar su productividad y competitividad, sin depender al 100% del tipo de cambio real como variable de ajuste. Mejoras en productos, procesos, innovación, tecnología podría producir en el mediano plazo, que lentamente las pymes argentinas dejen de vender el 100% de su producción al mercado interno, y se orienten despacio, al mercado mundial, resolviendo el problema de las divisas.

Para sortear este escollo, hay dos requisitos. Por un lado, estabilidad macroeconómica, especialmente en materia de inflación. Un hecho estilizado a nivel internacional desde los últimos 30 años ha sido la baja inflación (4% promedio a nivel mundial). Si no se cumple esta condición, es imposible competir con inflaciones del 40% o 50%, 10 veces superiores a la experiencia internacional. Por otro lado, el establecimiento de reglas básicas, premios y castigos, puede fomentar la competitividad industrial logrando superar la restricción externa de la misma forma que pudieron hacerlo ciertos países de Asia durante los 60s y 70s (Corea del Sur, Taiwán, Singapur, Malasia, etc.). Políticas de subsidios e impositivas generales sólo han tendido a repartir beneficios económicos a la industria de forma indiscriminada sin evaluar los esfuerzos por acercarse a la frontera tecnológica de cada rama.

6. Conclusiones

El presente trabajo analizó las relaciones entre la balanza de pagos y el tipo de cambio real. Un resultado incipiente, que debería analizarse mediante econometría, sería que el tipo de cambio real tendría una relación directa con la cuenta corriente más que con la balanza comercial de bienes. Periodos de tipo de cambio real altos estarían asociados a superávits de cuenta corriente, mientras que periodos de tipo de cambio real bajos tendrían relación con déficits de cuenta corriente. La balanza comercial estaría asociada a los precios de los *commodities* (términos de intercambio) por el lado de las exportaciones y con el ingreso doméstico por el lado de las importaciones.

Además se observa que la cuenta corriente tiene una tendencia al déficit por el peso de la cuenta de servicios y de rentas de inversión que son negativas sin importar el modelo económico imperante ni las condiciones locales e internacionales. Esto deja al descubierto que la cuenta mercancías, el saldo de la balanza comercial de bienes, es la única fuente genuina de divisas y sobre la que se basa todo el esquema de industrialización vía sustitución de importaciones. En este contexto, la restricción externa es un fenómeno endógeno que se repite de forma sistemática.

Referencias

- Chena, P., Tupac Panigo, D., Crovetto, N. (2014). Ensayos en honor a Marcelo Diamand. Raíces del nuevo modelo de desarrollo argentino y del pensamiento económico nacional. Buenos Aires: Ediciones de la Universidad Nacional de Moreno.
- Diamand, M. (1972). La estructura productiva desequilibrada. Desarrollo Económico. 12 (45), pp. 25-47.
- Frenkel, R. (2008). Tipo de cambio real competitivo, inflación y política monetaria. Revista de Economía Política de Buenos Aires, 3 y 4, pp.21 -32.
- Heymann, D. (1994). Sobre la interpretación de la cuenta corriente. Economía Mexicana. 3 (1), pp. 31-59.
- Kulfas, M. (2016). Los tres kirchnerismos. Buenos Aires: siglo 21 editores.
- Medici, F. (2014). Discusiones sobre el tipo de cambio: el eterno retorno de lo mismo. Buenos Aires: Ediciones de la Universidad Nacional de Moreno.
- Mundell, R. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. The Canadian Journal of Economics and Political Science. 29 (4), pp. 475-485.
- Sachs, J., Larraín, F. (1994). Macroeconomía en la economía global. México: Prentice-Hall.