

Economía Mundial

Tema 11. Regímenes cambiarios y movilidad de capitales



Daniel Diaz Fuentes
Marcos Fernández Gutiérrez
Julio Revuelta López

Departamento de Economía

Este tema se publica bajo Licencia:

[Creative Commons BY-NC-SA 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/)

Índice

1. La Balanza de pagos.
2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas.
3. Los determinantes del tipo de cambio.

1. La Balanza de pagos

Las identidades macroeconómicas

- ▶ **Balanza de pagos**: documento contable que registra de forma sistemática todas las transacciones que efectúan los residentes de un país y los residentes del extranjero durante un periodo determinado.
 - Cuenta corriente.
 - Cuenta de capital.
 - Cuenta financiera.

- Balanza por cuenta corriente.
- Balanza por cuenta de capital.

1. La Balanza de pagos

Las identidades macroeconómicas

▶ Estructura de la balanza de pagos:

I. Cuenta corriente: registra las operaciones relacionadas con la generación de renta corriente. Se divide en:

- a) **Balanza comercial:** operaciones de compraventa de bienes.
- b) **Balanza de servicios:** operaciones de compraventa de servicios.
- c) **Balanza de rentas:** pagos a los factores de producción (intereses y dividendos, salarios obtenidos en el extranjero, etc.).
- d) **Balanza de transferencias corrientes:** transferencias sin contrapartida (remesas, donaciones, etc.).

1. La Balanza de pagos

Las identidades macroeconómicas

▶ Estructura de la balanza de pagos:

I. Cuenta corriente.

II. Cuenta de capital: registra las transferencias de capital y las operaciones de compraventa de activos no producidos y no financiados (P.e.: derechos de autor y marcas registradas).

III. Cuenta financiera: contabiliza operaciones que implican variación de activos o pasivos financieros (IDE, inversiones en cartera...).

1. La Balanza de pagos

Las identidades macroeconómicas

- ▶ En el análisis económico se utiliza la siguiente estructura:
 - **Balanza por cuenta corriente** (cuenta corriente + cuenta de capital) (I + II).
 - **Balanza por cuenta de capital** (cuenta financiera) (III).

- ▶ Desde el punto de vista contable la balanza de pagos siempre está en equilibrio → $BP = 0$.

Pero desde el económico sus componentes no están necesariamente en equilibrio → $CC + CK = BP = 0$.

1. La Balanza de pagos

Necesidad de financiación y saldo externo

▶ **Economía cerrada:**

$$Y \text{ (Producción)} = C + I + G = A \text{ (Absorción)}$$

▶ **Economía abierta:**

$$Y = C + I + G + \underbrace{(X - M)}_{\text{Saldo externo}}$$

▶ $Y = A + (X - M)$

Si $A > Y \Rightarrow (X - M) < 0$

Si $A < Y \Rightarrow (X - M) > 0$

▶ Si $\uparrow A$, pero no $\uparrow Y$, $\Rightarrow \downarrow (X - M)$ y **financiación exterior**.

1. La Balanza de pagos

Necesidad de financiación y saldo externo

▶ **Economía cerrada:**

$$Y = C + I$$

$$Y = C + S$$

$$C + I = C + S$$

$$I = S$$

▶ **Economía abierta:**

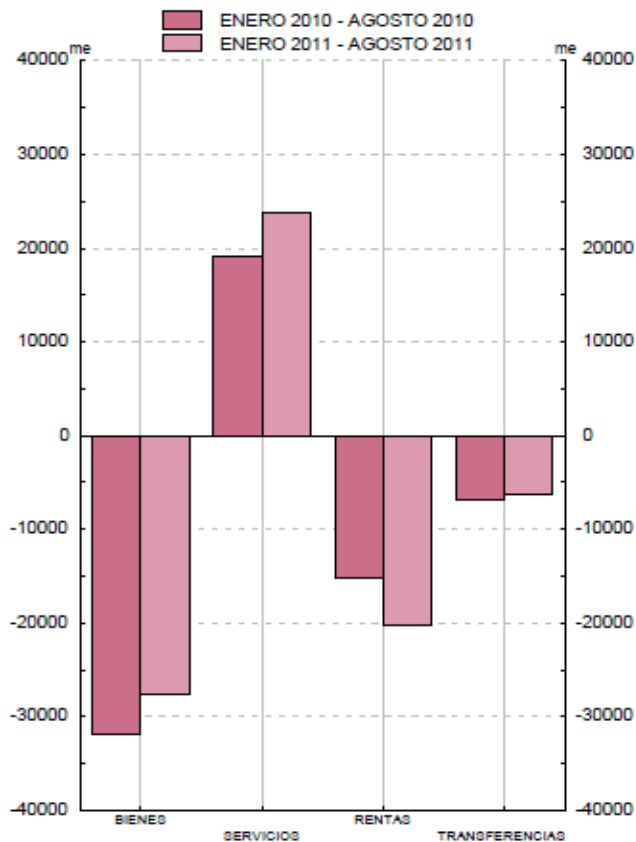
$$C + I + X = C + S + M$$

$$(S - I) = (X - M)$$

Un exceso de inversión sobre el ahorro es igual al déficit por cuenta corriente (y viceversa). Un **déficit por cuenta corriente** solo se puede mantener si existe financiación externa.

1. La Balanza de pagos

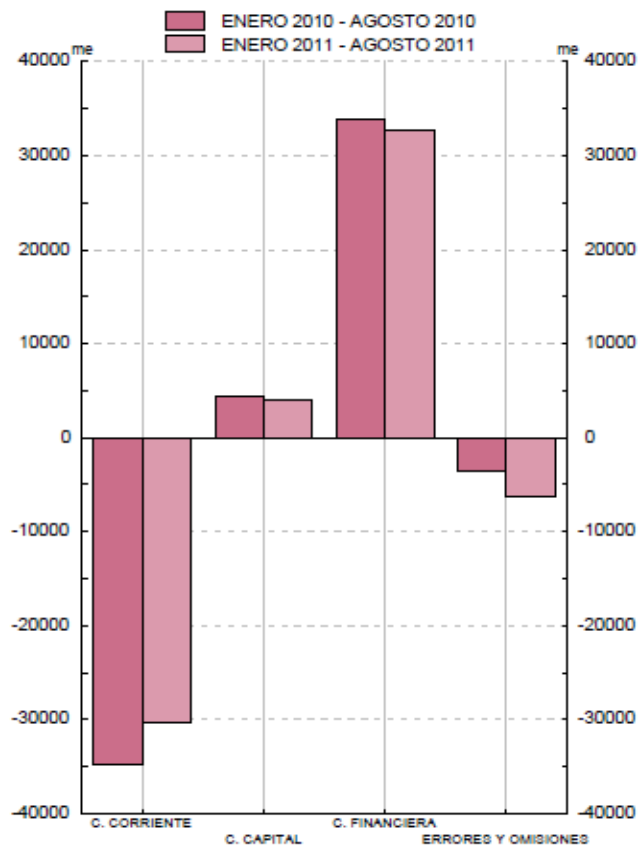
La Balanza de pagos de España



Fuente: Banco de España

1. La Balanza de pagos

La Balanza de pagos de España



Fuente: Banco de España

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

Tipos de cambio

- ▶ Las operaciones internacionales se llevan a cabo con distintas monedas, siendo necesario proveerse de ellas.
- ▶ **Divisas:** unidades monetarias de otros países. Técnicamente son anotaciones contables en otras monedas en bancos extranjeros.
- ▶ **Mercados de divisas:** lugares (físicos o no) donde se intercambian divisas. Agentes principales:
 - Bancos comerciales.
 - Otras instituciones financieras.
 - Empresas transnacionales.
 - Bancos centrales.

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

Tipos de cambio

- ▶ **Tipo de cambio:** precio de una moneda en términos de otra.

Clasificación:

- TC en **cotización directa:** unidades monetarias nacionales por cada unidad monetaria extranjera ($1\$ = 0,7\text{€}$).
- TC en **cotización indirecta:** unidades monetarias extranjeras por cada unidad monetaria nacional ($1\text{€} = 1,4\$$).
- **TC nominal:** TC entre dos monedas.
- **TC real:** TC nominal ajustado por los precios relativos entre los países considerados.

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

Tipos de cambio

▶ Demandantes de moneda extranjera:

- **Importadores** de bienes y servicios.
- Empresas e instituciones que **invierten** en el extranjero.
- Agentes que especulan o cubren riesgos con **moneda extranjera**.

La demanda de moneda extranjera impulsa a la baja el tipo de cambio nacional.

▶ Oferentes de moneda extranjera:

- **Exportadores** de bienes y servicios.
- Empresas e instituciones extranjeras que **invierten** en la nación.
- Agentes que especulan o cubren riesgos con **moneda nacional**.

La oferta de moneda extranjera (demanda de moneda nacional) impulsa al alza el tipo de cambio nacional.

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

Tipos de cambio

- ▶ Los tipos de cambio permiten expresar los precios (bienes, servicios y activos) de diferentes países en términos comparables.

- ▶ **Depreciación de la moneda de un país:**
 - Disminución del precio de una moneda en términos de otra.
 - Encarece las importaciones y abarata las exportaciones.

- ▶ **Apreciación:**
 - Aumento del precio de una moneda.
 - Encarece la exportaciones y abarata las importaciones.

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

Tipo de cambio euro-dólar



Fuente: Banco de España

2002-2008

Apreciación del euro respecto al dólar.
Depreciación del dólar respecto al euro.

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

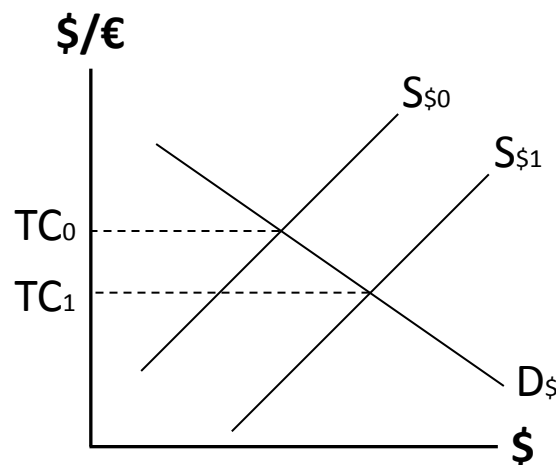
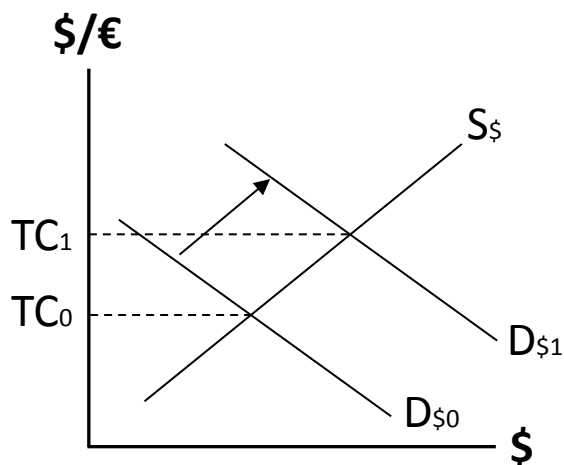
Tipos de cambio fijos

- ▶ Con TC fijos, la balanza de pagos mide el grado en que deben intervenir los BC en el mercado de divisas.
- ▶ Dada la demanda y oferta de mercado, el BC tiene que satisfacer el exceso de demanda o absorber el de oferta.
- ▶ Pero si el país sufre un déficit crónico en la balanza de pagos, el BC se quedará sin reservas de divisas y no podrá intervenir.
- ▶ Antes de llegar a ese punto, aceptará el TC del mercado y devaluará la moneda.

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

Tipos de cambio flexibles

- ▶ **TC flexibles:** se fijan exclusivamente por la oferta y la demanda, sin intervención pública.



- ▶ Si \uparrow demanda $\$$: $\$$ se aprecia, ϵ se deprecia.
- ▶ Si \uparrow oferta $\$$: $\$$ se deprecia, ϵ se aprecia.

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

Tipos de cambio flexibles

▶ **Sistema de fluctuación limpia:**

- Los BC se mantienen totalmente al margen, dejando actuar al mercado.
- No necesitan reservas de divisas, ya que los TC se ajustan para mantener la balanza de pagos en equilibrio.

▶ **Sistema de fluctuación dirigida o sucia:** los BC intervienen en el mercado de divisas intentando influir en los TC dentro de unos márgenes.

El sistema de TC flexibles existente desde 1973 ha sido un sistema de fluctuación dirigida.

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

Tipos de cambio

TC	Disminución	Aumento
Fijo	Devaluación	Revaluación
Flexible	Depreciación	Apreciación

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

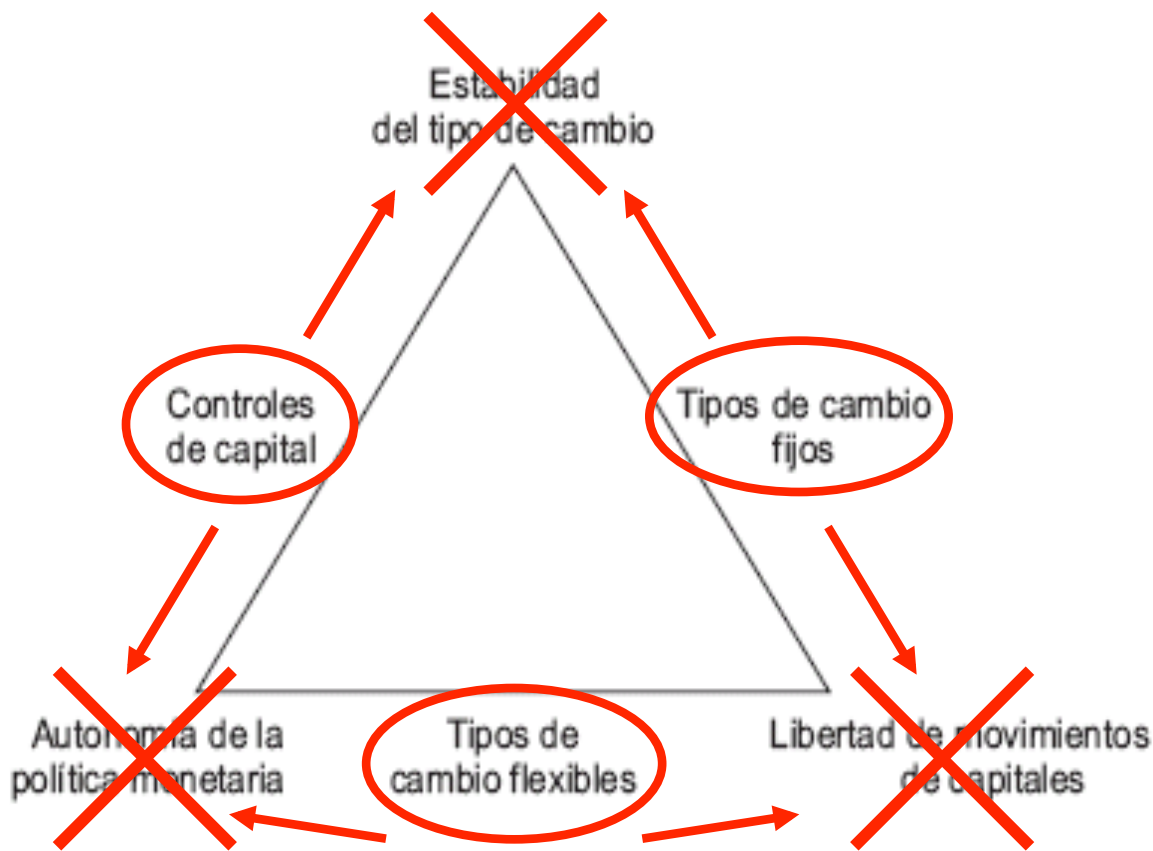
Dilemas de política económica

- ▶ **Política macroeconómica, objetivos:**
 - **Equilibrio interno:** pleno empleo y estabilidad de precios.
 - **Equilibrio externo:** la balanza por cuenta corriente no presenta un déficit tan abultado que impida el pago de las deudas exteriores futuras (o un superávit tan abultado que coloque a los extranjeros en la misma situación).

- ▶ **Interdependencia:** la persecución de los objetivos macroeconómicos de un país influye en cómo los alcanzan los demás países.

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

Dilemas de política económica



2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

Tipos de cambio flexibles vs. Tipos de cambio fijos

PROS

- Autonomía de la política monetaria.
Ante tipos fijos, oferta monetaria sujeta a la compraventa de reservas.
- Simetría de las obligaciones internacionales.
No se ha observado (reservas en dólares).
- Tipos de cambio como estabilizadores automáticos
Efectividad con la crisis del petróleo, pero dudas después.

CONTRAS

- Pérdida de disciplina de las políticas.
- Especulación desestabilizadora, inestabilidad del mercado de divisas.
- Descoordinación de las políticas económicas internacionales.
- Puede perjudicar al comercio y la IED.
Pero en muchos casos, los TC flexibles han sido positivos.

Y viceversa considerando TC fijos vs. flexibles.

2. Tipos de cambio. Alternativas de política cambiaria y dilemas

Tipos de cambio flexibles vs. Tipos de cambio fijos

- ▶ La adopción de un régimen de tipos de cambio es un tema de gran relevancia.
- ▶ Para los países abiertos a los movimientos internacionales de capitales, los tipos de cambio fijos son difíciles de mantener.
- ▶ Hay, no obstante, opciones intermedias, como la fluctuación entre unas bandas determinadas.

3. Los determinantes del tipo de cambio

Los determinantes del tipo de cambio

- ▶ El tipo de cambio viene determinado por la demanda y la oferta de una moneda en relación a la demanda y oferta de otra:
 - Exportaciones/importaciones.
 - Inversiones (productivas y especulativas).
- ▶ Los precios y el tipo de cambio.
- ▶ Tipos de interés y tipos de cambio

3. Los determinantes del tipo de cambio

La Ley de un Solo Precio

- ▶ **Supuestos:**
 - Mercados competitivos.
 - Sin costes de transporte ni barreras comerciales.

- ▶ **Ley del Precio Único:** dos bienes idénticos vendidos en distintos países han de tener el mismo precio, si éste se expresa en una misma moneda.

- ▶ **Ejemplo:**
 - Una camisa cuesta 50\$ en Nueva York.
 - Si el tipo de cambio es $1\$ = 0,78\text{€}$.
 - La misma camisa en París costará $50 \cdot 0,78 = 39,24\text{€}$.

3. Los determinantes del tipo de cambio

Paridad del Poder Adquisitivo

- ▶ Según la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA), si los mercados son eficientes, puede determinarse el tipo de cambio real comparando productos idénticos en diferentes monedas.
- ▶ Así, en mercados relativamente eficientes (reducidos impedimentos al comercio y la inversión), el precio de un conjunto de bienes resultaría equivalente.
- ▶ En última instancia, el nivel general de precios sería equivalente (en términos de una misma moneda).

3. Los determinantes del tipo de cambio

Ley de Precio Único y PPA

- ▶ **Diferencia entre La ley de precio único y la PPA:**
 - La Ley de precio único se refiere a productos individuales.
 - La PPA se refiere al conjunto total de bienes y, por tanto, al nivel general de precios.
 - Si la Ley de precio único se cumple en todos los productos, la PPA se cumplirá automáticamente.

3. Los determinantes del tipo de cambio

Paridad del Poder Adquisitivo

► Versiones de la PPA:

- **PPA Absoluta:** los tipos de cambio equivalen al nivel relativo de precios.

$$E_{\$/\epsilon} = P_{US} / P_E$$

- **PPA Relativa:**

- La variación porcentual del tipo de cambio entre dos monedas en un periodo equivale a la diferencia en el cambio porcentual en los niveles de precios.

- La PPA relativa entre EE.UU. y Europa sería:

$$(E_{\$/\epsilon, t} - E_{\$/\epsilon, t-1}) / E_{\$/\epsilon, t-1} = \pi_{US, t} - \pi_{E, t}$$

Donde: π_t = tasa de inflación.

La moneda del país con mayor inflación se depreciaría.

3. Los determinantes del tipo de cambio

Experimento

- ▶ El experimento del **patrón de la hamburguesa**, elaborado por *The Economist*, tiene su fundamento en la Ley de Precio Único.
- ▶ Según esta teoría, los tipos de cambio se ajustan de manera que un bien similar ha de costar lo mismo en todos los países.
- ▶ Se toma el caso de la hamburguesa Big Mac, un producto idéntico a nivel internacional.
- ▶ Los precios del Big Mac en un país se pasan a dólares y se calcula el nivel relativo de precios en términos de Big Macs. Este dato se compara con el tipo de cambio existente, debiendo ser equivalentes.
- ▶ Si esto se cumple con todos los bienes, tenemos la PPA.

3. Los determinantes del tipo de cambio

Ley de Precio Único y PPA

▶ **Contrastación empírica:**

- Hemos observado un experimento en el cual la Ley de Precio Único no se cumple.
- En general, la PPA absoluta no se cumple.
- La PPA relativa (tipo de cambio-inflación) resulta más razonable y consistente. No obstante, se cumple en unos estudios pero en otros no, dependiendo de los países y los períodos.

3. Los determinantes del tipo de cambio

Ley de Precio Único y PPA

▶ ¿Por qué no se cumple la PPA?:

- Los supuestos no son realistas. En la realidad hay costes de transporte y restricciones al comercio (barreras al comercio y bienes no comercializables).
- Los mercados pueden verse afectados por monopolios u oligopolios (no hay competencia perfecta).
- La inflación de los distintos países se calcula con distintas cestas de productos.

3. Los determinantes del tipo de cambio

Tipos de interés y tipos de cambio

- ▶ El tipo de cambio es el precio relativo de dos activos (una moneda en términos de otra).
- ▶ El valor actual del activo depende del valor o poder adquisitivo que se espera tenga en el futuro.
- ▶ Inversores/ahorradores consideran la **tasa de rentabilidad real esperada**, es decir la tasa a la cual se espera que se incremente o disminuya su valor al lo largo del tiempo.

3. Los determinantes del tipo de cambio

Tipos de interés y tipos de cambio

- ▶ Los **activos denominados en euros** están sujetos a una rentabilidad determinada por el tipo de interés del euro. Análogamente, los activos denominados en dólares.

- ▶ Pero existe también la opción de **invertir en moneda extranjera**. En ese caso, las variaciones en el tipo de cambio afectan a la rentabilidad:
 - La depreciación de una divisa extranjera reduce la rentabilidad de una inversión en la misma.
 - La apreciación de una divisa extranjera incrementa la rentabilidad de una inversión en la misma.

3. Los determinantes del tipo de cambio

Tipos de interés y tipos de cambio

- La **tasa de rentabilidad en dólares de los depósitos en euros** es aproximadamente el tipo de interés del euro más la depreciación esperada del dólar respecto al euro:

$$\text{Rentabilidad } \text{€ (en dólares)} = R_{\text{€}} + (E_{\$/\text{€}}^e - E_{\$/\text{€}}) / E_{\$/\text{€}}$$

- La **diferencia entre tasa esperada de rentabilidad de los depósitos en dólares y euros** es:

$$\begin{aligned} \text{Rentabilidad } \$ - \text{Rentabilidad } \text{€} &= R_{\$} - \text{Rentabilidad } \text{€} = \\ R_{\$} - [R_{\text{€}} + (E_{\$/\text{€}}^e - E_{\$/\text{€}}) / E_{\$/\text{€}}] &= R_{\$} - R_{\text{€}} - (E_{\$/\text{€}}^e - E_{\$/\text{€}}) / E_{\$/\text{€}} \end{aligned}$$

$R_{\$}$ = tipo de interés actual en dólares a un año.

$R_{\text{€}}$ = tipo de interés actual en euros a un año.

$E_{\$/\text{€}}$ = tipo de cambio actual dólar-euro.

$E_{\$/\text{€}}^e$ = tipo de cambio dólar-euro que se espera al cabo de un año.

3. Los determinantes del tipo de cambio

Tipos de interés y tipos de cambio

▶ Si $R_{\$} - [R_{\epsilon} + (E^e_{\$/\epsilon} - E_{\$/\epsilon}) / E_{\$/\epsilon}] > 0$

Decidiremos invertir en dólares (la rentabilidad será mayor).
Si es < 0 decidiremos invertir en euros.

- ▶ El equilibrio implica que todos los activos han de ofrecer la misma rentabilidad esperada (condición de la paridad de intereses).

$$R_{\$} - R_{\epsilon} - (E^e_{\$/\epsilon} - E_{\$/\epsilon}) / E_{\$/\epsilon} = 0$$

$$R_{\$} - R_{\epsilon} = (E^e_{\$/\epsilon} - E_{\$/\epsilon}) / E_{\$/\epsilon}$$

- ▶ La tasa de variación esperada del tipo de cambio dependerá así del diferencial de tipos de interés: si el tipo de interés es mayor en EE.UU., se esperará que el tipo de cambio evolucione al alza (el dólar se deprecie) y viceversa.

3. Los determinantes del tipo de cambio

Demanda en el mercado de divisas. Explicaciones alternativas

- ▶ El tipo de cambio es el **valor de un activo**. Este depende de:
 - **Rentabilidad esperada** (rendimiento). Tipo de interés.
 - **Riesgo**: factor de variabilidad.
 - **Liquidez**: facilidad con que el activo puede ser vendido o intercambiado.
- ▶ La evidencia empírica señala que las teorías anteriores son insuficientes.
- ▶ Las explicaciones alternativas se centran en la **psicología de los agentes**: percepción del riesgo y la liquidez, información imperfecta, emulación...
- ▶ La evidencia sugiere que juega un papel clave en los movimientos a corto plazo. Difíciles de predecir.