

# ECONOMÍA INTERNACIONAL

**JUAN TUGORES QUES**  
Catedrático de Economía  
*Universidad de Barcelona*

**Mc GRAW HILL**  
UNIDAD PARA EVALUACION



MADRID • BOGOTÁ • BUENOS AIRES • CARACAS • GUATEMALA • LISBOA  
MÉXICO • NUEVA YORK • PANAMÁ • SAN JUAN • SANTIAGO • SÃO PAULO  
AUCKLAND • HAMBURGO • LONDRES • MILÁN • MONTREAL • NUEVA DELHI • PARÍS  
SAN FRANCISCO • SIDNEY • SINGAPUR • ST. LOUIS • TOKIO • TORONTO

# Contenido

Prólogo.....	xiii
Características de este libro.....	xv
<b>Capítulo 1. Introducción: la economía internacional en la era de la globalización.....</b>	<b>1</b>
1.1. La internacionalización de la economía.....	1
1.2. Las transacciones internacionales.....	7
1.3. Globalización: una perspectiva histórica y sistemática.....	11
1.4. Regionalización en la economía mundial.....	19
1.5. Economía internacional y desarrollo.....	20
1.6. La economía internacional como disciplina.....	24
1.7. Características y contenido de este libro.....	26
<b>Capítulo 2. Las ganancias del comercio internacional.....</b>	<b>31</b>
2.1. ¿Por qué comercian los países?.....	31
2.2. Las ganancias del intercambio: las ventajas absolutas.....	32
2.3. Las ganancias del intercambio: las ventajas comparativas.....	42
2.4. Equilibrio en el comercio mundial.....	51
2.5. Conflictos que plantea el comercio internacional.....	59
2.6. Las ganancias del comercio: una formulación (algo) más general.....	60
<b>Capítulo 3. Comercio internacional y distribución de la renta.....</b>	<b>69</b>
3.1. Introducción.....	69
3.2. Comercio y distribución: modelos con varios factores.....	70
3.3. Dotaciones de factores, comercio y distribución.....	74
3.4. Limitaciones del enfoque Heckscher-Ohlin y su superación.....	90
3.5. Comercio en <i>inputs</i> intermedios.....	97
3.6. Factores específicos.....	99
3.7. Extensiones y ampliaciones de las ideas básicas de la dotación de factores.....	102
<b>Capítulo 4. Comercio internacional, economías de escala y tamaño del mercado.....</b>	<b>107</b>
4.1. La «nueva» teoría del comercio internacional: comercio intraindustrial..	107
4.2. Economías de escala y diferenciación de productos.....	110
4.3. Modelos básicos de comercio intraindustrial.....	120
4.4. Competencia imperfecta: <i>dumping</i> recíproco.....	128

4.5. Viejas y nuevas teorías del comercio internacional .....	130	10.3. Equilibrio interno y externo .....	308
4.6. Empresas multinacionales .....	132	10.4. El papel del tipo de cambio como variable de ajuste: la «nueva economía abierta» .....	314
<b>Capítulo 5. Políticas comerciales .....</b>	<b>139</b>	10.5. El «trilema» de las economías abiertas .....	316
5.1. Las restricciones al comercio y las políticas comerciales .....	139	<b>Capítulo 11. Las interdependencias en la economía mundial .....</b>	<b>323</b>
5.2. Los aranceles y sus efectos .....	140	11.1. Introducción .....	323
5.3. Restricciones cuantitativas al comercio: cuotas y VER .....	146	11.2. Los mecanismos vía renta, comercio y tipo de interés .....	324
5.4. Subsidios a la exportación .....	150	11.3. El papel de los tipos de cambio: competitividad y precios .....	326
5.5. Otras barreras no arancelarias .....	154	11.4. Otros mecanismos de transmisión .....	333
5.6. El debate libre comercio <i>versus</i> proteccionismo .....	155	11.5. Interdependencia y cooperación .....	335
5.7. La economía política de la política comercial .....	163	11.6. Interdependencias y coordinación: un repaso histórico .....	339
5.8. Libre comercio o protección: el aspecto estratégico .....	165	<b>Capítulo 12. El sistema financiero internacional .....</b>	<b>355</b>
<b>Capítulo 6. Integración comercial .....</b>	<b>169</b>	12.1. Los flujos financieros internacionales .....	355
6.1. Procesos de integración regional .....	169	12.2. Evolución del sistema financiero internacional .....	360
6.2. Evaluación de los procesos de integración regional .....	174	12.3. Crisis monetarias y ataques especulativos .....	363
6.3. Costes y beneficios de los procesos de integración .....	178	12.4. Algunos datos de la financiación y deuda internacional de los países en desarrollo .....	374
6.4. La dinámica de los mercados integrados .....	182	12.5. El debate sobre la apertura financiera .....	379
6.5. Integración comercial y otras políticas .....	195	12.6. Algunas propuestas de reforma de la «arquitectura financiera internacional» .....	381
<b>Capítulo 7. El sistema de comercio mundial .....</b>	<b>199</b>	<b>Capítulo 13. Integración monetaria .....</b>	<b>391</b>
7.1. Introducción .....	199	13.1. Los procesos de integración monetaria .....	391
7.2. Las reglas del comercio mundial: del sistema GATT a la OMC .....	200	13.2. El camino a la integración monetaria en Europa: ¿un mercado, una moneda? .....	392
7.3. La agenda de las negociaciones comerciales internacionales .....	202	13.3. Compartir moneda: algunos argumentos obvios .....	396
7.4. Algunos hechos del comercio mundial .....	210	13.4. Los costes de compartir moneda: ¿es la UE un área monetaria óptima? .....	398
7.5. Regionalismo y multilateralismo .....	216	13.5. Las reglas de la moneda única europea .....	411
7.6. Unas consideraciones sobre el papel de la OMC .....	223	13.6. La dimensión internacional del euro .....	417
<b>Capítulo 8. Fundamentos de las economías abiertas .....</b>	<b>229</b>	<b>Capítulo 14. Economía internacional y crecimiento .....</b>	<b>423</b>
8.1. Los problemas macroeconómicos de las economías abiertas .....	229	14.1. Crecimiento y desarrollo en la economía mundial .....	423
8.2. El equilibrio de los agregados macroeconómicos en economías abiertas .....	231	14.2. Internacionalización y crecimiento .....	425
8.3. La balanza de pagos .....	236	14.3. Teorías del crecimiento y los aspectos internacionales .....	429
8.4. El tipo de cambio .....	241	14.4. ¿Convergencia o divergencia? .....	439
8.5. La paridad del poder adquisitivo .....	243	14.5. Comercio, geografía e instituciones en el desarrollo económico .....	444
8.6. Tipos de cambio y competitividad .....	248	<b>Capítulo 15. La economía política de la globalización .....</b>	<b>455</b>
<b>Capítulo 9. Tipos de cambio y sistemas de paridades .....</b>	<b>261</b>	15.1. Introducción .....	455
9.1. La determinación y las «reglas del juego» de los tipos de cambio .....	261	15.2. Globalización y desigualdades .....	458
9.2. Mercados de divisas: los factores comerciales .....	268	15.3. Globalización y pobreza .....	464
9.3. Mercados de divisas: factores financieros .....	276	15.4. Potenciación del capital humano: educación, salud, género .....	469
9.4. Tipos de cambio fijos <i>versus</i> tipos flexibles: un primer balance .....	284	15.5. Globalización y medio ambiente .....	472
9.5. Sistemas de paridades oficiales y efectivos .....	284	15.6. La economía política de la globalización .....	478
9.6. Regímenes cambiarios en países emergentes: unas reconsideraciones .....	287	<b>Índice analítico .....</b>	<b>483</b>
<b>Capítulo 10. Las políticas macroeconómicas en economías abiertas .....</b>	<b>293</b>		
10.1. Introducción .....	293		
10.2. Políticas monetarias y fiscales en economías abiertas .....	295		

# 8

## Fundamentos de las economías abiertas

### 8.1. LOS PROBLEMAS MACROECONÓMICOS DE LAS ECONOMÍAS ABIERTAS

En los Capítulos 2 a 7 el protagonismo de las relaciones internacionales lo han tenido los flujos comerciales. En los Capítulos 8 a 13 los problemas monetarios y financieros pasarán a primer plano, aunque, como ya indicamos en el Capítulo 1, será a menudo tan conveniente como necesario analizar la interacción de las cuestiones comerciales y financieras.

En las economías modernas los problemas monetarios y financieros forman parte del análisis macroeconómico de las economías abiertas. De hecho, la Macroeconomía, como la parte de la Economía que trata de los agregados económicos (como el PIB, la inflación o el desempleo), nació como un tratamiento de las economías bastante cerradas de los años treinta, en que las restricciones comerciales y la movilidad de capitales configuraron una respuesta a la crisis iniciada en 1929 que seguramente agravó la magnitud inicial de la recesión. No es de extrañar que la obra pionera de la Macroeconomía —la *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, de John M. Keynes, de 1936— apenas contuviese referencias a los problemas internacionales en ese contexto de «repliegue» hacia la «Autosuficiencia Nacional», por parafrasear otros textos de Keynes. Como ya mencionamos en el Capítulo 1 y retomaremos a partir de ahora, esta fase histórica comprendida entre la Primera y la Segunda Guerra Mundial supuso la ruptura de la tendencia a la internacionalización observada con fuerza desde las décadas finales del siglo XIX y retomada en las últimas décadas del siglo XX. Por eso, paulatinamente la Macroeconomía fue incorporando los principales ingredientes de las economías abiertas.

Como veremos en la Sección 8.2, la condición de equilibrio del flujo circular de la renta se modifica cuando se incorporan las transacciones entre una economía nacional y el resto del mundo, apareciendo tanto las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios como los flujos de financiación internacionales. El registro sistemático de las transacciones de una economía con el resto del mundo se documenta en la balanza de pagos, que, como muestra la Sección 8.3, es no sólo un documento contable, sino también una pieza de análisis importante del papel de un país en los flujos comerciales y financieros internacionales.

En una macroeconomía abierta no sólo los flujos comerciales y financieros tienen características que los hacen económica y sociopolíticamente diferenciables de las transacciones estrictamente internas, domésticas o nacionales (al igual que el comercio, los movimientos financieros «excitan» las dinámicas de «los nuestros y los otros» a la hora de depender de inversiones extranjeras, o en función de que la retirada de determinadas inversiones exteriores produzca efectos más o menos graves sobre la economía nacional), sino que típicamente las transacciones internacionales suelen implicar una pluralidad de monedas, ya que la moneda en que habitualmente opera el comprador de una importación o el receptor de una inversión extranjera es diferente de la moneda en que opera el vendedor o el inversor extranjero. Ello implica que para que la transacción pueda llevarse a cabo es preciso que exista un mecanismo para que se produzca la «conversión» de unas monedas en otras, lo que requiere unos mercados específicos —los mercados de divisas— y unos precios específicos —los tipos de cambio.

Estos precios y mercados requieren asimismo unas «reglas del juego» que configuran los sistemas monetarios y financieros internacionales de los que un aspecto muy relevante y objeto de discusión son los mecanismos para intentar estabilizar o no estos mercados y precios, mediante lo que se denominan sistemas de paridades. En todo caso, la inexistencia del equivalente a un «banco central mundial» que desempeñan en este ámbito monetario y financiero el papel de supervisión y autoridad que desempeñan los bancos centrales nacionales a escala de cada país plantea unas problemáticas específicas, entre las cuales los episodios de inestabilidad internacional han merecido —y merecen— especial atención.

En todo caso, a medida que los países van incrementando su grado de internacionalización se va haciendo evidente que las políticas macroeconómicas inicialmente diseñadas para economías básicamente cerradas a las que se superponían unas exportaciones e importaciones y unos flujos financieros limitados van quedando rápidamente desbordadas por nuevas realidades en que la internacionalización no puede ser un «añadido» al estudio de una economía cerrada, sino que debe situarse desde un inicio en la discusión y evaluación de los márgenes de maniobra de las políticas macroeconómicas en economías abiertas. Las políticas monetarias y fiscales, así como los intentos de controlar el tipo de cambio y los efectos de sus variaciones, configuran el análisis de las políticas macroeconómicas en economías abiertas en las que esta dimensión internacional a veces amplía las posibilidades (por ejemplo, al permitir acceder al ahorro exterior cuando el ahorro nacional es insuficiente para las oportunidades de inversión domésticas), pero asimismo impone en otros casos severas restricciones (como cuando, por acción del «trilema de economías abiertas», los márgenes de autonomía de la política monetaria se reducen en la medida en que el país trate de mantener tipos de cambio estables).

En este Capítulo 8 estudiaremos los aspectos más básicos del funcionamiento de las macroeconomías abiertas, para centrarnos en el Capítulo 9 en el funcionamiento de los diversos sistemas de paridades y en el Capítulo 10 en el funcionamiento de las políticas macroeconómicas en economías abiertas. El Capítulo 11 sistematiza algunos de los principales «mecanismos de transmisión» en estas economías abiertas y el Capítulo 12 sistematiza el papel del sistema financiero internacional y afronta el tema especialmente delicado de la presunta fragilidad o inestabilidad del sistema financiero internacional, especialmente visible en los episodios de «crisis financieras» que han sido frecuentes en las últimas décadas, generando tanto intentos de explicación como propuesta de reforma de la denominada «arquitectura del sistema financiero internacional». El Capítulo 13 —en paralelo al Capí-

tulo 6 — estudia la problemática de la integración monetaria, es decir, de la sustitución de una pluralidad de monedas entre varios países por una moneda única o compartida, siendo la puesta en marcha del euro el caso más relevante en la actualidad.

## 8.2. EL EQUILIBRIO DE LOS AGREGADOS MACROECONÓMICOS EN LAS ECONOMÍAS ABIERTAS

### 8.2.1. Una formulación básica

Imaginemos una economía muy rudimentaria en la cual la única actividad consistiese en que unas personas trabajan para obtener unos bienes que consumen en el mismo período (en el mismo año, por ejemplo). Hablaríamos de «equilibrio» si nada induce ni conduce a alterar la cuantía de trabajo y consumo. Suponiendo una organización más «moderna», podríamos considerar que en esa economía las «familias» prestan sus servicios laborales a las «empresas» a cambio de una retribución, que gastan en adquirir todos los bienes de consumo que la empresa produce. Esta formulación configura un «flujo circular de la renta» entre familias y empresas que está en equilibrio, ya que la cuantía de lo que se entregan recíprocamente empresas y familias se mantiene inalterada. ¿Qué puede alterar ese equilibrio? Por un lado, que las familias decidan no destinar todos sus ingresos a comprar bienes de consumo, sino que decidan «ahorrar». Ello supone una detracción del flujo circular de la renta. Por otra parte, las empresas pueden recibir pedidos, no de los consumidores, sino de otras empresas interesadas en adquirir bienes de inversión. Ello supone una entrada en el flujo circular de la renta. Ahora es lógico definir una situación de equilibrio cuando estas entradas (inversión,  $I$ ) en el flujo circular igualen a las salidas (ahorro,  $S$ , de *saving* en inglés).

Si complicamos nuestra economía introduciendo el sector público, nos aparecerá una nueva entrada en el flujo circular: los pedidos que lleguen a las empresas procedentes del sector público, el gasto público,  $G$ . Y asimismo se incorpora una nueva salida, una cantidad que las familias no pueden gastar en comprar bienes a las empresas, los impuestos,  $T$ . La condición de equilibrio en el flujo circular es, como antes, la igualdad entre entradas y salidas, que ahora se concreta en:  $I + G = S + T$ .

Si añadimos finalmente las relaciones con el resto del mundo aparece una nueva entrada: los pedidos (compras) que llegan a las empresas nacionales procedentes del resto del mundo: las exportaciones,  $X$ . Y asimismo constatamos una nueva salida, un gasto de las familias que no va a las empresas nacionales, sino a las extranjeras, las importaciones,  $M$ . Ahora la condición de equilibrio, entradas = salidas, se formula:

$$I + G + X = S + T + M$$

que puede reescribirse como:

$$(S - I) + (T - G) = (X - M)$$

La suma  $(S - I) + (T - G)$  recoge, pues, el ahorro neto o capacidad de financiación del país, que ha de ser igual al préstamo neto al exterior. Si tal suma es negativa, refleja una necesidad de financiación del país, que se ha de cubrir con préstamos exteriores, como por ejemplo en 2003, en que España presentó una necesidad de financiación del 2% del PIB, prácticamente toda equivalente a las necesidades del sector privado. Cuando tal suma

es positiva, como fue en España en 1997, con una aportación negativa del sector público (déficit de ahorro público) del -2,6% del PIB, más que contrarrestado por el resto de sectores (familias, empresas financieras y no-financieras) del 4,2% del PIB, existe capacidad de préstamo al exterior.

Como se ha dicho, el término  $(S - I)$  expresa el ahorro neto del sector privado y el término  $(T - G)$  el ahorro neto del sector público. La contribución de ambos términos a la necesidad/capacidad de financiación o préstamo puede ser muy diferente. Así, en España, en 1993, la discrepancia entre las aportaciones del sector público y del sector privado llegó a ser notable, con la necesidad de financiación de aproximadamente un 1% del PIB que era la resultante de un valor de  $(T - G)$  en torno al -7% del PIB, mientras que  $(S - I)$  tomaba un valor positivo cercano al 6% del PIB.

El término  $(X - M)$  representa el superávit (déficit si es negativo) «por cuenta corriente» y tiene como contrapartida en las cuentas exteriores (balanza de pagos) o bien transferencias de capitales, o sobre todo movimientos de capital; en el caso de superávit comercial, la contrapartida son fondos que se prestan al resto del mundo y que implican adquirir activos (derechos) sobre el exterior: es el préstamo neto al exterior; en caso de déficit por cuenta corriente, la contrapartida es la entrada de capitales (o la salida de reservas oficiales), lo que aumenta la posición pasiva (o disminuye la activa) de nuestra economía: es el préstamo neto del exterior. Para España, ese préstamo neto del exterior (valor negativo de  $X - M$ ) alcanzó en 1991 y 1992 una cuantía superior al 3% del PIB (alta en términos comparativos internacionales), que se había transformado en 1997 en un valor positivo del 1,5% del PIB (préstamo neto de España al exterior, traducido básicamente en inversiones en América Latina), habiendo retornado el 2003 a una necesidad de financiación del 2% del PIB.

Internacionalmente la posición de la balanza por cuenta corriente (aproximadamente el mismo indicador) de Estados Unidos se situaba aproximadamente en 2003 en un -5% de su PIB, mientras que la eurozona presentaba un superávit del 0,4% de su PIB. Esta posición europea más cercana al equilibrio que Estados Unidos se esgrime de forma sistemática como uno de los argumentos a favor de un papel —a medio plazo— del euro como moneda de referencia internacional competitiva con el dólar USA.

Para un país con excedente de ahorro privado, la condición de equilibrio puede escribirse como

$$S = I + (G - T) + (X - M)$$

que indica cómo el ahorro privado nacional puede financiar la inversión privada nacional, el déficit público o ser prestado al extranjero.

Para países con importante déficit público, como en los últimos años de nuevo Estados Unidos, es ilustrativo escribir:

$$I + (G - T) = S + (M - X)$$

que expresa cómo la inversión privada y el déficit público absorben los fondos de financiación que suministran el ahorro privado y el préstamo procedente del resto del mundo.

## 8.2.2. Varias interpretaciones

Esta última formulación está en la base de la teoría de los «déficit gemelos», que muestra cómo si la inversión y el ahorro privados no varían sustancialmente, el déficit público y el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente son las dos caras de una misma moneda. Esta formulación se ha tratado de dotar de contenido de causalidad para explicar la magnitud y persistencia de los déficits comerciales de Estados Unidos —o hasta hace unos años también España— en términos de déficit público. Pero la relación macroeconómica no implica necesariamente causalidad en un solo sentido. Se podría replicar que el déficit comercial responde a un auge de la inversión privada que el ahorro nacional no alcanza a financiar. Incluso se llega a afirmar, en el caso de Estados Unidos, que es la necesidad de financiación de la economía nacional la que origina el déficit por cuenta corriente, y no al revés. Aunque asimismo se podría poner el énfasis precisamente en la insuficiencia del ahorro privado nacional y en la necesidad de incrementarlo para corregir el déficit exterior.

Como tantas veces en Economía (y en la vida), un mismo fenómeno, en este caso un valor positivo de  $(I - S)$ , tiene varias «lecturas»: la positiva lo atribuye a la expansión inversora, la negativa a la insuficiencia de ahorro. Recuerde que la contabilidad de los agregados macroeconómicos manifiesta los fenómenos, las «asociaciones en el tiempo», pero no explica las relaciones causales, que requieren profundizar en el análisis. Y también nos recuerda un principio de sentido común —lo que no obsta a que con frecuencia se olvide— en Economía: que la interpretación de un indicador puede merecer valoraciones diferentes y tener efectos diferentes en función de las causas profundas que lo hayan producido.

Si incorporamos explícitamente el hecho de la distinción entre PIB y PNB, derivada del hecho de que el PNB recoge las retribuciones percibidas por los factores de producción nacionales, mientras el PIB recoge los ingresos generados en el territorio nacional, de modo que:

$PNB = PIB + \text{rentas de factores nacionales en el extranjero} - \text{rentas de factores extranjeros en el interior del país}$

Como veremos en la Sección 8.3, la balanza de rentas, dentro de la balanza por cuenta corriente, recoge estas diferencias entre PNB y PIB.

Si, para simplificar, suponemos que un país tiene una posición acreedora por valor de  $B$  frente al resto del mundo —o deudora si  $B$  es negativa— siendo el tipo de retribución que percibe —o paga, si es deudora— el dado por un «tipo de interés mundial»,  $r^*$ , de modo que:

$$PNB = PIB + r^*B$$

Y la balanza por cuenta corriente, CC, incluyendo la comercial y la de rentas, es:

$$CC = (X - M) + r^*B = \text{Ahorro nacional} - \text{Inversión nacional}$$

Para los países de América Latina y el Caribe, los datos de CEPAL (2004) muestran desde hace pocos años unas nuevas pautas. En efecto, hasta 2001 la inversión interna bruta estaba por encima del ahorro interno. Era directamente aplicable el argumento acerca de la necesidad o conveniencia de suplementar el ahorro doméstico con recursos procedentes del resto del mundo. Así, por ejemplo en 1998 una inversión interna bruta del 22%

del PIB se financiaba con un ahorro interno del 19,4% del PIB que —viéndose reducido por unas rentas menos transferencias netas al extranjero del 1,8% del PIB— se complementaba con un ahorro externo del 4,3% del PIB. En cambio, datos preliminares de CEPAL para 2004 señalan que una inversión del 18,7% del PIB se estaría financiando con un ahorro interno del 21%, reducido por unas (rentas - transferencias) netas de 1,4 puntos y dejando así un «ahorro externo negativo» cercano al 1% del PIB. Una de las cuestiones abiertas del funcionamiento del sistema financiero internacional es precisamente el sentido y la forma en que periódicamente se producen estas transferencias de recursos desde países en desarrollo a los que prestan, más allá obviamente de que tarde o temprano los préstamos hay que devolverlos. Volveremos sobre estos temas en el Capítulo 12.

### 8.2.3. Movilidad de capitales: la paradoja Feldstein-Horioka

Esta formulación permite asimismo evaluar la relevancia de los movimientos internacionales de capital. En un importante estudio, Feldstein y Horioka (1980) detectaron una estrecha correlación entre las tasas de inversión doméstica (privada + pública) y ahorro doméstico (privado + público), que dejaría «escasa» relevancia a los movimientos internacionales de capitales, ya que si  $(I + G)$  varía en estrecha correlación con  $(S + T)$  el «papel económico» de  $(X - M)$  se ve minorado. Ello supuso una cierta sorpresa —de hecho, se viene hablando desde entonces del «puzzle» o la paradoja Feldstein-Horioka— ante la percepción ya entonces de una gran movilidad internacional de capitales. Pero sus datos eran de 1960-1974. Tal relación parece debilitarse con datos más recientes.

Feldstein y Horioka estimaron la relación siguiente, siendo  $I/Y$  la tasa de inversión sobre el PIB y  $S/Y$  la tasa de ahorro del país, un término de error, y  $a$  y  $b$  sendos parámetros, con el papel relevante para  $b$  interpretado como el «coeficiente de retención nacional de ahorro»:

$$\frac{I}{Y} = a + b \left( \frac{S}{Y} \right) +$$

Y en un entorno de elevada movilidad se esperaría un valor del «coeficiente de retención nacional del ahorro» bajo, mientras que la movilidad muy limitada se traduciría en un valor de  $b$  cercano a 1, como inicialmente se obtuvo. Pese a las percepciones de la época de alta movilidad de capitales, las estimaciones iniciales situaron a  $b$  cercano a la unidad.

Se han dado múltiples explicaciones tanto de los resultados iniciales y el escaso papel que concedían a la financiación internacional, como a la mayor presencia de ésta en las estimaciones más recientes. En el primer grupo de factores explicativos —acerca de la alta correlación entre  $S$  e  $I$  nacionales— aparecían nuevas versiones del fenómeno ya comentado de la «insularidad» (en este caso concretado en que los ahorradores nacionales preferirían, por motivos de conocimiento, información y control, financiar inversión nacional más «cercana»), así como la búsqueda de relaciones comunes del ahorro y la inversión con terceros factores determinantes de ambas —como el nivel de ingresos o su crecimiento, o factores demográficos, que podrían hacer aparecer correlaciones estadísticas notables entre ahorro e inversión nacionales. Asimismo, cuando se constata que aunque un año o varios se pueda desconectar el ahorro nacional de la inversión nacional a

medio y largo plazo existe la restricción intertemporal—tanto para las personas como para los países— que limitaría la magnitud de los desequilibrios financieramente sostenibles.

Entre el segundo grupo de explicaciones —por qué la paradoja Feldstein-Horioka se relaja en los últimos tiempos— se mencionan las alteraciones en la distribución de la renta mundial generada por los *shocks* del petróleo, y los efectos del crecimiento del sistema financiero internacional para responder a esos desequilibrios, dando lugar a mayores flujos internacionales de capital. Originaría un cierto incremento de la contribución de los movimientos internacionales de capitales, que posibilitaría financiación de desequilibrios por cuenta corriente más amplios, es decir, se daría una mayor facilidad de financiación en una economía mundial globalizada financieramente, con la ayuda de la revolución informática y de las comunicaciones. Ello habría permitido que los desequilibrios de los países más significativos, Estados Unidos, Japón y Alemania, pasasen de representar (en promedio y en valores absolutos) un 1% del PIB en 1971 a casi el 3% en 1988. Y en general, en el período 1960-1973 los desequilibrios, en valor absoluto, de las balanza por cuenta corriente de una muestra representativa de países habrían sido —según los datos que sintetizan Obstfeld-Taylor (2004)— del 1,3%, para pasar al 2,2% entre 1974-1989 y al 2,6% entre 1989-2000.

Con todo, algunos elementos de cautela. Ciertamente la diversificación observada en las carteras de los inversores seguiría estando sustantivamente por debajo de lo que implicaría una plena integración financiera, manteniendo el denominando «sesgo nacional de acciones» (*home equity bias*). Por otra parte, constar, como hacen reiteradamente los autores citados, que financiar déficit por cuenta corriente —o eventualmente colocar superávit— sigue sin ser más fácil que a principios del siglo xx y en todo caso los actuales países en desarrollo parecen estar por detrás de los que emergieron hace un siglo (Estados Unidos, Canadá, Australia, por ejemplo) en las posibilidades de amplio acceso a financiación exterior, entre otras cosas porque el papel de Gran Bretaña como prestamista de entre un 25% y un 40% de su ahorro nacional no lo ejerce Estados Unidos en el presente.

Con todo, como veremos con más detalle en el Capítulo 12, parece claro que, en perspectiva histórica, ha aumentado mucho en las últimas décadas la movilidad internacional de capitales que se traduce en «flujos brutos», es decir, movimientos que buscan reducir riesgos o aprovechar oportunidades a corto plazo, pero en cambio el papel de los flujos financieros como financiadores sostenidos de desequilibrios ahorro/inversión —o que se denominan «flujos netos» de capitales— se habría movido de forma mucho menor. Varios autores han documentado cómo las tasas de financiación exterior mediante flujos netos no serían en la actualidad mayores que en la fase de globalización de finales del siglo xix y principios del xx. Pero asimismo se constata que los «coeficientes de retención del ahorro» estarían alejándose de 1 —lo que implica más movilidad también en términos de flujos netos— y habrían alcanzado valores muy bajos recientemente en el seno del mercado financieramente integrado de los países de la Unión Europea —por debajo de 0,2— y asimismo se habrían reducido a cerca de 0,4 para los países emergentes del Este de Asia, mostrando valores más cercanos a 1 todavía tanto América Latina como el resto de Asia.

El resultado para la zona euro es especialmente interesante. Blanchard-Giavazzi (2002) analizan la evolución de los coeficientes, obteniendo que para los países de la OCDE en su conjunto —incluyendo los más recientes, como México y Corea— se mantendría cercano a 0,58, pero habría descendido para los países de la zona euro de un valor 0,41 entre 1975-1990 a otro tan bajo como 0,14 entre 1991-2001. Los autores hablan en el título de su artículo del «final del puzzle Feldstein-Horioka» vinculándolo a

la puesta en marcha de un área financieramente integrada con un mecanismo tan creíble de estabilidad cambiaria como compartir moneda, lo que permitiría a los países con más perspectivas de crecimiento sostener déficit por cuenta corriente que en otros contextos serían insostenibles. Lo que ello pueda significar para los flujos de ahorro e inversión en una futura extensión del euro a los países de la ampliación de 2004 es un tema a debatir.

### 8.2.4. El enfoque absorción

Una reformulación final deriva de la constatación de que la parte de renta (Y) que las familias no consumen (C) es precisamente la que destinan a impuestos (T) y ahorro (S), de modo que  $Y - C = S + T$ . Sustituyendo S + T en la condición de equilibrio obtenemos, denominando absorción, A, a la suma de consumo, inversión y gasto público de los residentes en un país:

$$Y = C + I + G + (X - M) = A + (X - M)$$

de modo que el saldo de la balanza comercial puede interpretarse en términos de la diferencia entre producción (renta) y absorción (gasto o demanda nacional) agregados de la economía:

$$X - M = Y - A$$

Los países para los cuales la absorción es superior a la producción,  $A > Y$ , incurrir en un déficit por cuenta corriente que requiere ser financiado por el resto del mundo. Esta absorción superior a la producción sería una contrapartida de lo que el saber popular denomina «vivir por encima de las posibilidades», lo que requiere, en los países como en las personas, recurrir a financiación externa... mientras el deudor merezca confianza. Observe que este «vivir por encima de las posibilidades» es muy diferente de lo que en los Capítulos 2 a 4 era acceder a una combinación de consumo por encima de la de producción, ya que entonces los intercambios exteriores podían estar equilibrados —y en nuestro análisis lo estaban— y los habitantes de un país se beneficiaban del comercio sin necesidad de incurrir en desequilibrios. En el Capítulo 10 volveremos a utilizar el concepto de absorción para analizar la búsqueda simultánea del equilibrio interno y externo en una economía.

Esto pone de relieve cómo los desequilibrios comerciales, y eventualmente su corrección, están estrechamente vinculados al equilibrio macroeconómico global del país, de modo que el sector exterior no es algo que pueda considerarse algo adicional, relativamente «aparte», de la economía interna, como suponían los manuales de Economía... y los políticos de hace no mucho tiempo.

### 8.3. LA BALANZA DE PAGOS

La balanza de pagos es el documento que refleja de manera sistemática todas las transacciones de una economía con el resto del mundo. Para ilustrar su estructura e interpretación utilizaremos como referencia la Balanza de Pagos de España para 2003, tal como la presenta el Banco de España, siguiendo la metodología internacionalmente aceptada de

la 5.ª edición del *Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional*. Se recomienda vivamente a los lectores extrapolar los comentarios que siguen a las ediciones más recientes de su balanza de pagos nacional. Más adelante el Recuadro 8.1 repasa la balanza de pagos conjunta de América Latina.

La cuenta corriente de la balanza de pagos tiene como primer ingrediente la balanza comercial, que recoge los ingresos por exportaciones de bienes y los pagos por importaciones de bienes. En 2003 esta balanza experimenta un «déficit comercial» de 37.000 millones de euros —equivalente al 5,1% del PIB, una cifra de cierta importancia en términos comparados—, ampliándose la cifra negativa respecto al año anterior, como resultante de un crecimiento de las importaciones algo superior al de las exportaciones. La debilidad de la economía europea, principal destino de las exportaciones españolas, así como el mantenimiento de un diferencial de inflación que hace que los productos españoles continúen progresivamente encareciéndose algo más que los de la zona euro, pueden ser los principales factores explicativos de esta evolución de la balanza comercial.

La balanza de servicios alcanzó un superávit de 27.000 millones de euros —un 3,7% del PIB, un nivel apreciable pero el más bajo desde 1999— resultado, como siempre en el caso español, del superávit en la partida de turismo y viaje que más que compensa los déficit en otros servicios.

La balanza de rentas recoge las retribuciones de factores productivos nacionales en el extranjero y extranjeros en España, tanto del factor trabajo como de las rentas de inversión. En los países que son destino neto de inversión extranjera, como España, los pagos por rentas de inversión dominan esta balanza, aunque en los últimos tiempos la posición inversora de algunas empresas españolas —especialmente en América Latina— ha hecho que también los ingresos por este concepto alcancen niveles relevantes.

Las transferencias corrientes recogen principalmente los ingresos y contribuciones corrientes de España a la UE —como las transferencias del Fondo Social Europeo y del FEOGA— garantía, es decir, del mecanismo de ejecución de la Política Agrícola Común, así como las remesas de los inmigrantes a sus familias en el extranjero, de creciente peso dado el papel de la inmigración que llega a España en los últimos tiempos.

La suma de estas cuatro balanzas (comercial, servicios, rentas y transferencias corrientes) configura la posición o balanza por cuenta corriente, que fue en España en 2003 negativa por más de 20.000 millones de euros, un 2,8% del PIB.

Por su parte, la cuenta de capital recoge la evolución de las transferencias de capital, que en el caso de España principalmente son los flujos de transferencias de la UE englobadas por Fondos como el de Desarrollo Regional (FEDER) o los Fondos de Cohesión, de los que España es el principal receptor, suponiendo esa partida el 1,2% del PIB en 2003. Como es sabido, uno de los problemas que plantea la ampliación de la UE de 2004 es que España pierde buena parte de su posición relativa para tener derecho a tales fondos.

Para evitar alguna confusión conviene explicitar que anteriormente se denominaba cuenta de capital al registro de las transacciones financieras internacionales, lo que ahora se denomina «cuenta financiera».

La suma de las balanzas por cuenta corriente y de capital es económicamente importante porque configura, si es positiva, la capacidad de financiación de un país frente al resto del mundo, y si es negativa, la necesidad de financiación que el país tiene ante el resto del mundo. En el caso de España, en 2003 tuvo una necesidad de financiación de 12.000 millones de euros, un 1,6% del PIB —algo más que en 2002.

**Cuadro 8.1.** *Balanza de Pagos de España 2003 (cifras en millones de euros)*

	Ingresos	Pagos	Saldo
Cuenta corriente	246.331	267.159	-20.627
Balanza comercial	141.017	178.860	-37.843
Servicios	67.903	40.638	27.265
Turismo y viajes	36.871	7.315	29.556
Otros servicios	31.032	33.323	-2.291
Rentas	21.812	32.398	-10.586
Del trabajo	455	399	56
De la inversión	21.357	31.999	-10.642
Transferencias corrientes	15.599	15.263	336
Cuenta de capital	9.699	937	8.762
Cuentas corriente + capital	256.031	268.096	-12.065
	Variación neta de pasivos VNP	Variación neta de activos VNA	Saldos VNP-VNA
Cuenta financiera			17.639
Excluido Banco de España			16.059
Inversiones directas		20.709	1.995
De España en el exterior			-20.709
Del exterior en España	22.705		22.705
Inversiones de cartera		65.864	-30.069
De España en el exterior			-65.864
Del exterior en España	35.795		35.975
Otras inversiones		16.881	47.495
De España en el exterior		16.881	-16.881
IFM		9.856	-9.856
Administraciones públicas		342	-342
Otros sectores residentes		6.683	-6.683
Del exterior en España	64.376		64.376
IFM	56.147		56.147
Adm. públicas	-1.448		-1.448
Otros sectores residentes	9.677		-9.677
Derivados financieros			-3.361
Banco de España			1.574
Reservas			13.626
Activos frente al eurosistema			4.382
Otros activos netos			-16.433
Errores u omisiones			-5.568

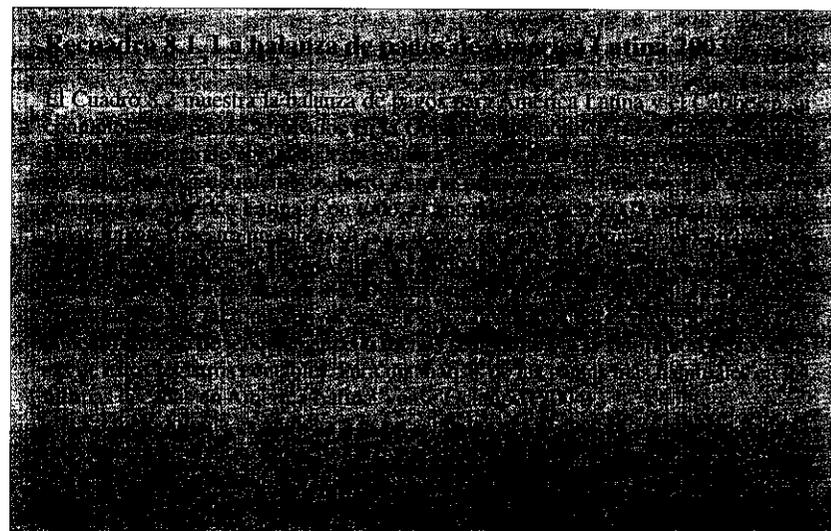
Fuente: Banco de España, *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España 2003*, pág. 133. Banco de España, 2004.

La forma de cubrir esta necesidad de financiación —o en caso de capacidad de financiación la forma de aplicarla— se recoge en la cuenta financiera de la balanza de pagos. Se presentan sus ingredientes bien como variaciones de activos de la economía española frente al exterior (VNA) resultantes de las inversiones españolas en el exterior o en general incremento de la posición acreedora de residentes sobre el resto del mundo (inversiones de empresas españolas en América Latina, adquisiciones por fondos de inversión españoles de valores extranjeros, etc.), o bien como variación de pasivos frente al exterior (VNP), asociados a inversiones extranjeras que adquieren directamente o a través de participaciones financieras propiedades o derechos sobre la economía española. Un

aspecto técnico que requiere comentario es que las variaciones de activos frente al exterior figuran con signo negativo en la columna «saldos» (incluyendo los casos de aumento de reservas del Banco de España), ya que son «salidas o exportaciones» de capitales o financiación, en la medida en que desde España la acumulación de activos netos frente al resto del mundo (divisas, acciones, bonos, etc.) supone «prestar recursos». Análogamente, las entradas de capitales o la recepción de financiación (incluida la reducción de reservas del Banco de España, que disminuye la posición activa frente al resto del mundo) aparecen con signo positivo en el «saldo» de la cuenta financiera, aunque suponen incrementar los pasivos netos de la economía española frente al resto del mundo.

En la cuenta financiera se distingue entre inversiones directas, inversiones en cartera y otras inversiones, primordialmente préstamos, depósitos y otros instrumentos financieros como repos. Los datos de España para 2003 muestran el papel especialmente activo de esta «otra inversión» canalizada a través de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), esencialmente bancos y cajas de ahorro. Las «entradas de capitales» por esta vía —mediante captación de depósitos por parte de las IFM españolas frente a otras entidades de la zona euro y a los mayores depósitos de no residentes— supusieron más del 6% del PIB, de modo que cubrieron no sólo la «necesidad de financiación» de la economía española, sino también las salidas netas de inversiones en cartera. La inversión directa, por su parte, siguió mostrando un saldo positivo — pese a la desaceleración tanto de la extranjera en España como de la española en el exterior.

Como consecuencia de la creciente inserción de una economía en el sistema financiero internacional es relevante el seguimiento de la posición de inversión internacional, dada por la diferencia entre el *stock* de activos de una economía frente al resto del mundo y el de pasivos de una economía frente al resto del mundo. En 2003, la posición neta de la economía española fue deudora por una cuantía equivalente al 46,5% del PIB — mayor que el 41,9% de 2002.



#### 8.4. EL TIPO DE CAMBIO

Cuando una empresa estadounidense vende una máquina a una compañía española, suele requerir el pago en dólares de Estados Unidos, ya que es en esa moneda en la que tendrá que pagar sus salarios, impuestos, etc., mientras que el comprador suele operar en euros. Para que la transacción pueda cerrarse es preciso transformar de alguna forma euros en dólares. La existencia de un mercado de divisas facilita estas operaciones. En ese mercado, el precio es el número de euros que hacen falta para obtener cada dólar, el tipo de cambio, expresado en euros por dólar, o, en general, unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera. Ésta es la convención denominada «europea» para definir los tipos de cambio nominales que nosotros seguiremos; naturalmente, podría expresarse el tipo de cambio de forma alternativa como el precio en dólares de un euro: unidades de moneda extranjera por cada unidad de moneda nacional; es el llamado «sistema británico». Tradicionalmente en España durante la vigencia de la peseta se utilizaba el sistema «europeo» (el tipo de cambio era X pesetas por dólar), pero desde la entrada en vigor del euro es habitual expresar el tipo de cambio mediante el sistema «británico»: X dólares por euro.

Una depreciación de la moneda nacional se traduce en un aumento de la cantidad de ésta que hace falta para adquirir una unidad de moneda extranjera; por ejemplo: el euro se deprecia al pasar el tipo de cambio de 1 euro/dólar a 1,25 euros/dólar (no debería generar confusión que se diga a veces que el tipo de cambio, e —de *exchange rate*— «aumenta», para referirse a que 1,25 es numéricamente mayor que 1); mientras que una apreciación del euro vendría recogida como un menor coste en euros de cada dólar (pasa, por ejemplo, de 1 a 0,80 euros/dólar) o, de manera equivalente, como un mayor precio en dólares por euro, ya que  $1/0,80 = 1,25$  dólares por euro es mayor que  $1/1 = 1$  dólares/euro.

Con el sistema «británico» de expresar los tipos de cambio esta ambigüedad no se produce: al pasar el tipo de cambio, por ejemplo, de 0,95 dólares/euro a 0,87 dólares/euro, la «cifra» disminuye al tiempo que el euro se desvaloriza.

No debería inducir tampoco a confusión oír hablar de depreciación o devaluación para referirse a formas alternativas en que una moneda pierde valor frente a otras. La diferencia radica únicamente en que se utiliza depreciación cuando la desvalorización procede esencialmente de las fuerzas de los mercados, mientras que la devaluación implica en alguna medida una decisión gubernamental o política. Pero los efectos económicos son los mismos. Análogo razonamiento es aplicable a la distinción entre revaluación y apreciación.

Los determinantes de los tipos de cambio siguen siendo una cuestión controvertida. A los estudiantes novatos de Economía se les advierte desde el primer día que resistan la tentación de contestar a la pregunta ¿qué hará la semana que viene el dólar, o el euro, o el peso?, cuando sus familiares y amigos quieran contrastar lo que «ya sabe de economía». Rudiger Dornbusch comparó en su día la evolución del dólar en los ochenta como fenómeno «pendiente de explicación» con la Gran Depresión. Pero el mismo autor ha escrito que bajo la piel de cualquier economista especialista en economía internacional yace algún tipo de creencia o confianza en la idea básica de la paridad del poder adquisitivo. La examinamos en la sección siguiente.

¿Por qué son importantes los tipos de cambio en las economías actuales?

Una primera razón, obvia, sería que los tipos de cambio son los precios relativos de las monedas nacionales, siendo estos precios relativos centrales a economías ampliamente

internacionalizadas. Pero hay que tener claro que el tipo de cambio no es sólo el precio de la «mercancía» dólar o peso frente a otra «mercancía» llamada euro o yen. El papel central de los tipos de cambio en las economías modernas deriva de dos consideraciones adicionales:

1. El tipo de cambio para un país incide sobre el precio relativo de todos los bienes y servicios fabricados en el país y/o cuyos precios se fijan en la moneda nacional en comparación a todos los bienes y servicios producidos en el extranjero y/o cuyos precios se fijan en monedas diferentes a la nacional. Por tanto, cuando se mueve el tipo de cambio no se altera sólo el precio de un billete en euros frente a otro en dólares, sino que se alteran miles de precios relativos entre todos nuestros bienes y servicios y los de todos nuestros competidores en la escena internacional. Cuando se aprecia el euro en principio se encarecen los productos cuyo precio se expresa en euros en comparación con los expresados en dólares USA o yuanes de China, con lo que inicialmente se alteran las pautas de competitividad en los mercados internacionales... y en los mercados interiores de la propia zona euro. Ello coloca a los debates sobre el impacto de las variaciones del tipo de cambio en la competitividad de los productos nacionales en un lugar central de la economía internacional, como veremos en este capítulo y los siguientes.
2. El tipo de cambio de un país asimismo incide en el atractivo relativo de todos los activos y pasivos financieros expresados en la moneda nacional en comparación con el de los activos y pasivos denominados en monedas extranjeras. Por tanto, variaciones en el tipo de cambio —o expectativas de variaciones— afectan a la facilidad o dificultad para colocar emisiones o instrumentos financieros de cualquier tipo en moneda nacional en las carteras de inversores internacionales —incluidos los de nuestro país... pese al «sesgo nacional» comentado en los epígrafes anteriores. Cuando se espera que se deprecie el euro o el peso frente al dólar es más difícil convencer a los inversores internacionales de que incluyan en sus carteras instrumentos denominados en euros, requiriéndose a menudo ofrecer tipos de rendimiento más elevados para «compensar» el riesgo o temor de desvalorizaciones de la moneda. Esta es la base del denominado «enfoque activos» del tipo de cambio y de la balanza de pagos. Volveremos sobre estas cuestiones en el Capítulo 9.

Por todo ello no hace falta insistir excesivamente en que los tipos de cambio son los precios relativos más importantes en las economías actuales internacionalizadas. No es de extrañar que sean noticia seguida con atención en todos los informativos del mundo. De hecho, todos los noticieros de todos los medios del mundo tienden a coincidir sólo en el suministro de información —varias veces al día— de la evolución de los principales tipos de cambio.

Mientras las monedas estuvieron vinculadas a contenidos en metales preciosos, por ejemplo porque los billetes de libra esterlina y de dólar eran convertibles en oro en el respectivo banco central, los tipos de cambio se vinculaban a la proporción de contenidos metálicos. Así, la clásica referencia de parte del siglo XIX de una paridad entre el dólar USA y la libra esterlina de 5 dólares por libra tenía que ver con los contenidos en oro de las acuñaciones emblemáticas de ambas monedas, cinco veces superiores en el caso de la esterlina. El problema de los tipos de cambio en sentido actual se plantea cuando tras la Primera

Guerra Mundial se suspende la convertibilidad de las principales monedas en metal precioso y en el período entre las dos guerras mundiales fracasan los intentos de restablecerla. Entonces hace falta un nuevo referente para establecer o racionalizar el valor de una moneda en términos de otra, especialmente a la vista de los diferentes comportamientos que habían seguido diferentes países en esa época de inestabilidad. Gustav Cassel presentó una aportación sensata y aparentemente sencilla según la cual el valor relativo de las monedas se vincularía a su poder adquisitivo, dando lugar a la conocida teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPP, por las siglas en inglés, *purchasing power parity*).

Algunas consideraciones conceptuales básicas de los tipos de cambio, como la distinción entre tipo de cambio nominal y real y la noción de tipo de cambio efectivo, se clarifican si antes presentamos el argumento básico de la PPP.

## 8.5. LA PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO

### 8.5.1. El argumento básico

Supongamos que una cesta de bienes típica (por ejemplo, la equivalente al consumo promedio de una familia en una semana) tiene un precio en España de 1 euro, mientras que la misma cesta (suponemos de momento que los gustos y los hábitos de consumo familiar son homologables) tiene en Estados Unidos un precio de un dólar. La noción intuitiva de tipo de cambio según la PPP es que este tipo de cambio será aquel para el cual un comprador esté indiferente entre adquirir la cesta de bienes en España pagando en euros o en Estados Unidos pagando en dólares. En este ejemplo concreto claramente el tipo de cambio de PPP es  $E(PPP) = 1$  euro/dólar.

Más allá de la definición, es importante tratar de ver en qué sentido este concepto de tipo de cambio de PPP tiene un componente de tipo de cambio de equilibrio. Para verlo supongamos que por alguna razón que no interesa por ahora —funcionamiento distorsionado, especulación, etc.— en el mercado de divisas se pueden intercambiar 0,5 euros por un dólar (y viceversa). El tipo de cambio «vigente en el mercado»,  $E(\text{mercado})$ , es diferente a  $E(PPP)$ , y en este ejemplo el mercado sobrevalora al euro e infravalora al dólar en comparación con la paridad de PPP. El efecto es que si alguien dispone en España de 5 euros puede adquirir cinco cestas («cinco semanas de consumo»). Pero no es su mejor opción, al menos si los costes de transporte son nulos. Efectivamente, en un mundo de libre comercio (e insistamos, costes de transporte insignificantes) también se podría cambiar en el mercado de divisas sus 5 euros por 10 dólares, y con ellos comprar en el mercado de Estados Unidos, es decir, importar 10 cestas. Un norteamericano que dispusiese de 10 dólares tiene las mismas opciones, y también preferiría comprar productos estadounidenses que españoles. Ello originaría un «desequilibrio comercial» en forma de una tendencia a importar productos estadounidenses, el país con el tipo de cambio de mercado infravalorado, y una correlativa tendencia a desalentar las exportaciones españolas (y de la eurozona), de modo que aumentaría la demanda de dólares y la oferta de euros, lo que en el mercado de divisas tendería a revalorizar al dólar y debilitar al euro... acercando con ello el tipo de cambio de mercado al de PPP.

Si en el mercado de divisas encontrásemos un tipo de cambio vigente de 1,25 euros/dólar —un tipo de cambio de mercado que sobrevalora ahora al dólar e infravalora

al euro respecto a E(PPP)— las cosas cambiarían: ahora, con 5 euros, el consumidor español podría adquirir las mismas cinco cestas en España, pero si tratase de importar se encontraría con que sus 5 euros «valdrían» sólo cuatro dólares y le permitirían adquirir cuatro cestas, menos que comprando en España en euros. Por contra, un consumidor norteamericano que dispusiese de 10 dólares podría adquirir 10 cestas en Estados Unidos, pero tendría la mejor opción de transformar sus dólares en 12,5 euros y adquirir 12,5 cestas (suponemos que no hay problemas en que las «cestas» no sean enteras) procedentes de España: sería una exportación española a Estados Unidos. Es fácil ver ahora que la tendencia del mercado de divisas sería incrementarse la demanda de euros y la oferta de dólares, acercando nuevamente el tipo de cambio de mercado al de PPP.

En ambas situaciones, todos los consumidores, independientemente de su país y moneda, tendrían un incentivo a adquirir los productos en uno de los países. Esta situación de «desequilibrio» no se produciría si el tipo de cambio fuese de 1 euro/dólar, ya que entonces a cada consumidor le sería indiferente dónde adquirir sus bienes (y en qué moneda pagarlos). El coste de la misma cesta sería equiparable en cualquier país y moneda del que se adquiriese y pagase. A esta situación ya hemos dicho que se la denomina paridad del poder adquisitivo (*purchasing power parity*, PPP en las populares siglas inglesas). Tiene un sentido de posición de equilibrio muy intuitivo. La determinación del tipo de cambio, de acuerdo con este principio, es la teoría de la PPP de los tipos de cambio.

Además, la discusión realizada hasta ahora nos ha puesto de relieve circunstancias en las que los productos de un país aparecen como relativamente más baratos o más caros que los de otro, es decir, ganan o pierden «competitividad». Enseguida volveremos sobre esta cuestión.

Observemos antes que la relación se establece entre los precios en cada uno de los países (monedas) y el tipo de cambio. Es la denominada «versión absoluta de la PPP». Así, siendo P el nivel de precios en nuestro país y P\* el del extranjero, y E el tipo de cambio expresado en unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera, la PPP implica:

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

Naturalmente, en el mundo real, pretender que una relación tan sencilla sea un buen indicador o predictor de la evolución del tipo de cambio es algo ingenuo. Y efectivamente en la práctica se constatan importantes desviaciones de los tipos de cambio respecto a lo que determinaría la PPP. ¿Por qué no se cumple «a rajatabla» la PPP?

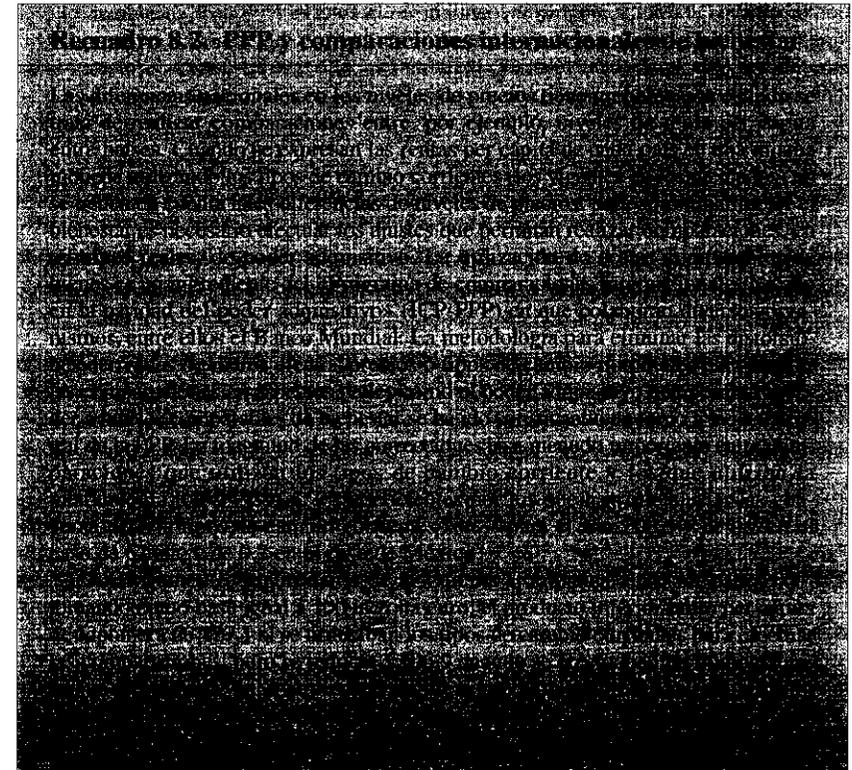
La primera respuesta es inmediata: se trata esencialmente de una tendencia a largo plazo que trata de recoger las fuerzas a lo largo del tiempo del mecanismo de «arbitraje» (incentivo que generan las diferencias de precios de la misma mercancía en dos países o lugares, de comprarla en el barato y venderla en el caro, tendiendo así a restablecer la igualdad de los precios). No cabe exigir a una teoría tan básica una precisión día a día.

Pero además existen otras razones de interés que alejan a los tipos de cambio de la PPP:

- a) La existencia de bienes y servicios denominados «no-comerciables». Como detalla el Epígrafe 8.6, la PPP tiende a cumplirse mejor con aquellos bienes expuestos al comercio y a la competencia internacionales (los llamados bienes comerciables). En cambio, no sucede así con aquellas otras mercancías protegidas o exentas de la competencia internacional (servicios personales, vivienda, etc.), llamadas no-comerciables.

- b) Costes de transporte. Pueden establecer «brechas» entre los precios de un producto en dos países sin por ello incentivar transacciones (generar «arbitraje»), si los costes de transporte más que contrarrestan la ventaja que podría suponer la diferencia de precio.
- c) Proteccionismo. Pueden impedir o encarecer de forma decisiva las transacciones que podrían sacar partido de las desviaciones respecto a la PPP. Si un artículo es en el país A un 25% más barato que en B, pero las importaciones desde A hacia B están gravadas por un arancel del 30%, no tendrá cuenta efectuar la transacción, y las diferencias de precios se podrán mantener.
- d) A corto y medio plazo, los mercados de divisas están sujetos a múltiples perturbaciones, procesos de ajuste, etc. La noción de equilibrio es una referencia teórica y el funcionamiento de los mercados de divisas como mercados de activos, como veremos más adelante, da lugar a trayectorias y desviaciones mucho más complejas que la sencilla y sensata regla de la PPP.

Pero existe una variante de la PPP que sí suministra, a la vista de los datos, una interesante aproximación. Se trata de la denominada versión relativa de la PPP.





### 8.5.2. Versión relativa de la PPP

Esta variante de la PPP se refiere, no a los niveles de las variables (precios o tipo de cambio), sino a su variación a lo largo del tiempo. En relación al ejemplo anterior, supongamos ahora que en España el año siguiente hay una inflación del 25% que eleva el precio de la cesta a 1,25 euros, mientras que en Estados Unidos no se experimentan cambios en los precios. Si el tipo de cambio se mantiene en la anterior PPP de 1 euro/dólar, es fácil comprobar cómo comprar productos españoles en euros se habrá hecho menos atractivo: con 5 euros sólo se adquieren 4 cestas, mientras que si se transforman en 5 dólares se pueden importar de Estados Unidos cinco cestas.

¿Qué ha sucedido? Esencialmente que el principio de la PPP requiere ahora que el tipo de cambio se acomode a la evolución de los precios y, por tanto, el nuevo nivel PPP sería de 1,25 euros/dólar. De no tener lugar paralelamente este proceso el euro quedaría sobrevalorado respecto a la PPP, con el mismo tipo de efectos cualitativos que en el ejemplo inicial cuando, con una PPP de 1 euro/dólar, se suponía  $e = 0,5$  euros/dólar: esta sobrevaloración o apreciación respecto a la PPP se traduce en una merma de competitividad de los productos del país.

¿Qué nos dice este ejemplo? Algo tan básico como que los países con una inflación superior a sus socios y competidores tienden a experimentar una depreciación de su moneda. Y para ser más precisos, el ejemplo anterior muestra que el porcentaje de depreciación (25%) se explica por el diferencial de inflación entre un país y otro (25% en España y 0% en Estados Unidos). Los datos tienden a corroborar, al menos cuando se trata de comparaciones a medio y largo plazo, este papel relevante de los diferenciales de inflación para explicar la tendencia de los países con inflación más alta a ver sus monedas depreciadas o a tener que aceptar periódicas devaluaciones. De hecho, la pérdida de valor de la moneda nacional actúa como un mecanismo de recuperación de la competitividad que el país pierde por el hecho de que sus productos se encarezcan respecto a los extranjeros.

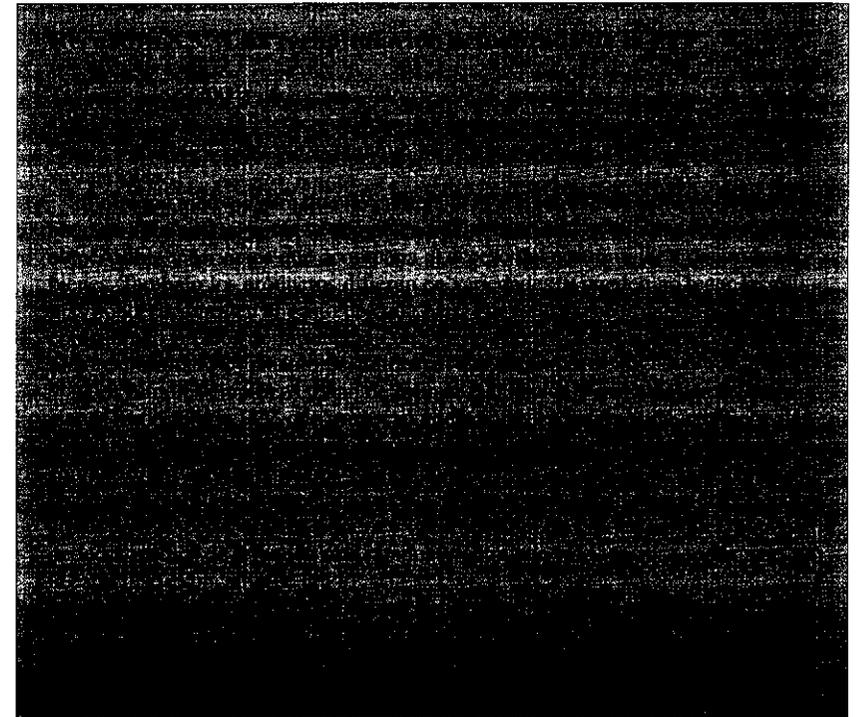
Esta relación es visible en los países con episodios importantes de inflación. En todo caso, esta relación configura el inicio del denominado «círculo vicioso» entre inflación y depreciación, ya que al menos señalado de que la mayor inflación requiere una depreciación se le superpone que esta devaluación tiende a encarecer los artículos importados y a través de ellos a retroalimentar tensiones inflacionistas. En los capítulos siguientes veremos algunas fórmulas para tratar de salir de este «círculo vicioso». En todo caso, señalar que los países que renuncian a las devaluaciones o depreciaciones —por ejemplo

adoptando tipos de cambio rígidos o incluso, como España, participando en el euro— están renunciando al mecanismo de devaluaciones o depreciaciones si siguen acumulándose diferenciales de inflación que deterioren la competitividad, lo que puede originar dificultades, como veremos asimismo en las secciones y capítulos siguientes.

Finalmente, otra forma de leer los principios de la PPP como determinante del tipo de cambio es asociar a su vez la determinación de los precios con la teoría cuantitativa del dinero, según la cual, a largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario vinculado al crecimiento de la masa u oferta monetaria,  $M$ , de modo que:

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

Una lectura de este «enfoque monetario del tipo de cambio» sería la conocida proposición de que si dos países desean mantener su tipo de cambio estable (o fijo) sus políticas monetarias no pueden diverger excesivamente. Y si un país desea unilateralmente mantener estable su paridad con otro país (como en los compromisos unilaterales de estabilidad, entre ellos las «anclas nominales», que comentaremos en el Capítulo 9), tiene que asumir la restricción de que su política monetaria (control de  $M$ ) no podrá diferir de la pauta establecida por el país que asume como referencia. En los Capítulos 10 y 11 este criterio nos será de utilidad.



## 8.6. TIPOS DE CAMBIO Y COMPETITIVIDAD

### 8.6.1. Tipo de cambio nominal y tipo de cambio real

De la discusión sobre la PPP hemos visto que la competitividad de los productos de un país está relacionada con la evolución tanto del tipo de cambio como con la de los precios en los países que se comparan. De ahí la distinción entre tipos de cambios *nominales*, los que se establecen en los mercados, por ejemplo, tantos euros por dólar, y tipos de cambio *reales*, que son los nominales ajustados por las diferencias de precios. Así, el tipo de cambio real entre el euro y el dólar de Estados Unidos viene dado por:

$$s = \frac{EP^*}{P}$$

siendo E el tipo de cambio nominal euro/dólar, P\* un índice de los precios en Estados Unidos y P un índice de precios en la zona euro.

Cuando se trata de discutir ganancias o pérdidas de competitividad, lo relevante son tipos de cambio reales. Una alteración del tipo de cambio nominal sólo equivale a una variación del mismo sentido y magnitud del tipo de cambio real si los precios en los países en cuestión varían en la misma cuantía, es decir, si P\*/P se mantiene inalterado. Un país puede ganar competitividad bien porque su moneda se deprecia (aumento de E), bien porque los precios extranjeros crecen más deprisa que los locales (P\* crece más que P). En los casos opuestos se pierde competitividad.

Observe que un cumplimiento a rajatabla de la PPP implicaría un tipo de cambio real constante,  $s = 1$ . Ello requeriría un papel continuamente acomodaticio del tipo de cambio nominal a la evolución diferencial de los precios, o bien una flexibilidad totalmente acomodaticia de los precios ante variaciones en el tipo de cambio nominal. Muchos estudios empíricos han constatado cómo con frecuencia la evolución del tipo de cambio real «sigue» la del tipo de cambio nominal, siendo la razón más clara las rigideces en los precios, al menos a corto y medio plazo. Por ello parece que las variaciones en los tipos de cambio nominales tienen efecto sobre los tipos de cambio reales, y se trata de evaluar en qué medida ello se traduce en impacto sobre la competitividad.

### 8.6.2. Tipos de cambio efectivos

Una primera cuestión a plantear es la competitividad de los productos de un país frente a otros productos originarios de un número más o menos amplio de países. ¿Cómo obtener

una medida de la competitividad de los productos de un país cuando sus productos compiten con los de otros muchos países? A veces el euro, o el peso, se aprecia frente a unas monedas y se deprecia simultáneamente frente a otras, o varía en magnitudes distintas frente a otras monedas. ¿Cómo obtener una medida sumaria del impacto de estas variaciones sobre la competitividad? Se trata de encontrar la idónea ponderación del comportamiento frente a cada moneda. La importancia de cada país en nuestro comercio exterior es una primera aproximación. Pero también hay que tener en cuenta que los países más similares en sus pautas de producción son los más estrechos competidores en los mercados mundiales, pese a que posiblemente su peso en el comercio recíproco sea escaso. Así, un país muy similar al nuestro podría tener escaso comercio bilateral con nosotros pero sería un fuerte rival en «terceros mercados» de modo que sería muy incorrecto ponderar la moneda de ese competidor sólo por el peso de nuestro comercio bilateral «directo». Por eso se utiliza un sistema denominado de «doble ponderación» que tiene en cuenta tanto el comercio bilateral como la competencia en «terceros mercados» a los efectos de las ponderaciones calcular el tipo de cambio *efectivo* real de una moneda.

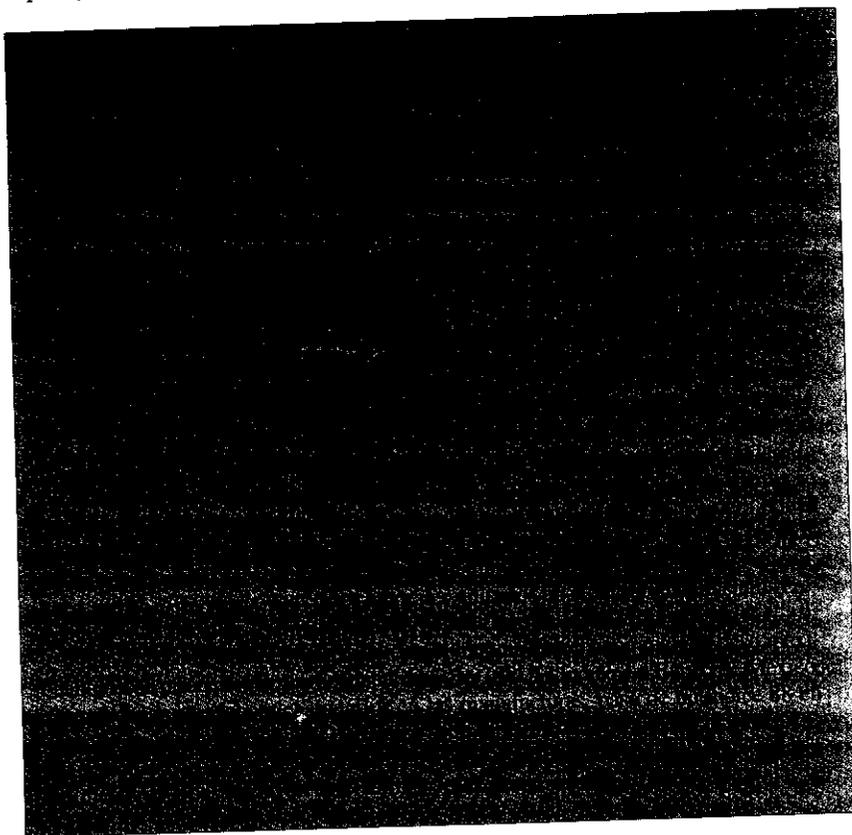
En el caso del euro, desde septiembre de 2004 se utiliza para calcular el tipo de cambio efectivo la información acerca de los flujos comerciales de 1999-2001, buscando reflejar el peso de cada socio-competidor tanto en el comercio bilateral como en la competencia en terceros países. Ahora la referencia básica publicada regularmente es el denominado EER-23: el tipo de cambio efectivo frente a 23 países que se consideran especialmente relevantes y que incluyen 12 socios comerciales clásicos de la zona euro (entre ellos Estados Unidos, Reino Unido, Suecia, Japón, Australia, Canadá, Suiza, etc.) más los 10 países incorporados a la UE en 2004 más China. En este concepto de EER-23 Estados Unidos pondera un 26%, Reino Unido un 19%, Japón un 11% y China casi un 7%, por delante de Suiza. Asimismo se publica regularmente el EER-42, que incluye a 19 países más entre los que las ponderaciones más significativas son las de Taiwan y Turquía (ambos con un 2% del EER-42), con Rusia, Brasil, India y México superando el 1%.

### 8.6.3. Tipos de cambio efectivos reales

¿Qué índices de precios son los relevantes? De los diversos índices, el de significación más relevante dependerá de cada caso y problema concreto. Lo más usual es la utilización de series de precios al consumo y de precios industriales, así como comparaciones de los costes laborales unitarios (globales o del sector manufacturero) o de precios de exportación.

Así por ejemplo, según datos del Banco de España, entre 1999 y 2003 el «índice de competitividad» de España —definido como la inversa del tipo de cambio efectivo real de modo que  $IC = P/EP^*$ , una elevación supone una pérdida de competitividad mientras una reducción del IC la mejoraría— pese a que el tipo de cambio nominal de España frente a la zona euro se mantuvo constante —por compartir los países la misma moneda y por tanto no haber ya alteraciones del tipo de cambio nominal— la competitividad de España respecto a la zona euro pasó de un nivel 100,3 a otro 104,8 —lo que supone un deterioro de más de 4 puntos para el sistema productivo español— cuando se elabora el índice de competitividad (definido, insistimos, como la inversa del tipo de cambio real) con precios al consumo. Ello refleja el diferencial de inflación que mantiene España respecto al conjunto de la zona euro en estos años (volveremos sobre este punto en el Capítulo 13). Si el cálculo lo hacemos con «costes laborales unitarios» (CLU, es decir, la ratio entre salarios y productividad en cada

país o territorio), el índice de competitividad entre 1999 y 2003 se deteriora aún más, de 100,4 a 106. Por el contrario, calculado con «precios de producción» el indicador de competitividad entre España y la zona euro pasa «sólo» de 100,2 a 102, pero en la relación entre España y el conjunto de países industrializados empeora desde 98,8 hasta 103,4.



Naturalmente, hay que insistir en que la competitividad asociada a la evolución del tipo de cambio efectivo real es el componente de la competitividad relativo a precios: en las economías modernas, la competitividad tiene muchas otras dimensiones: calidad, comercialización, asistencia posventa, etc.

#### 8.6.4. Tipo de cambio, bienes comerciables y no-comerciables

Una mercancía se considera «comerciable» (una traducción no demasiado afortunada del inglés *traded*) internacionalmente cuando su precio viene determinado básicamente por consideraciones de los mercados mundiales, y, más en general, cuando su mercado

depende esencialmente de lo que sucede a nivel internacional: por ejemplo, el petróleo o los ordenadores.

Pero en la práctica un porcentaje importante de la producción de bienes y servicios de un país es «no-comerciable» (en inglés *non traded*), es decir, la evolución de su mercado (especialmente su precio) depende básicamente de consideraciones internas o domésticas: así, los precios de los servicios de un peluquero o de un notario dependen poco o nada de la «competencia internacional», prácticamente inexistente en estos servicios, que requieren una proximidad física (caso del peluquero) o aplicar unas formalidades legales específicas del ordenamiento jurídico de un país. Lo que cueste un corte de pelo en Tokyo o legalizar un testamento en Minsk es irrelevante para el precio de análogos servicios en nuestro país. Es cierto que la creciente internacionalización afecta también a algunos servicios, como los financieros y de seguros, pero, como primera aproximación, los productos agrícolas e industriales tienden a ser comerciables y bastantes de los servicios y construcción (vivienda) no-comerciables.

Esta distinción ilustra nuevos aspectos del tipo de cambio. Los precios en euros (o en pesos) de los artículos comerciables ( $P_t$ ) tienden a ser su precio en los mercados mundiales, en dólares por ejemplo,  $P_t^*$ , multiplicando por el tipo de cambio,  $e$ :

$$P_t = e P_t^*$$

De modo que el precio relativo de los bienes comerciables respecto a los no-comerciables sería:

$$\frac{P_t}{P_{nt}} = \frac{e P_t^*}{P_{nt}} = \text{tipo de cambio real}$$

Esta expresión presenta analogía con la definición de tipo de cambio real del epígrafe anterior. A veces también se define el tipo de cambio real como ese precio relativo entre comerciables y no-comerciables. Ello es especialmente relevante para países cuyos productos comerciables se venden en mercados abiertos y competitivos, y en los que por tanto la evolución de los precios de los artículos de exportación y de los de fabricación nacional que compiten con las importaciones evolucionan al mismo ritmo —marcado por la competencia— que los productos de importación o los que compiten con sus exportaciones. En cambio, los precios de los productos no-comercializables evolucionarían función de las condiciones internas. Por ello es significativo el impacto de alteraciones del tipo de cambio en términos de comerciables y no-comerciables. Así, por ejemplo, una devaluación tiende a hacer más caros los productos cuyo precio sigue la evolución del tipo de cambio, re trayendo su demanda relativa, pero haciendo comparativamente más atractiva —más rentable— su producción. De esta forma la devaluación contribuiría a reducir el «exceso de demanda» de comerciables respecto a los no-comerciables. En la Sección 10.3 ampliaremos esta formulación.

Una implicación de lo anterior es que una apreciación de la moneda nacional (reducción de  $E$ ) al elevar el precio relativo de los no-comerciables, hace comparativamente más rentable dedicar recursos a la producción de no-comerciables. La elevación de los precios relativos de los sectores no sujetos a competencia exterior en la economía española entre 1988 y 1992 es un buen ejemplo (un incremento del IPC promedio del 5,5 % se obtendría ponderando un 2% de inflación en productos sujetos a competencia exterior y un 9% en los no-comerciables), con el estímulo al sector servicios y/o sectores no-sujetos a com-

petencia externa y subsiguiente desincentivación del sector industrial exportador. Como a veces se decía, desde el punto de vista de la competencia exterior, cuando un país liberaliza su comercio o se integra comercialmente parecería que inicialmente «sólo» los sectores comerciables tuvieran que asumir las nuevas más exigentes reglas del juego.

Esta «dualidad de la inflación» reaparece especialmente en momentos de cierta expansión económica. Entonces los sectores comerciables verían cómo sus precios crecían lentamente —solo en la medida en que lo permitía la evolución de los precios de los competidores extranjeros y, en su caso, la depreciación de la moneda nacional, frecuentemente limitada por «anclas nominales» u otros compromisos de estabilidad, incluido compartir moneda— mientras los precios de los no-comerciables se elevarían ante la expansión económica. Los salarios crecerían en un promedio de ambos precios, lo que significaría que las empresas del sector comerciable verían reducir su margen de beneficios —ya que sus ingresos crecerían más lentamente que sus costes, mientras que lo contrario sucedería en los no-comerciables. Para evitar esta dualidad y sus efectos distorsionadores sobre la asignación de recursos suele recomendarse una liberalización de los sectores protegidos (servicios, etc.) que tenga el mismo papel que el efecto pro-competitivo sobre los sectores sujetos a competencia internacional (las habitualmente denominadas «reformas estructurales»).

Si la apreciación ha sido generada por un enriquecimiento del país, por ejemplo por el descubrimiento de gas natural (como en Holanda en los sesenta), se verán beneficiados los sectores no-comerciables, pero los sectores exportadores clásicos (aparte del gas) pueden verse en dificultades: es la llamada «enfermedad holandesa».

### 8.6.5. Tipo de cambio real y productividades

Los países más ricos, con una mayor productividad en el sector de comerciables, tienden a tener precios más altos que los países más pobres, con menor productividad en estos sectores (es la denominada «hipótesis Balassa-Samuelson»). Si las productividades en los no-comerciables se diferencian menos entre unos países y otros (la «productividad» de los peluqueros parece diferir poco de un sitio a otro), los mayores salarios auspiciados por la mayor productividad en comerciables de los países ricos se trasladan a los costes y precios de los no-comerciables, generando así unos IPC (índices de precios al consumo) más altos en los países más ricos.

Estos mecanismos explican, asimismo, que países en rápido crecimiento experimenten una apreciación real (como acabamos de ver), que el tipo de cambio real se aprecia si suben los precios de los bienes no-comerciables, que es lo que sucede cuando el crecimiento de la productividad se traslada a salarios en el conjunto de la economía. La evolución de Japón respecto a Estados Unidos, y su efecto sobre el tipo de cambio entre el yen y el dólar en los años setenta y ochenta, es la referencia más clásica.

Veamos con algo más de detalle estos mecanismos.

Al cociente entre el coste salarial (por hora o por trabajador) y la productividad (por hora o por trabajador) se le denomina Coste Laboral Unitario (CLU), y es una variable clave para entender la dinámica de la competitividad. Ciertamente, como vimos ya en el Capítulo 2, un país puede permitirse aumentar los salarios por encima de otros competidores sin perder pese a ello competitividad en la medida en que el diferencial de salarios esté compensado por un diferencial al menos igual de productividad. Cuando se

habla a menudo de los problemas de competitividad que —para países de nivel de desarrollo y salarios alto o medio— plantea la presencia creciente en el comercio mundial de países con bajos salarios, debería ser evidente que la magnitud relevante es la comparación entre los salarios y la productividad, y que, por tanto, para mantener posiciones competitivas es necesario conseguir diferenciales de productividad —mediante la innovación, la tecnología, la cualificación, etc.

Una forma de concretar esta idea es observar que la evolución de los precios en una empresa e industrias vendrá dada por el diferencial entre el crecimiento de los costes y el de la productividad. Si suponemos para simplificar que el trabajo es el único factor —y coste— de producción, obtenemos que, siendo  $p, w$  y  $q$  las tasas de variación de precios, salarios y productividad, respectivamente:

$$p = w - q$$

Esta expresión encaja con el más básico de los mecanismos que la teoría económica establece para definir el equilibrio en el mercado de factores; se basa en que las empresas contratarán factores de producción, por ejemplo, de trabajo, hasta el momento en que el ingreso marginal de contratar una unidad más de trabajo iguale al coste marginal de hacerlo. Este coste marginal es el salario. Y el ingreso marginal se obtiene multiplicando la producción que genera esa unidad adicional de trabajo —la denominada productividad marginal del trabajo— por el precio al que se puede vender esa producción, dado por el precio de mercado del producto,  $P$ , de modo que:

$$P \times PMaL = W$$

De donde

$$P = \frac{W}{PMaL}$$

Y en tasas de crecimiento ello equivale a la expresión ya obtenida. (Recuerde que la tasa de crecimiento de un cociente se aproxima por la diferencia entre las tasas de crecimiento de numerador y denominador.)

Aplicando esta expresión a dos países o sectores, A y B obtenemos, en tasas de variación, que

$$p_a = w_a - q_a$$

$$p_b = w_b - q_b$$

$$\text{De donde } (p_a - p_b) = (w_a - w_b) - (q_a - q_b)$$

Esta expresión la aplicaremos a dos países, a dos sectores (comerciables y no-comerciables) en cada país, y luego simultáneamente a dos países y dos sectores.

A) Dos sectores

Y si el mercado de trabajo en el interior del país es «común», de modo que la movilidad de trabajadores  $w_a = w_b$ , de donde,  $p_a - p_b = q_b - q_a$ .

Obtenemos así una relación contratada en algunos trabajos empíricos según la cual en el interior de un país más o menos cerrado a la competencia exterior, los sectores más inflacionistas serían los de menor crecimiento de la productividad. Incluso en economías abiertas, a la hora de explicar determinados comportamientos o «asimetrías» de la inflación, aparece a menudo este papel especialmente inflacionista de los sectores de menos mejora de productividad o menos innovadores.

### B) Dos países

En el ámbito internacional las cosas pueden ser diferentes, en la medida en que el factor trabajo no se pueda desplazar entre países, pero sí entre sectores del mismo país. Y si la competencia es fuerte entre los productos de A y de B —como correspondería al sector comerciable, de modo que  $p_a = p_b$ , ello implicaría:

$$w_a - w_b = q_a - q_b$$

Y los «niveles de vida» reflejarían esencialmente diferencias de productividad.

Naturalmente este resultado es esencialmente el mismo que ya obtuvimos en el Capítulo 2, según el cual en última instancia las diferencias de nivel de vida tienen su fundamento en diferencias de productividad. En estas formulaciones en que el trabajo es el único factor de producción, la productividad como producción por unidad de trabajo es la «otra cara de la moneda» de la producción o renta per cápita. No debe olvidarse —ni en economía cerrada ni en economía abierta— este vínculo crucial entre salario o bienestar por un lado y productividad por otro.

### C) Dos países y dos sectores

Ahora la distinción entre bienes comerciables, T, y no-comerciables, NT, adquiere relevancia. Si ahora designamos a los dos países uno sin y otro con asterisco (\*) y a los sectores por T y NT, podemos escribir:

$$p_t = w_t - q_t$$

$$p_{nt} = w_{nt} - q_{nt}$$

$$p_t^* = w_t^* - q_t^*$$

$$p_{nt}^* = w_{nt}^* - q_{nt}^*$$

Y como en el interior de cada país suponemos perfecta movilidad del trabajo, ello implica que:

$$w_t = w_{nt} = w$$

$$w_t^* = w_{nt}^* = w^*$$

De modo que se verifica en el primer país:

$$p_t = w - q_t$$

$$p_{nt} = w - q_{nt}$$

De donde,

$$p_{nt} = p_t + (q_t - q_{nt})$$

De modo que

$$p_{nt} - p_t = q_t - q_{nt}$$

Y en el país, la evolución de la inflación media por el IPC sería una media ponderada de la evolución de los precios de los comerciables,  $p_t$ , que entran en el índice del IPC con una ponderación  $g$  dada por su peso en la cesta representativa de consumo, mientras que los precios de los no-comercializables entran con una ponderación  $(1-g)$ :

$$IPC = gp_t + (1-g)p_{nt} = gp_t + (1-g)(p_t + q_t - q_{nt}) = p_t + (1-g)(q_t - q_{nt})$$

De modo que el IPC refleja la evolución del diferencial de productividad entre el sector comerciable y el no-comerciable.

Y si en el país extranjero calculamos asimismo el IPC, con el supuesto simplificador de que las proporciones  $g$  son las mismas en ambos países

$$IPC^* = p_t^* + (1-g)(q_t^* - q_{nt}^*)$$

y suponiendo que: a) los precios de los comercializables evolucionan conjuntamente por la competencia internacional, de modo que  $p_t = p_t^*$ ; así como b) que no hay diferencias (al menos significativas) entre la evolución de las productividades en los sectores no-comerciables de ambos países —el ejemplo típico es afirmar que las diferencias en la productividad a la hora de cortar el pelo profesionales de países desarrollados o menos desarrollados, o a la hora de servir un café en un bar, serán escasas en comparación con los diferenciales de productividad que puedan existir en sectores como la producción industrial de manufacturas comerciables internacionalmente— de modo que  $q_{nt} = q_{nt}^*$  tenemos que:

$$IPC - IPC^* = (1-g)(q_t - q_t^*)$$

Con lo que el país con evolución más favorable de la productividad en comerciables tendría una mayor inflación que apreciaría en términos reales su moneda. El caso de Japón ha sido paradigmático al respecto, al menos entre 1960 y 1990. Y ello transmitiría una explicación «tranquilizadora», como un fenómeno de «equilibrio» de IPC más altos que los socios/competidores siempre que la explicación radicase en una productividad más alta en el ámbito de los comerciables.

Este resultado se conoce como el «efecto Balassa-Samuelson», ya que estos autores utilizaban esta argumentación para explicar por qué los países más desarrollados tenían niveles de precios más elevados que los menos desarrollados, vinculándolo a la mayor tasa de crecimiento de los productos comercializables.

Recientemente este mecanismo ha vuelto a un primer plano de debate vinculado sobre todo al problema de los diferenciales de inflación, que en una unión monetaria equivalen a variaciones en el tipo de cambio real, como se desprende de la definición de la Sección 8.6.1.

$$S = EP^*/P$$

De modo que si  $E$  se mantiene inalterado, en tasas de variación tenemos que

$$s = p^* - p$$

La evolución del tipo de cambio real en uniones monetarias o en general mientras  $E$  se mantiene inalterado viene regida por los diferenciales de inflación.

Como veremos en el Capítulo 13, la subsistencia de diferenciales de inflación de una magnitud superior a la que muchos esperaban en los primeros años de la zona euro especialmente ha hecho que se tratara de buscar una explicación «benigna» en los países situados por encima de la inflación media de la zona euro, como Irlanda, España y en algunos períodos Holanda, para eludir la conclusión de que la «apreciación real» asociada al diferencial de inflación era una pérdida inexorable de competitividad. Se ha intentado utilizar el mecanismo Balassa-Samuelsón para justificar que la inflación más alta podía ser simplemente el «efecto colateral» de un funcionamiento positivo traducido en un crecimiento más rápido de la productividad. Pero para algún país como España lo que ha crecido más deprisa que la media europea es el PIB per cápita, no la productividad, con lo que la aplicabilidad del argumento Balassa-Samuelsón para «suavizar» la interpretación del diferencial de inflación parece difícil.

Cuando se trata de aplicar de forma más próxima a la realidad la hipótesis Balassa-Samuelsón es importante introducir dos complicaciones que hemos omitido en la formulación simplificada anterior. Por un lado, el hecho de que el trabajo no es el único factor de producción, y que en especial la presencia del factor capital puede alterar los razonamientos. Y por otro el hecho de que normalmente no se da el supuesto de competencia perfecta, sino que las distintas actividades operan con unos márgenes de beneficio o *mark up* que pueden ser diferentes. Este último aspecto parece tener relevancia especialmente para el comportamiento de países en que la disciplina de la competencia no ha sido fácil de introducir —como algunos sugieren que es el caso de España— y en que el mecanismo disciplinador de la competencia externa habría generado asimetrías importantes con otros sectores internos que se han resistido con éxito a esta presión competitiva, a la vista de la lentitud o ineficacia de las reformas estructurales internas. Tornell *et al.* (2004) sugieren que los resultados «menos que estelares» de la economía mexicana, pese a la liberalización comercial y la entrada de capitales, pueden haber tenido una razón relevante en las dificultades del sector «no-comerciable» especialmente afectado por dificultades crediticias y por la ausencia de reformas estructurales e institucionales, con efectos inducidos asimismo sobre parte de los sectores exportadores más intensivos en actividades no-comerciables.

## RESUMEN

1. Los problemas macroeconómicos —monetarios, financieros, cambiarios y fiscales— presentan importantes especificidades en las economías abiertas.
2. Las importaciones y las exportaciones inciden sobre el equilibrio del flujo circular de la renta. En paralelo, las economías abiertas pueden necesitar financiación del resto del mundo o prestar al resto del mundo.
3. La balanza de pagos recoge de forma sistemática las transacciones entre un país y el resto del mundo. Su análisis suministra importantes indicadores de la situación económica del país en el entorno internacional.

4. Los tipos de cambio son los precios relativos por excelencia de las economías abiertas. El análisis de sus determinantes y comportamiento es un área activa de investigación. Los tipos de cambio afectan a la competitividad de los bienes y servicios y al atractivo relativo de las inversiones y los instrumentos financieros.
5. El enfoque de equilibrio del tipo de cambio según la paridad de poder adquisitivo (PPP) —el tipo de cambio que iguala el poder de compra de dos monedas en sus respectivos países— es una idea sencilla pero potente, pese a sus problemas empíricos.
6. Los tipos de cambio relevantes para la competitividad son los tipos de cambio reales efectivos, es decir, ponderados por la evolución relativa de los precios y por el papel de cada competidor en los mercados.
7. La distinción entre productos «comerciables» y «no-comerciables» clarifica aspectos de la competitividad y destaca el papel de la evolución de la productividad.

## ACTIVIDADES

1. Siga la evolución de la Balanza de Pagos de España a través de la publicación de este título que anualmente elabora el Banco de España, en [www.bde.es](http://www.bde.es). Rehaga los comentarios de la Sección 8.3 en base a las nuevas realidades. Obtenga asimismo información de otras balanzas de pagos, bien sea a través de la web o publicaciones del FMI o, en el caso de América Latina, de publicaciones de CEPAL, en [www.cepal.org](http://www.cepal.org). Analice a la vista de los sucesivos datos la necesidad de ir actualizando los comentarios de la Sección 8.3 y sus implicaciones.
2. Examine en la web del Banco Mundial los proyectos de comparaciones internacionales basadas en la PPP. En particular comente la magnitud de las divergencias en que se podría incurrir en caso de no tener presentes estas diferencias de poder adquisitivo. En general, la introducción de estos ajustes ¿aumenta o disminuye la percepción de desigualdades a escala internacional? ¿Qué factores socioculturales pueden subyacer a los resultados que se van obteniendo?

### 3. Indicadores de competitividad basados en tipos de cambio reales o nominales

#### 3.A. Índices de competitividad de España

El Banco de España presenta diversos indicadores de competitividad de la economía española en: [www.bde.es](http://www.bde.es), Cuentas Financieras de la economía española, estadísticas complementarias, Estadísticas españolas. Tipos de cambio. III.7. Índices de competitividad de España.

Incorpora por una parte el «componente nominal» (calculado como media geométrica con el sistema de doble ponderación) frente a varias agrupaciones de países: países industrializados, que incluyen los de la UE, otros desarrollados y los nuevos países industrializados (incluyen asiáticos más México).

Por otra parte incorpora el componente precios, efectuando las comparaciones con diversos índices: a) precios de consumo; b) precios industriales; c) costes laborales (unitarios); d) costes laborales (unitarios) de manufacturas; e) valores unitarios de las exportaciones.

El índice de competitividad se presenta como el resultado de multiplicar el componente nominal por el precio relativo de España (relación entre el precio de España y el del correspondiente grupo), de modo que una caída puede interpretarse como una mejora de la competitividad.

Examine la evolución de los diversos indicadores para España, comentando su evolución y las diferencias que pueden surgir entre ellos según el criterio de precios que utilicen.

### 3.B. Tipo de cambio nominal y real efectivo del euro

El Boletín Mensual del BCE de septiembre de 2004 explica (recuadro 10) la actualización de los cálculos de las ponderaciones para determinar el tipo de cambio efectivo del euro. Y a partir de entonces utiliza esos criterios para publicar el EER-23 y el EER-42. El primero se transforma en tipos de cambio efectivos reales mediante la aplicación de índices relativos tanto de precios al consumo como de precios de producción, costes laborales unitarios en la manufactura, deflactor del PIB y costes laborales totales en la economía. El EER-42 se deflacta sólo con precios al consumo, por motivo de disponibilidad de datos.

Siga en el Boletín Mensual la evolución del tipo de cambio efectivo, real y nominal del euro, siga las explicaciones de BCE acerca de su evolución, y compare asimismo las diferencias entre los diversos indicadores de competitividad asociados a tipos de cambio reales, así como la correlación entre tipos nominales y reales.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Los aspectos básicos de las macroeconomías abiertas están bien tratados en la parte III de Krugman-Obstfeld (2003). Banco de España (2004) resume la metodología de presentación de la balanza de pagos y la aplica a España. CEPAL (2004) incluye la formulación de la balanza de pagos para el conjunto de América Latina y el Caribe, así como información relevante sobre cada uno de los países.

- Banco de España (2004), *Balanza de Pagos España 2003*, Banco de España, 2004.
- Blanchard, O., y Giavazzi, F. (2002), «Current Account Deficits in the Euro Area: the End of the Feldstein-Horioka Puzzle?», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002: 2 (págs. 147- 209).
- CEPAL (2004), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*, CEPAL, 2004.
- Feldstein, M., y Horioka, Ch. (1980), «Domestic Saving and International Capital Flows», *Economic Journal*, junio 1980 (págs. 314-329).
- Krugman, P., y Obstfeld, M. (2003), *International Economics - theory and policy*, 6.ª ed., Addison-Wesley, 2003.
- Obstfeld, M., y Taylor, A. (2004), *Global Capital Markets - Integration, Crisis and Growth*, Cambridge University Press, 2004.
- Ocampo, José A. (2004), «Latin America's Growth and Equity Frustrations During Structural Reforms», *Journal of Economic Perspectives*, primavera 2004 (págs. 67-88).

- Taylor, Alan, y Taylor, Mark (2004), «The Purchasing Power Parity Debate», *Journal of Economic Perspectives*, otoño 2004 (págs. 135-138).
- Tornell, Aaron; Westermann, Frank, y Martínez, Lorenza (2004), «NAFTA and Mexico's Less-Than-Stellar Performance», *NBER Working Paper* 10289, febrero 2004.
- Tugores, J. (2002), *Economía Internacional: globalización e integración regional*, 5.ª ed., McGraw-Hill, 2002.