

## **Tema 12. Balanza de Pagos: concepto y estructura según el VI Manual del FMI. El mercado de divisas y el tipo de cambio.**

### **12.1. La balanza de pagos**

Dentro de la conferencia monetaria y financiera que las Naciones Unidas celebraron en la localidad de Bretton Woods (New Hampshire, Estados Unidos), a mediados de 1944, se llegaron a acuerdos para terminar con las políticas proteccionistas que antecedieron a la Primera Guerra mundial. Para favorecer el libre comercio internacional, se crearon una serie de instituciones financieras internacionales que han llegado hasta nuestros días. Una de ellas es el llamado Fondo Monetario Internacional, que tenía como función la de permitir la convertibilidad de divisas, pero también realizar préstamos a aquellos países que tuvieran problemas con sus balanzas de pagos.

En este documento, la balanza de pagos, los países habían de registrar las entradas y salidas de dinero por diversos conceptos, entre ellos las compras de bienes y servicios. La generalización de su uso exigió la elaboración de una metodología para su confección. Esta labor la ha realizado, precisamente, el Fondo Monetario Internacional. Esa metodología se publica con el título “Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional” y va por su sexta edición (que se publicó en el año 2009 y entró en vigor en el año 2014 en la Unión Europea).<sup>1</sup>

En realidad, esta nueva edición no supone cambios estructurales en la consideración respecto a ediciones previas, pero sí constituye una puesta del día y actualización teniendo en cuenta los cambios tecnológicos y, sobre todo, el proceso de globalización. Se busca con ella alcanzar una unificación en la terminología y clasificación de ciertas partidas, instrumentos financieros y sectores, especialmente en su relación con las Cuentas Nacionales y, también, tiene el propósito de dar más importancia a los datos de balance de la economía y, en especial, a la posición inversora internacional.

---

<sup>1</sup>

[https://comercio.gob.es/InversionesExteriores/Publicaciones/Historico%20de%20boletines/metodolog%C3%A1a/Manual\\_Balanza\\_de\\_pagos\\_Sexta\\_Edicion.pdf](https://comercio.gob.es/InversionesExteriores/Publicaciones/Historico%20de%20boletines/metodolog%C3%A1a/Manual_Balanza_de_pagos_Sexta_Edicion.pdf)

### 12.1.1. Estructura de la balanza de pagos

La balanza de pagos es un registro contable que recoge, de forma sistemática, todas las **transacciones económicas** que tienen lugar, durante un cierto período de tiempo, entre los residentes de un país y los residentes de otros países (*no residentes* o *resto del mundo*). Es, por tanto, un **registro de flujos**. La Posición de Inversión Internacional muestra el valor y la composición, en un momento dado, de las tenencias de activos y pasivos financieros frente al exterior y presenta los saldos, activos y pasivos. Es por tanto un registro de *stocks netos*.

Según el VI Manual del FMI, sus principales componentes son la cuenta corriente y la cuenta financiera. La balanza de pagos registra positivamente las transacciones según impliquen un ingreso en el país desde el exterior y negativamente aquellas que suponen un gasto del país hacia el exterior.

a) Se contabilizan como un **crédito (+)** todas las transacciones que:

1. dan lugar a un *pago del resto del mundo* (ingreso).
2. suponen la *venta en el exterior* (exportación) de un bien o un activo.
3. originan una *oferta de divisas*.

b) Se contabilizan como un **débito (-)** todas las transacciones que:

1. dan lugar a un *pago al resto del mundo*.
2. suponen la *compra en el exterior* (importación) de un bien ó un activo.
3. originan una *demanda de divisas*.

El pago (ingreso) del resto de mundo se registra como una entrada que compensa la transacción que lo ha generado. Cada transacción va a generar dos asientos dentro de la balanza de pagos: por un lado, el asiento correspondiente al ingreso o gasto debido a la operación económica que se haya realizado; en segundo lugar, un asiento en la columna contraria donde se registra la contrapartida (si es un ingreso aparecería en la columna de pagos) de la operación económica.

Es por esto por lo que la balanza de pagos debería registrar un saldo nulo y, por lo tanto, estar siempre en equilibrio. Lo cual no impide que las diversas sub-balanzas, en las cuales se divide el documento de la balanza de pagos puedan estar en situación de déficit o superávit. La situación de déficit se producirá cuando los pagos sean mayores que los ingresos y la de superávit cuando los ingresos sean mayores que los pagos. Así podemos

tener que la balanza de cuenta corriente está en situación de déficit mientras que la balanza financiera esté en situación de superávit, de manera que una compensa la otra, siendo el resultado final que la balanza de pagos estará siempre en equilibrio.

En España, la información acerca de estas operaciones económicas proviene de distintos organismos públicos: el comercio de bienes de la Dirección General de Aduanas, el comercio de servicios del Instituto de Estudios Turísticos, las transferencias de la Intervención General de la Administración del Estado y la inversión directa del Ministerio de Economía.

La estructura de la balanza de pagos del VI Manual ha cambiado respecto de la quinta edición. Primero, la balanza por cuenta corriente se desdobra en balanza por cuenta corriente y por cuenta de capital; y, segundo, la cuenta financiera incluye ahora la cuenta financiera anterior y, además, la variación de las reservas internacionales brutas y los ajustes por valoración. La partida de errores y omisiones se mantiene igual. El saldo conjunto de las cuentas corriente y de capital es lo que se denomina, *capacidad o necesidad de financiación de la economía*.

**Figura 12.1.** Estructura de la Balanza de Pagos y de la Posición de Inversión Internacional según el VI Manual del FMI. Fuente: Banco de España<sup>2</sup>



<sup>2</sup> <https://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/htmls/notamet/notametBpPii.pdf>

### *12.1.2. La Balanza de Cuenta Corriente*

La cuenta corriente se subdivide en tres balanzas: bienes y servicios — que incluye turismo y viajes—, renta primaria y renta secundaria. La renta primaria incluye las del trabajo, las de la inversión y otras rentas primarias (impuestos a la producción e importaciones y subvenciones) y en general rentas o ingresos de los propietarios de los factores de la producción. La renta secundaria incluye las transferencias y transacciones sin contrapartida; donaciones públicas —difíciles de distinguir de las de la balanza de capital- o privadas.

La situación de déficit o superávit en esta balanza por cuenta corriente expresa la diferencia entre el ahorro y la inversión de la economía. Es decir, si la economía tiene necesidad de ser financiada o si, por el contrario, es una economía que financia al exterior.

#### *Balanza de bienes y servicios*

Todas aquellas ventas que se realizan a no residentes suponen una exportación y, por lo tanto, un ingreso para el país, mientras que todas aquellas compras que se realizan a no residentes suponen una importación y por lo tanto un gasto para el país. En el caso de los bienes, el criterio es que se traslada la propiedad de estos desde un residente a un no residente. Una de las modificaciones más importantes ha sido la reclasificación del comercio triangular de mercancías (*merchanting*) de la cuenta de servicios a la cuenta de bienes. En estas operaciones un bien es adquirido por un residente de un no residente, pero con la intención de ser revendido a otro no residente. También se incorporan las actividades ilegales en bienes y servicios, ya que se ha avanzado mucho en la posibilidad de medirlas de acuerdo con la guía de recomendaciones metodológicas realizada por el Eurostat.

La prestación de servicios transfronterizos está teniendo una importancia cada vez mayor gracias a las nuevas tecnologías de la información. La mejora de las formas de medición también ha tenido su impacto en este auge. El criterio de registro es similar al de los bienes: servicios prestados o recibidos por los residentes a no residentes, o viceversa.

Dentro de esta cuenta se contemplan dos grandes rúbricas, especialmente relevantes en el caso español: a) Turismo<sup>3</sup> y Viajes y b) Servicios no turísticos.

La rúbrica de Turismo y Viajes incluye los bienes y servicios adquiridos por residentes en una economía durante su estancia en otra economía distinta por motivos de negocios o personales — incluidos los de salud y educación—, *con estancias inferiores a un año*. En el caso de España, la estimación de los ingresos por turismo utiliza los resultados de la encuesta de gasto turístico de no residentes EGATUR. En el caso de los pagos, las estimaciones están basadas en información obtenida por el Banco de España de los Sistemas de Pago acerca de operaciones exteriores liquidadas con tarjetas bancarias emitidas contra cuentas en España. Como novedad respecto al V Manual, se incorpora al turismo el gasto por los alquileres de largo plazo imputados a propietarios de inmuebles que están situados en países que no son el del residente. Así, si un no residente alquila un inmueble en España durante largo tiempo, genera un ingreso que se incluye dentro de la partida de turismo.

La rúbrica de Servicios no turísticos se nutre fundamentalmente de la Encuesta de Comercio Internacional de Servicios (ECIS) del INE<sup>4</sup>, complementada con fuentes sectoriales. Se desglosa en varias partidas:

- a) Servicios de transformación y reparación. Estos servicios incluyen la transformación de bienes, ensamblaje, empaquetado, etc. y los trabajos de mantenimiento y reparación realizados por empresas que no son dueñas de esos bienes.
- b) Transporte
- c) Construcción. Los que se presten o reciban sin constituir una filial o sucursal en el país de emplazamiento de la obra
- d) Servicios de seguros y pensiones
- e) Servicios financieros. Los servicios que los intermediarios financieros prestan a sus clientes.

---

<sup>3</sup> En España, el INE elabora una estadística detallada del turismo que se recoge en una cuenta satélite: [https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736169169&menu=ultiDatos&idp=1254735576863](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736169169&menu=ultiDatos&idp=1254735576863)

<sup>4</sup>

[https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=estadistica\\_C&cid=1254736174702&menu=ultiDatos&idp=1254735576778](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=estadistica_C&cid=1254736174702&menu=ultiDatos&idp=1254735576778)

- f) Cargos por el uso de la propiedad intelectual. Compras y ventas de derechos de uso de patentes, diseños, franquicias o marcas comerciales
- g) Servicios de telecomunicaciones, informáticos y de información. Transacciones por la emisión o transmisión de sonidos, imágenes, datos u otra información por teléfono, telegrama, radio, TV, etc. y los de telefonía móvil o acceso a Internet
- h) Otros servicios empresariales. Esta rúbrica incluye entre otros, los servicios de I+D, consultoría, arquitectura, ingeniería, y los relacionados con el comercio internacional.
- i) Servicios personales, culturales y recreativos.
- j) Bienes y servicios del gobierno. Agrupa los cobros y pagos ligados a gastos de embajadas, consulados, unidades militares

#### *Balanza de rentas primarias*

En esta balanza se registran las rentas de empleados, rentas de la inversión y otras rentas primarias (impuestos a la producción e importaciones y subvenciones), y en general, todas las rentas vinculadas a procesos productivos y rendimientos de activos financieros. Se divide en dos grandes rúbricas, rentas del trabajo y rentas de la inversión.

Las rentas del trabajo incluyen la remuneración en bruta de los trabajadores fronterizos, estacionales y temporeros. Los datos se calculan estimando el número de trabajadores desplazados y aplicando una remuneración media, teniendo en cuenta información sobre el país de establecimiento y la rama de actividad.

#### *Balanza de rentas secundarias:*

En esta balanza se registran transferencias corrientes entre residentes y no residentes. Las transferencias implican una entrega de dinero que no tiene una contrapartida directa por parte de quién se beneficia de ello. Es decir, en la transferencia se proporciona, por parte de una unidad institucional a otra, un bien un servicio, un activo financiero o un activo no producido sin que a cambio se obtenga un artículo que tenga un valor económico.

En la rúbrica de transferencias personales se incluyen las remesas de trabajadores, que son todas las transferencias entre hogares independientemente de su relación y en el caso de algunas economías emergentes de tamaño reducido (Guatemala, Honduras) pueden

representar una parte importante de su PIB.<sup>5</sup> La rúbrica otras transferencias recoge el pago/cobro de impuestos aplicados a las rentas del trabajo y la inversión, así como prestaciones de los sistemas de protección social.

### *12.1.3. Balanza de capital*

En la balanza de capital se registran las transferencias de capital sin contraprestación. Como en el caso de las transferencias corrientes aquí nos encontramos también con que se produce una transmisión de valor económico que no tiene contraprestación. Pero en este caso está vinculada a bienes de capital fijo o bien a transferencias de bienes de capital fijo, o bien de dinero, pero vinculado a la adquisición o enajenación de activos fijos. En cualquier caso, no incluye el capital financiero, que se recoge en la cuenta financiera.

Estas operaciones pueden ser privadas como ocurre por ejemplo con los fondos procedentes de la liquidación del patrimonio de los emigrantes al trasladarse a España. Pero también pueden ser públicas como ocurre con las transferencias de la UE para el desarrollo regional (FEDER) y los fondos de cohesión para mejoras estructurales en proyectos industriales y de medio ambiente. En cualquier caso, supone una transferencia unilateral de capital que no tiene contrapartida y que, además, no va a suponer un cambio en la renta nacional bruta disponible,

También incluye aquellas compraventas de activos intangibles (patentes, marcas, derechos de autor) y compraventa de activos no financieros no producidos (como tierras, terrenos y activos del subsuelo, derechos forestales, derechos minerales, agua, derechos de pesca espectro electromagnético y activos del aire); contratos de arrendamiento y licencia; y, finalmente, activos de Comercio como las marcas comerciales, logotipos, nombres de dominios, etcétera.

### *12.1.4. Balanza financiera*

La cuenta financiera recoge las diferencias entre la compra y venta de activos financieros que se realizan entre agentes económicos nacionales y los del resto del mundo. Muestra

---

<sup>5</sup> Según algunas estimaciones, las remesas de emigrantes de estos países pueden llegar a representar el 10% de su PIB.

la adquisición de activos y la emisión de pasivos en términos netos. La contabilización en términos netos es necesaria porque se registran operaciones por las cuales agentes residentes y no residentes quedan en posición acreedora o deudora, es decir, emiten un crédito o incurren en un débito.

Las ventas de activos financieros interiores generan una posición deudora respecto al resto del mundo y por tanto una entrada de capital a cambio de la venta de un título o pasivo financiero. En terminología económica, se consideran importaciones de capital. La adquisición de activos financieros del exterior genera una posición acreedora frente al resto del mundo y por tanto una salida de capital a cambio de la adquisición del título o activo financiero. Se consideran exportaciones de capital.

**Figura 12.2.** Implementación de la Sexta Edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI. Banco de México, mayo de 2017.

MBP5			MBP6		
	Salida de recursos (signo -)	Entrada de recursos (signo +)		Aumento (signo +)	Disminución (signo -)
Activos	Aumento de activos	Disminución de activos	Adquisición neta de activos financieros	Salida de recursos	Entrada de recursos
Pasivos	Disminución de pasivos	Aumento de pasivos	Pasivos netos incurridos	Entrada de recursos	Salida de recursos
Saldo de la Cuenta Financiera = Activos + Pasivos			Saldo de la Cuenta Financiera = Activos - Pasivos		
			Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)		

En la presentación de la edición 5 del Manual las exportaciones de capital se contabilizaban como una salida de recursos y, por tanto, con signo negativo, como si fueran una importación de bienes. En el manual VI se cambia la convención del signo en la cuenta financiera para el cálculo de los flujos netos con el objetivo de que se exprese igual que la Posición de Inversión Internacional, es decir, como activos menos pasivos. Esto quiere decir, que, si hay una salida de fondos, la posición neta de la cuenta financiera pasa a tener un signo positivo: representa un aumento de la posición acreedora.

Todas estas operaciones se registran siguiendo un principio de devengo y por lo tanto en el momento en el que los agentes económicos traspasan la propiedad económica.



### *Cuenta financiera*

$$\begin{aligned} &= \text{Ventas de Activos Financieros Interiores} \\ &- \text{Compras de Activos Financieros Exteriores} \\ &= \text{Entradas de capital} - \text{Salidas de capital} \\ &= \text{Variación Neta de Pasivos} - \text{Variación Neta de Activos} \end{aligned}$$

La cuenta financiera se divide en 5 balanzas distintas dependiendo de cuál sea el tipo de activo o pasivo financiero que se está intercambiando:

- a) Inversión directa: este tipo de inversión se distingue cuando un inversor residente en un país adquiere una influencia significativa sobre la propiedad de una empresa residente en otro país. Normalmente estas operaciones consisten en transacciones y los saldos de inversión directa que se utilicen en operaciones de carácter financiero entre empresas de un mismo grupo. Para definir si se adquiere el control o si la empresa es realmente del grupo de la matriz, se establece como criterio un poder de voto igual o mayor al 10%. Un poder de voto que es creciente hasta alcanzar la mayoría cuando se sobrepasa el 50%. Cuando se presenta la inversión extranjera de acuerdo con el principio direccional, se calcula del siguiente modo:

*Inversiones de España en el exterior = A (activos de matriz española frente a la filial extranjera) - B (pasivos de matriz española frente a la filial extranjera) + C (activos de filiales frente a otras filiales del mismo grupo) - D (pasivos de filiales frente a otras filiales del mismo grupo cuando la matriz última es residente).*

*Inversiones del exterior en España = E (pasivos de filiales españolas frente a matrices extranjeras) - F (pasivos de filiales frente a otras filiales del mismo grupo) + G (pasivos de filiales frente a otras filiales del mismo grupo, cuando la matriz última es no residente) - H (activos de filiales frente a otras filiales del mismo grupo, cuando la matriz última es no residente).*

- b) Inversiones de cartera: son aquellas que involucran a activos y pasivos financieros que son distintos de los incluidos en la inversión directa. Son inversiones que pueden deshacerse rápidamente y no están relacionadas, en cualquier caso, con el control de las empresas objeto de inversión. En el manual 6 eso significa que los beneficios reinvertidos de los fondos de inversión ahora aparecerán como renta que se atribuye a los partícipes, lo que implica que aparecen en la cuenta financiera como un incremento de la inversión. También, la distinción entre bonos, obligaciones e

instrumentos del mercado monetario queda restringida al plazo temporal y sólo se distingue entre instrumentos financieros a corto y largo plazo.

- c) Derivados financieros (opciones, futuros, etcétera, pero no reservas) y opciones de compra de acciones por parte de empleados.
- d) Otras inversiones: se registran operaciones de préstamos y créditos comerciales, así como depósitos en entidades financieras. Aquí aparecen todas transacciones que no pueden incluirse en las anteriores balanzas. A partir del manual 6 se incluyen más apartados en los que se registran: préstamos (incluidos los del FMI), las asignaciones de derechos especiales de giro (DEG) por parte del Fondo Monetario Internacional a sus países componentes, otras participaciones del capital, activos y pasivos relacionados con seguros, pensiones y mecanismos normalizados de garantía, moneda y depósitos reservas técnicas de seguros no de vida, seguros de vida derechos en fondos de pensiones, derechos a rentas vitalicias y provisiones para las peticiones de fondos de inversión de garantías normalizadas, créditos y anticipos comerciales.
- e) Variaciones de reservas: incluye los incrementos netos de medios de pago internacionales como monedas extranjeras, oro o derechos especiales de giro.
  - a. Saldo de la balanza de pagos, errores y omisiones.

Al tratarse de un documento contable, el saldo de la balanza de pagos tiene que ser cero. Esto implica que el saldo de la balanza por cuenta corriente + la de capital debe ser igual al saldo de la cuenta financiera.

$$BCC+BCK=BCF.$$

Esto implica que un país que tenga superávit,  $BCC+BCK>0$ , debe tener también un saldo positivo en la cuenta financiera. Esto significa que su posición acreedora aumenta y, por tanto, “presta” su excedente financiero al resto de mundo comprando más activos financieros exteriores que la deuda que vende al resto del mundo.

Sin embargo, estos saldos generalmente no coinciden. La razón son los problemas estadísticos que conlleva la compilación de las balanzas de pagos. Las fuentes de las desviaciones son diversas: errores de muestreo, dividendos o intereses no declarados, discrepancias temporales y las operaciones ilícitas o ilegales. Para asegurar que la suma de todos los registros es igual a cero, es necesario incorporar la categoría de Errores y Omisiones, que se define la suma de los saldos de las tres balanzas con signo negativo:

$$\text{Errores y Omisiones} = -(\text{BCC} + \text{BCK} + \text{BCF})$$

### 12.1.5 La Posición de Inversión Internacional

La Posición Inversión Internacional (*Net International Investment Position* NIIP) es la diferencia entre la posición en activos exteriores (A) de un país y su posición de pasivos exteriores (L)

$$\text{NIIP} = A - L$$

Si su saldo es negativo, entonces el país tiene una posición deudora frente al resto del mundo mientras que, si es positivo, es un acreedor neto del resto del mundo. Al contrario que la balanza financiera, es una cuenta de stocks, no de flujos.

Por tanto, hay que tener en cuenta que la Posición de Inversión Internacional varía por dos motivos. En primer lugar, la capacidad o necesidad de financiación que genera una economía en un momento del tiempo. Un país con déficit por cuenta corriente tendrá una variación neta de pasivos frente al exterior mayor que la de los activos financieros. Su saldo de balanza por cuenta financiera será también negativo, dado que ha tenido que contraer deudas para financiar el exceso de importaciones sobre las exportaciones. Pero mientras la cuenta financiera refleja la *variación neta*, la Posición de Inversión Internacional refleja la *acumulación (o desacumulación) de activos y pasivos en el tiempo*. El exceso de pasivos en  $t$  se suma a los pasivos ya contraídos en años precedentes. En segundo lugar, los activos y pasivos financieros pueden sufrir cambios en la valoración con consecuencia de cambios en su precio (si son acciones) o por variaciones en el tipo de cambio (si están emitidos en moneda extranjera).

$$\text{Variación de la NIIP en } t = \text{saldo C/C en } t + \text{cambios de valoración en } t.$$

## 12.2. El mercado de divisas y el tipo de cambio

El comercio internacional implica el intercambio no sólo de mercancías, sino también de monedas nacionales. Los mercados de monedas nacionales o divisas son aquellos en los cuales se intercambian unas divisas por otras y se determina el precio de ese intercambio.

Ese precio, por ejemplo, que 1 dólar se intercambia por 80 yenes es lo que denominamos tipo de cambio nominal entre el dólar y el yen.

Denotaremos en lo que sigue al *tipo de cambio nominal* con la letra *E* y expresará la cantidad de una moneda extranjera que se puede adquirir con una unidad de moneda nacional.

$$E_{\$/\epsilon} = \frac{\text{Moneda extranjera}}{\text{Moneda nacional}} = \frac{\$}{\epsilon}$$

Este intercambio de divisas es necesario para el comercio internacional bienes y servicios. En general, los residentes de un país, por ejemplo, ofrecen su propia moneda nacional a cambio de moneda extranjera con el objetivo de demandar bienes y servicios, hacer turismo o comprar activos financieros en aquel país.

También podemos medir el **tipo de cambio real** que mide la evolución de los precios de una determinada cesta de bienes y servicios de un país respecto de otro país, expresadas ambas en una misma moneda (la nacional, por ejemplo).

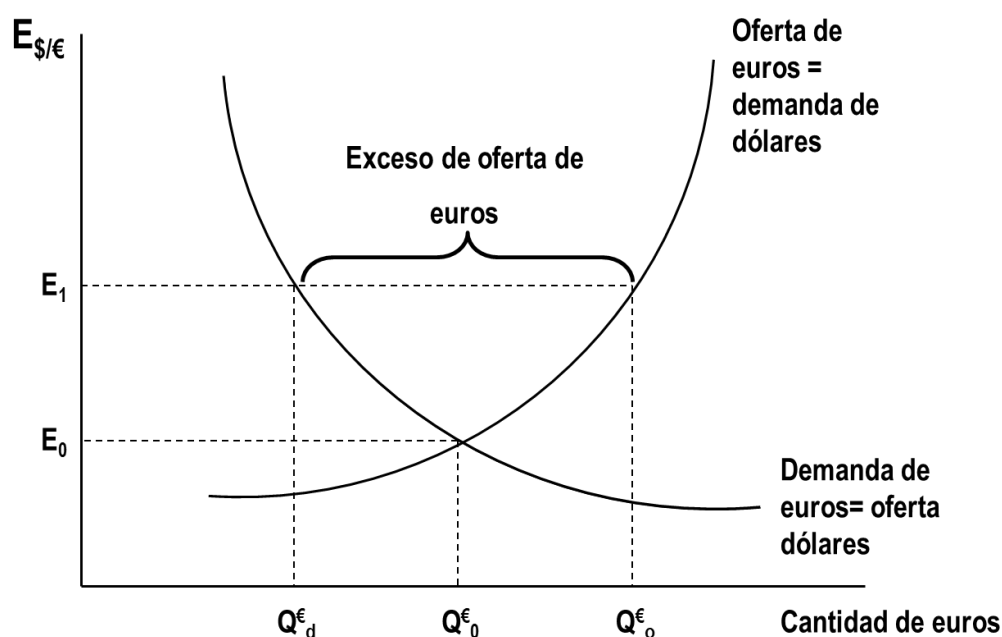
$$TCR = \frac{E_{\$/\epsilon} \cdot P^*}{P}$$

Donde P y P\* se refieren al Índice de Precios al Consumo de los dos países.

#### *12.2.1. La determinación del tipo de cambio: el enfoque del equilibrio de flujos*

La determinación de estos precios depende, por lo tanto, de los flujos de la oferta y demanda de divisas en los mercados internacionales o mercados de divisas. Para simplificar, vamos a suponer la existencia únicamente de dos divisas: el dólar y el euro. En el gráfico, se expone la situación de un mercado en el que se intercambian euros a cambio de dólares. Por lo tanto, la divisa que es objeto de intercambio es el euro. El gráfico representa la situación de un agente económico estadounidense que desea adquirir, o vender, euros a cambio de su moneda nacional. Si el tipo de cambio fuera  $E_1$ , el mercado estaría en desequilibrio al existir un exceso de oferta de euros. Esa abundancia relativa produciría una reducción del precio del euro expresado en dólares hasta que la oferta y la demanda se igualarán al tipo de cambio  $E_0$ . La oferta y la demanda de euros tienen como reverso la demanda y la oferta de dólares. los agentes económicos ofrecen euros demandando a su vez dólares y demandan euros ofreciendo a su vez dólares.

**Figura 12.3.** Representación esquemática del mercado de divisas



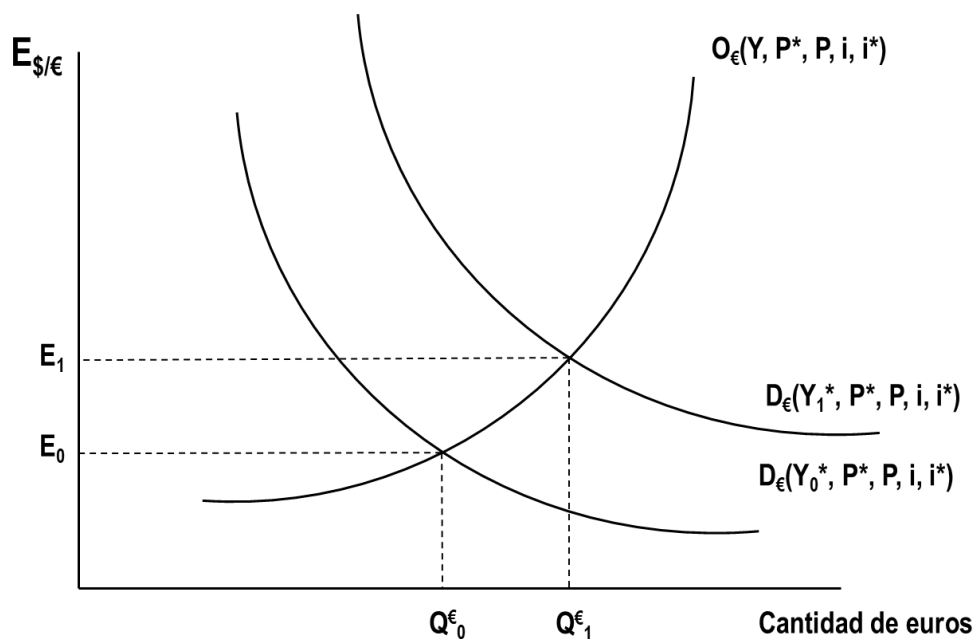
La demanda de euros se verá condicionada por la capacidad adquisitiva de los agentes económicos extranjeros que podemos reflejar en el nivel de la renta externa ( $Y^*$ ). Cuanto mayor sea esta, mayor será la cantidad de bienes y servicios que desearan adquirir en otro país haciendo crecer las exportaciones. Otro factor que influye sobre la demanda es la relación entre los precios nacionales ( $P$ ) y los precios extranjeros ( $P^*$ ). Un abaratamiento de los bienes internos en relación con los bienes externos llevará a una reducción de las importaciones y un aumento de las exportaciones. También tienen mucha influencia sobre el tipo de cambio las variaciones en los tipos de interés de los activos financieros. Un incremento de la rentabilidad de los activos financieros estadounidenses ( $i^*$ ), por ejemplo, aumentaría la oferta de euros (y correspondientemente, la demanda de dólares). Esta cuestión la trataremos más extensamente un poco más adelante.

De igual manera, la oferta de euros se ve condicionada por la capacidad adquisitiva de los agentes económicos nacionales, reflejada en su renta interna ( $Y$ ); un incremento de la renta nacional llevará a un aumento de las importaciones. De igual manera, la oferta de euros se ve influida por los precios relativos y los tipos de interés relativos. Un encarecimiento de los productos nacionales respecto de los extranjeros llevaría a un aumento de la oferta de euros destinado a adquirir productos fuera de las fronteras. Y un

aumento de la rentabilidad de los activos financieros extranjeros, también incrementaría la oferta de euros destinada a aprovechar esa oportunidad de ganancia.

Los desplazamientos de la oferta y la demanda de divisas, debidas a cambios en las variables de las que dependen, explicarán también las fluctuaciones del tipo de cambio. Un incremento de la demanda de euros producirá *una apreciación* del euro, o lo que es lo mismo, un incremento de su precio en términos de la divisa extranjera (el dólar).

**Figura 12.3.** Cambio en la demanda de divisas



Esta apreciación de la moneda nacional que se corresponde con un aumento del tipo de cambio  $E$  implica, al mismo tiempo, un fortalecimiento del euro y que el dólar se debilite. Es decir, con un euro se podrán adquirir ahora más productos en los Estados Unidos y, contrariamente, un dólar podría adquirir menos productos españoles. Eso se traduce en una reducción de la competitividad de los bienes y servicios nacionales lo cual incentivar a un incremento de las importaciones y una reducción de las exportaciones. Por lo tanto, en condiciones normales tenderá a producir un déficit por cuenta corriente. Los efectos contrarios se generarían en el caso de una depreciación de la moneda nacional cuando el tipo de cambio  $E$  se redujese.

*12.2.2. La determinación del tipo de cambio: el enfoque de la condición de equilibrio de los stocks o Paridad No Cubierta de Intereses.*

En el anterior enfoque, veíamos cómo los flujos de bienes, servicios y capitales que se realizaban entre los diversos países, provocaban variaciones en la demanda y la oferta de divisas. Sin embargo, debido a la enorme volatilidad de los tipos de cambio y la incapacidad del enfoque del equilibrio de flujos para explicarla, se propuso un nuevo enfoque, el de “la condición de equilibrio de los stocks”.

En este enfoque es necesario partir de la siguiente consideración: la moneda, ya sea nacional o extranjera, es un activo financiero y, como vimos al explicar el comportamiento del mercado de dinero, compite con otros activos financieros en la decisión de los agentes económicos de mantener su riqueza. Por lo tanto, el tipo de cambio se determinaría de la misma forma que se determina el precio de otros activos financieros que se pueden intercambiar dentro de los mercados.

En este sentido, los agentes pueden decidir entre adquirir activos financieros de renta fija dentro de su país o hacerlo en el extranjero. La diferencia de rentabilidad entre los activos financieros nacionales y extranjeros será una variable determinante de la demanda que hagan los agentes económicos de divisas, ya que los activos financieros extranjeros no pueden comprarse con la moneda nacional y esta deberá ser convertida en la divisa extranjera para poderse realizar la operación. Al mismo tiempo, los cambios en la decisión de invertir en el propio país o en el extranjero se traducirán en movimientos de divisas de unos países hacia otros y, por lo tanto, en variaciones del tipo de cambio.

Sin embargo, la obtención de la rentabilidad en un activo financiero depende de que transcurra un determinado tiempo. Si suponemos que el activo financiero que podemos adquirir en el extranjero madura en un año, es decir, no nos devolverán el dinero que hemos prestado hasta que transcurra ese periodo de tiempo, podemos tener por seguro que el tipo de cambio ya no será el mismo con el que hicimos la operación de comprar las divisas. Esto hace que la rentabilidad de la operación de adquirir activos financieros en el extranjero sea especialmente arriesgada y depende en gran medida de cuál sea la expectativa sobre el tipo de cambio futuro que forman los agentes económicos.

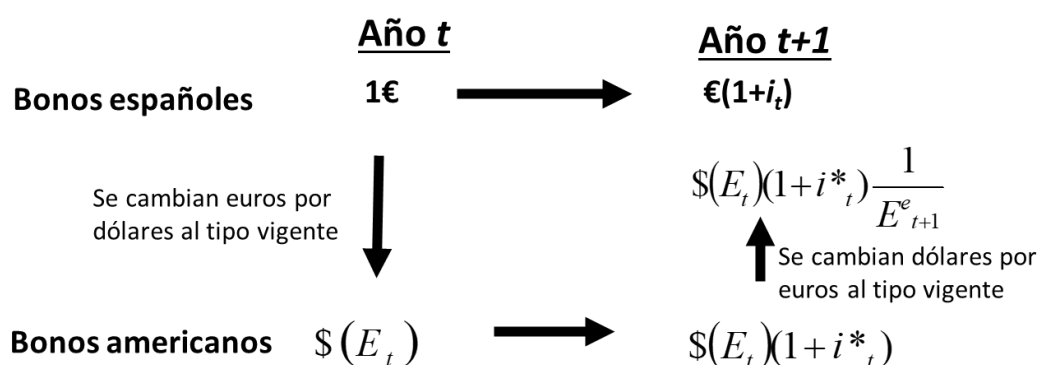
Para analizar cómo influyen las variaciones de los tipos de interés nacionales y extranjeros sobre la demanda de divisas, se suele utilizar un planteamiento denominado ***la paridad no cubierta de intereses***. Partamos de suponer que los agentes económicos siempre moverán divisas de un país hacia otro cuando perciban un diferencial de rentabilidad entre ellos. Lo cual quiere decir que, cuando perciban que las rentabilidades esperadas de

ambos activos, el nacional y el extranjero, son iguales se abstendrán de variar su demanda u oferta de divisas.

En una operación de este tipo, el agente económico se enfrenta a elegir entre dos opciones: comprar bonos españoles a un tipo de interés conocido o comprar bonos americanos a un tipo de interés en el extranjero conocido y a un tipo de cambio actual también conocido. El problema surge cuando, transcurrido el tiempo de maduración del bono americano, hay que convertir los dólares ganados en euros. Mientras que la rentabilidad en euros de los bonos españoles es perfectamente conocida, la de los bonos americanos dependerá del tipo de cambio que exista en el futuro. Es decir:

**Figura 12.4.** Esquema del mecanismo de la paridad descubierta de intereses

**Rendimientos esperados de la tenencia de bonos españoles y americanos a 1 año**



El flujo de divisas entre un país y otro se estabilizaría cuando la rentabilidad futura de ambas inversiones fuera exactamente la misma. En ese caso, los agentes económicos no tendrían incentivos para trasladar sus ahorros de un país a otro. Esa situación se daría cuando:

$$1 + i_t = (E_t)(1 + i_t^*) \left( \frac{1}{E_{t+1}^e} \right)$$

Dónde:  $E_{t+1}^e$  es el tipo de cambio nominal entre el dólar y el euro esperado siendo  $i_t^*$  la rentabilidad del bono americano. Esta condición de equilibrio del mercado de divisas puede reformularse algebraicamente de la siguiente manera:



$$1 + i_t = \left( \frac{(1+i^*_t)}{[1+(E^e_{t+1}-E_t)/E_t]} \right)$$

Esta sería la condición de *equilibrio de los stocks*. Siendo  $\frac{E^e_{t+1}-E_t}{E_t}$  la tasa de apreciación esperada de la moneda nacional o valor esperado del tipo de cambio (VETC). Si esta tasa es positiva los agentes económicos esperarían una apreciación del euro y, por lo tanto, la rentabilidad esperada de los bonos americanos se haría más pequeña. Lo contrario ocurriría si esta tasa fuera negativa, en ese caso se esperaría una depreciación del euro y la rentabilidad esperada de los bonos americanos se haría más grande.

Realizando algunas operaciones y simplificando obtendríamos la siguiente aproximación:

$$i_t \approx i^*_t - \frac{E^e_{t+1}-E_t}{E_t} \quad (12.5)$$

Esta condición de equilibrio representa la situación en la que los agentes económicos no tienen incentivo a trasladar su ahorro de un país a otro, de tal manera que el tipo de cambio permanecería constante.

### 12.2.3. La determinación del tipo de cambio: la paridad del poder adquisitivo

En el corto plazo los dos enfoques anteriores explican adecuadamente la alta volatilidad que sufren los tipos de cambio. Sin embargo, en el largo plazo los tipos de cambio están principalmente determinados por los precios relativos que tienen los bienes y servicios en los distintos países. En este contexto, tiene una importancia especial la llamada **teoría de la paridad del poder adquisitivo** (PPA). La idea que está detrás de la teoría es que el tipo de cambio tiende a igualar el coste de adquirir los bienes en el propio país, con el coste de adquirir los bienes en el extranjero. O, dicho de otro modo, que en condiciones de libre competencia, y si no existiesen barreras al libre movimiento de los bienes, los precios entre los diversos países tenderían a ser los mismos. En el momento que se produjeran divergencias entre ellos, los agentes económicos iniciarían procesos de arbitraje comprándolos allí donde son más baratos y trasladándolos para su venta allí donde fueran más caros.

La teoría se puede enunciar desde dos perspectivas distintas:

- a) Paridad de poder adquisitivo absoluta: el tipo de cambio responde únicamente a los precios relativos entre los dos países.

$$E_{\$/\epsilon} = \frac{P^*}{P} \quad (12.6)$$

Obsérvese, que en este caso el TCR = 1. Esta teoría predice que un aumento de los precios nacionales provocará una depreciación de la moneda nacional en los mercados de divisas.

- b) Paridad del poder adquisitivo relativa: los precios en los tipos de cambio varían en una proporción que mantiene constante el poder adquisitivo de una moneda respecto de la otra. Se puede representar de forma exacta:

$$\frac{E_{\$/\epsilon,t}}{E_{\$/\epsilon,t-1}} = \frac{P_t^*/P_{t-1}^*}{P_t/P_{t-1}} \quad (12.7)$$

o de forma relativa:

$$\frac{E_{\$/\epsilon,t} - E_{\$/\epsilon,t-1}}{E_{\$/\epsilon,t-1}} = \pi^* - \pi \quad (12.8)$$

Dónde  $\pi$  representa la inflación. Por lo tanto, disparidades entre la inflación de los dos países tenderían a hacer variar el tipo de cambio. En concreto, un aumento de la inflación externa llevaría a una apreciación nominal de la moneda nacional ya que los agentes económicos extranjeros intentarían adquirir productos en nuestro país.

La evidencia empírica no encuentra pruebas que avalen la teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo, principalmente, porque no tiene en cuenta la existencia de costes de transporte, barreras al comercio, existencia de mercados de competencia imperfecta (oligopolios) ni las diferencias que existen en las respectivas mediciones de los niveles de precios en los diferentes países. Aunque las desviaciones de la teoría respecto de la observación son más acusadas en el corto plazo que en el largo.

#### *12.2.4. Sistemas de tipos de cambio: flexibles, fijos y mixtos*

Los regímenes de tipos de cambio usuales son de tres tipos: el régimen de tipos de cambio flexibles, el régimen de tipos de cambio fijos y el régimen de tipo de cambio mixto.

**Un tipo de cambio flotante o flexible** es aquel en el que se deja que las fuerzas de la oferta y la demanda fijen el tipo de cambio. Por lo tanto, no existe intervención por parte de agencias gubernamentales o de bancos centrales en su determinación. Cuando esto

ocurra, hablaremos de que el sistema es de “flotación limpia”, para distinguirlo de aquellos casos en los cuales los bancos centrales intervienen en los mercados de divisas con el objetivo de influir en el tipo de cambio. Este último caso es lo que se denomina una “flotación sucia”. La manera en la que se determina el tipo de cambio en este tipo de régimen ha sido comentada con anterioridad al explicar la determinación del tipo de cambio bajo el “enfoque del equilibrio de flujos”.

**Un régimen de tipo de cambio fijo** es un sistema en el que las autoridades deciden mantener un tipo de cambio fijo en una determinada paridad o valor.

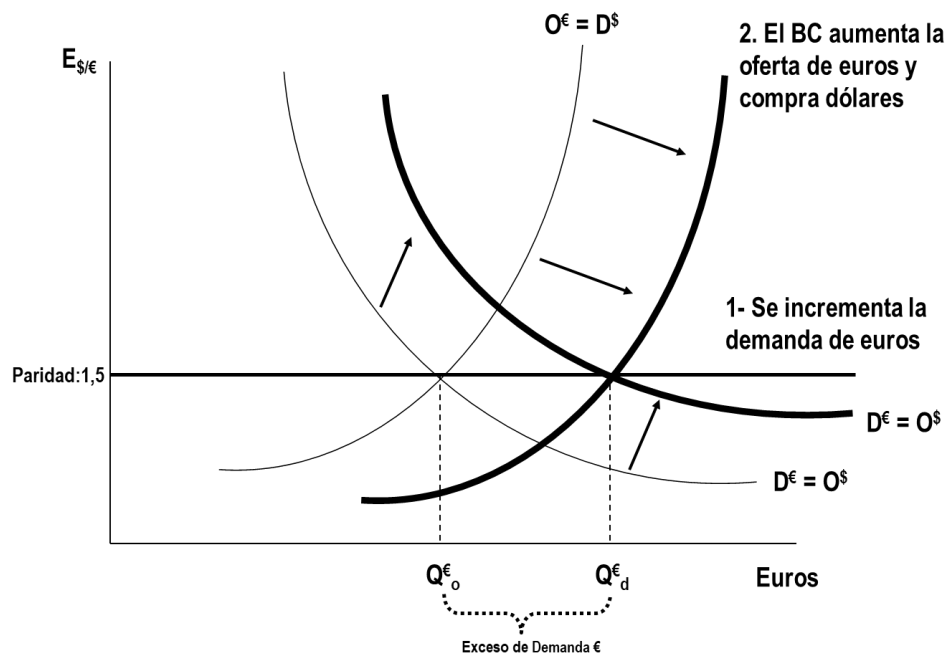
Por ejemplo, bajo el sistema monetario internacional del patrón oro, todas las divisas establecían un valor fijo respecto de este metal precioso. Tras los acuerdos de Bretton - Woods se establecieron tipos de cambio fijos entre las diversas divisas que duraron entre 1944 y 1971, siendo el dólar la única divisa que mantenía un valor fijo respecto del oro y respecto de la cual mantenían las demás divisas su valor fijo.

En un sistema de este tipo, las variaciones en el tipo de cambio que lo fijan en un nivel distinto, se denominan *devaluaciones* o *reevaluaciones*. Una *devaluación* se produce cuando se reduce la paridad del tipo de cambio. Una *revaluación* cuando la paridad se establece en un nivel más alto.

Teniendo en cuenta que las fuerzas de la demanda y la oferta de divisas no desaparecen por la decisión gubernamental de mantener un tipo de cambio fijo, los bancos centrales tienen que hacer posible que el valor de la divisa nacional se mantenga fija respecto de las demás divisas internacionales. Para ello, deben intervenir en los mercados de divisas contrarrestando los flujos de demanda y de oferta. Si se incrementa la demanda de la divisa nacional, el Banco Central deberá venderla comprando divisas internacionales. Dicho de otro modo, el Banco Central tiene que corregir los excesos de oferta o los excesos de demanda de su divisa que se producen en los mercados, ofreciendo toda la divisa que se demande o demandando toda la divisa que se ofrezca.

En el siguiente gráfico, planteamos un incremento de la demanda de euros (debida, por ejemplo, a un aumento de la renta nacional que lleva a un incremento de las importaciones). El exceso de demanda de euros provocaría una escasez relativa de euros que los encarecería, aumentando el tipo de cambio. Para evitar ese aumento, el Banco Central deberá comprar todo ese exceso y, para ello, deberá ofrecer a cambio divisas extranjeras, en este caso, dólares.

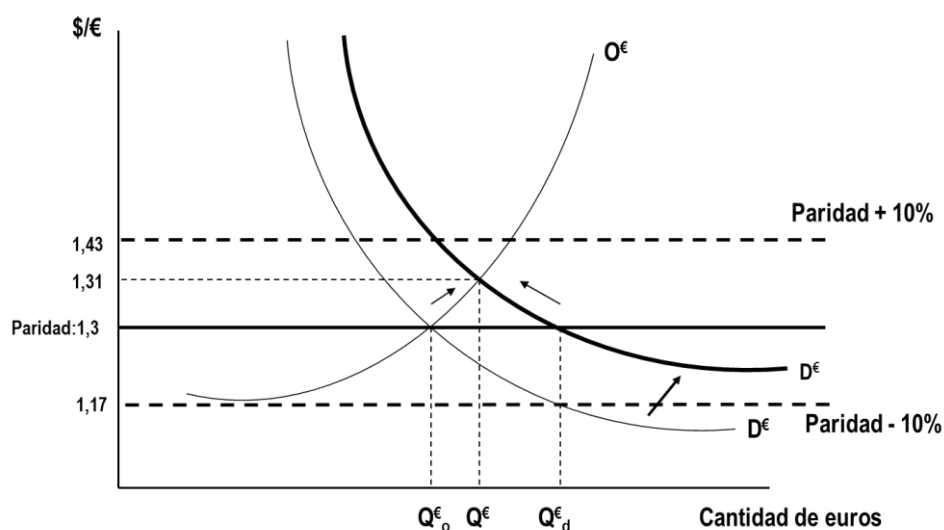
**Figura 12.5.** Aumento de la demanda de euros por aumento de la renta



La mayoría de los países suelen influir en la evolución del tipo de cambio de su divisa cuando estiman que ha sobrepasado un nivel inconveniente. En los regímenes de **tipos de cambio mixtos** se fijan, específicamente, cuáles son los niveles a partir de los cuales se realizará la intervención. Generalmente se determinan unas bandas de fluctuación para el tipo de cambio alrededor del tipo de cambio deseado o que se considera apropiado para la economía nacional. Mientras el tipo de cambio varía dentro de las bandas de fluctuación, no existe necesidad de producir una intervención por parte de los bancos centrales, ya sea comprando o vendiendo divisas para contrarrestar los movimientos de la oferta o de la demanda de la moneda nacional.

En el siguiente gráfico se ejemplifica una situación de este tipo:

**Figura 12.6.** Aumento de la demanda de divisas que deja el tipo de cambio dentro de la banda de fluctuación

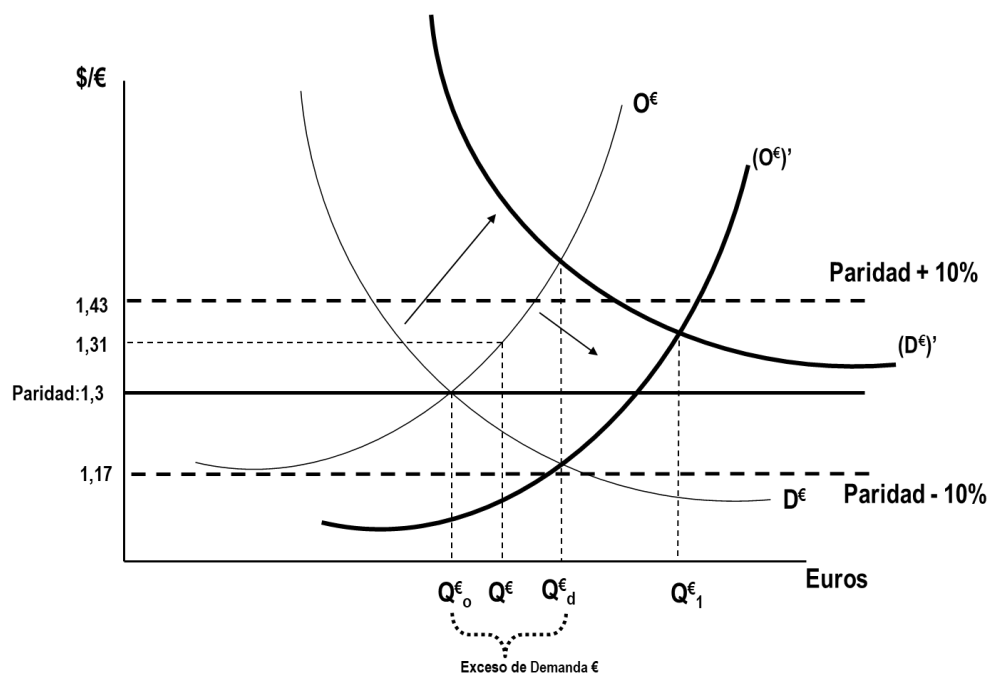


El tipo de cambio se determinaría por las libres fuerzas del mercado, de tal manera que, si se incrementase la demanda de la divisa nacional, el tipo de cambio se apreciaría sin que el Banco Central hiciera nada.

Sin embargo, puede darse la situación de que el incremento de la demanda sea de una cuantía tal que el tipo de cambio salga por encima de las bandas de fluctuación. En ese caso, el Banco Central tiene que intervenir contrarrestando ese incremento de la demanda. Para ello, aumentará la oferta de la divisa nacional, adquiriendo con ella parte de la oferta de divisa extranjera que se esté realizando en los mercados. En este caso, como el objetivo no es mantener el tipo de cambio fijo, la intervención no es tan intensa como en el caso de ese tipo de regímenes cambiarios.

En el siguiente gráfico, se muestra una situación en la que la demanda de euros sobrepasa la banda de fluctuación superior y el Banco Central se ve obligado a intervenir vendiéndolos, con el fin de devolver el tipo de cambio dentro de las bandas de fluctuación.

**Figura 12.7.** Aumento de la demanda de divisas que deja el tipo de cambio fuera de la banda de fluctuación



## Referencias

- Banco de España (2014). “Los cambios en la Balanza de Pagos y en la Posición de Inversión Internacional”.
- Banco de México (2017). “Implementación de la Sexta Edición del Manual de Balanza de Pagos del FMI”.
- Blanchard, O., Alessia Amighini. y Francesco Giavazzi (2017). Macroeconomía Madrid: Pearson/Prentice Hall.
- Fondo Monetario Internacional (2008). Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional.
- Samuelson, Paul A. y William D. Nordhaus (2006). Macroeconomía. Madrid: McGraw-Hill Interamericana.