



 **realidad
económica**

Nº 372 · AÑO 55

16 de mayo al 30 de junio de 2025

ISSN 0325-1926

Páginas 35 a 68

MACROECONOMÍA ARGENTINA

La balanza de pagos y las políticas de estabilización

Darío M. Pereyra*

* Licenciado en Comercio Internacional y magíster en Relaciones Económicas Internacionales por la Universidad Nacional de La Matanza (UNLaM), doctorando en Economía en la Pontificia Universidad Católica Argentina (UCA). Docente e investigador de grado y posgrado en la UNLaM, Florencio Varela 1903 (B1754), San Justo, Provincia de Buenos Aires, dpereyra@unlam.edu.ar.

RECEPCIÓN DEL ARTÍCULO: agosto de 2024

ACEPTACIÓN: diciembre de 2024



Resumen

Los desequilibrios en la balanza de pagos vienen dados por desajustes en algunas de sus cuentas principales: la cuenta corriente o la cuenta capital y financiera. Asimismo, existen diferentes factores endógenos y exógenos que también afectan a estos desequilibrios, como la productividad, los tipos de interés, tanto domésticos como internacionales, y los términos de intercambio, entre otros. Estos shocks o impactos en la balanza de pagos afectan los tipos de cambio, situación que puede profundizar los desequilibrios y generar así un círculo vicioso que impacta en el nivel de la actividad interna. Esta situación se agrava en las economías en desarrollo y con exportaciones poco diversificadas, dado que se acentúa la restricción externa. Por ello, la correcta aplicación de las políticas macroeconómicas de estabilización (monetaria, fiscal y comercial) puede coadyuvar a disminuir los efectos negativos internos de estos desequilibrios.

Palabras clave: Balanza de pagos – Política fiscal – Política monetaria – Tipos de cambio – Tasas de interés

Clasificación JEL: F31, F32, F41

Abstract

The Balance of Payments and Stabilization Policies

External imbalances arise from mismatches in some of the main accounts of the balance of payments: the current account or the capital and financial account. Additionally, various endogenous and exogenous factors also influence these imbalances, such as productivity, interest rates—both domestic and international—and terms of trade, among others. These shocks or impacts on the external sector affect exchange rates, potentially deepening the imbalances and creating a vicious cycle that negatively impacts domestic economic activity. This situation is further aggravated in developing economies with poorly diversified exports, as the external constraint becomes more pronounced. Therefore, the proper implementation of macroeconomic stabilization policies (monetary, fiscal, and trade policies) can help mitigate the internal negative effects of these imbalances.

Keywords: Balance of payments – Fiscal policy – Monetary policy – Exchange rates – Interest rates

Introducción

Este trabajo constituye una profundización de un artículo previo publicado en 2021, junto con Sebastián Ferrari, sobre los shocks a la balanza de pagos.¹ El objetivo del presente artículo es ampliar el análisis de estos impactos, teniendo en cuenta las herramientas que nos brinda el modelo Mundell-Fleming y así determinar cómo las políticas macroeconómicas de estabilización –fiscal y monetaria– se utilizan para mejorar la demanda agregada, teniendo en cuenta el sistema de tipos de cambio que tiene un país. El trabajo se estructura en cuatro partes: la sección dos muestra la estructura de la balanza de pagos junto con algunas identidades o variables macroeconómicas que se utilizarán a lo largo del trabajo. La sección tres analiza los shocks de productividad, términos de intercambio y tasas de interés a la balanza de pagos, brindando algunos ejemplos tendientes a facilitar la comprensión de la situación. La cuarta sección se adentra en el análisis del modelo de Mundell-Fleming y la aplicación de las políticas macroeconómicas. Aquí también se presenta un modelo de equilibrio general de la economía, con diferentes desequilibrios en que se aplican y analizan los efectos de las políticas de estabilización para restaurar el equilibrio. Finalmente, se presentan algunas conclusiones.

La estructura de la balanza de pagos

La balanza de pagos es una presentación estadística que resume sistemáticamente las transacciones económicas entre los residentes de un país y el resto del mundo y realizadas en un año base devengado, es decir que se calculan en base a transacciones ya realizadas. De acuerdo con el *Manual de Balanza de Pagos* del

¹ Pereyra, D. y Ferrari, S. (2021). “Los shocks a la balanza de pagos”. Revista de Investigación en Ciencias Económicas (RInCE), vol. 11, n° 21. Disponible en: <https://rince.unlam.edu.ar/index.php/rince/article/view/7>.

Cuadro 1.	
Cuenta corriente	Mercancías (balanza comercial)
	Servicios (balanza de servicios)
	Rentas o ingreso primario
	Transferencias unilaterales o ingreso secundario
Cuenta capital	Transferencias de capital no financiero
Cuenta financiera	Inversiones directas
	Inversiones en cartera
	Otras inversiones
	Derivados financieros
	Variación de reservas
Errores y omisiones	

Fuente: elaboración propia

Fondo Monetario Internacional, la balanza de pagos de un país asume la siguiente estructura.

Las diferentes cuentas de la balanza de pagos se ven influenciadas en mayor o menor medida por diversos factores. En este sentido, la cuenta corriente está influenciada por la competitividad o productividad, el tipo de cambio (E), el producto interno (Y) y el producto en el extranjero (Y^*). Por su parte, las cuentas de capital y financieras están influenciadas por las tasas de interés relativas que afectan los flujos internacionales de capital y el grado de movilidad del capital (perfecto o imperfecto) que ocurre cuando varían las barreras a los flujos de capital y los inversores igualan los rendimientos totales esperados de los activos en diferentes países.

Las reservas internacionales están constituidas por el stock de oro, divisas y activos en moneda extranjera que mantiene el Banco Central, con el objeto de atender los desequilibrios entre las demandas y ofertas de divisas resultantes de las transacciones en las Cuentas Corriente, Capital y Financiera. Ese stock disminuye cuando el Banco Central vende divisas en el mercado de cambios y aumenta cuando las compras.

Teniendo en cuenta los factores que ejercen influencia en las diferentes cuentas de la balanza de pagos, es necesario establecer algunas relaciones entre los flujos

internacionales de capital y la balanza comercial, para poder comprender más detalladamente cómo afectan los shocks tanto en la balanza de pagos como a nivel del producto interno. Consideramos el gasto de bienes y servicios producidos en una economía determinada, el cual viene dado por:

$$Y = C + I + G + XN \quad (1)$$

En que (Y) representa el producto nacional, (C) el consumo, (I) la inversión, (G) el gasto público y (XN) las exportaciones netas, es decir, la diferencia entre exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Si reacomodamos los términos de la ecuación anterior, tenemos que:

$$XN = Y - (C + I + G) \quad (2)$$

Esta segunda expresión nos muestra la relación existente entre las exportaciones netas (XN), el producto (Y) y el gasto interno o absorción ($C + I + G$). Podemos expresar la ecuación (1) de la siguiente manera:

$$Y = A + XN \quad (3)$$

Siendo (A) la absorción o gasto interno. Reordenando la expresión (3), podemos establecer que:

$$XN = Y - A \quad (4)$$

Por lo que podemos definir las exportaciones netas como la diferencia entre el producto (Y) y la absorción (A). En este sentido, si $Y > A$, entonces las exportaciones netas serán positivas, mientras que, si $Y < A$, entonces las exportaciones netas serán negativas. Por lo tanto, cualquier shock que afecte a las exportaciones netas terminará afectando el nivel de producto o el nivel de gasto interno. Ahora bien, para ver en detalle el impacto de un shock en la balanza comercial, será necesario conocer qué sucede con el nivel de inversión y el ahorro y qué relación existe entre estas dos variables y la balanza comercial. Para ello, tomando como base la identidad (1) tenemos que:

$$Y - C - G = I + XN \quad (5)$$

Téngase presente que el miembro izquierdo de la igualdad representa el ahorro nacional (S), que viene dado por la suma del ahorro privado ($Y - T - C$), más el ahorro público ($T - G$), en que T representa los impuestos. Por lo tanto, tenemos que:

$$S = I + XN \quad (6)$$

Acomodando los términos, podemos reformular la identidad de la contabilidad nacional como:

$$S - I = XN \quad (7)$$

En este caso, la diferencia entre el ahorro (S) y la inversión (I) representa la salida neta de capital, mientras que las exportaciones netas (XN), representan la balanza comercial. En una economía abierta las importaciones y el ahorro representan una fuga que sale del caudal del ingreso, mientras que las exportaciones y la inversión representan una inyección que entra al caudal del ingreso nacional. Sobre esta base, si el ahorro es mayor que la inversión, entonces tendremos una salida neta de capital, lo que implica que los residentes del país están efectuando préstamos al exterior. Por el contrario, si la inversión es mayor al ahorro, tendremos entrada neta de capitales, es decir que la economía está tomando préstamos del exterior. Estas cuestiones establecen que si la diferencia ($S - I$) es positiva y si las exportaciones netas ($X - M$) también son positivas, entonces habrá un superávit comercial. Caso contrario, tendremos un déficit comercial. Este déficit posibilitará que aumente el nivel de producto (Y), dado que las inversiones y las importaciones son componentes del gasto interno. Es preciso mencionar que, en la dinámica de estas variables, se deben tener en cuenta los efectos del multiplicador keynesiano² en los mecanismos de ajuste de la economía que magnifica los impactos tanto sobre el nivel del ingreso como de las cantidades importadas.

² El multiplicador keynesiano es la cantidad que multiplica una variación exógena de la demanda agregada (consumo, inversión, gasto público, exportaciones) para obtener la variación resultante del producto o renta en equilibrio.

Finalmente, en una economía abierta, debemos considerar que la inversión depende inversamente del tipo de interés internacional. En una economía cerrada el equilibrio entre ahorro e inversión ajusta el tipo de interés.

Variables que desequilibran la balanza de pagos

Comenzamos esta sección analizando tres tipos de diferentes de shocks (aunque no los únicos) que afectan a la balanza de pagos: la productividad, los términos de intercambio y los tipos de interés.

Veamos qué sucede cuando se genera un cambio en la productividad. Partimos de la premisa por la cual “un incremento temporario en la productividad, que genere un aumento en el producto, llevaría a una mejora en el balance de la cuenta corriente” (Lanteri, 1998), dado que las exportaciones mejorarían. Aunque esta cuestión podría no ser del todo así, teniendo en cuenta el tamaño del país en términos económicos. Si la oferta exportable se expande en el tiempo y esta expansión es sostenida, un país grande, que influye en los precios relativos internacionales, podría provocar una caída en estos, afectando el ingreso de divisas y, consecuentemente, la balanza de pagos. Para el caso de países como la Argentina, la mejora en la productividad estaría vinculada con la oferta agropecuaria.

Por otro lado, esta situación podría provocar alteraciones en el tipo de cambio del país. Si las exportaciones aumentan y el ingreso de divisas se sostiene en el tiempo, aumentaría el nivel de reservas y la moneda nacional se apreciaría.³ Esta situación también terminaría afectando negativamente la balanza de pagos. Las mejoras sectoriales que puedan darse en la productividad y que impacten en el tipo de cambio son propias en países en desarrollo con estructuras productivas desequilibradas, como los llamaba Diamond, es decir, países con exportaciones intensivas en recursos naturales que cuentan con ventajas comparativas y sectores industriales con costos más altos, y en consecuencia menos competitivos.

Ahora bien, si los países son chicos en términos económicos “los shocks de productividad denominados globales (los compartidos por la mayoría de los países)

³ Para que ello suceda tiene que haber una decisión del Banco Central en ese sentido.

generarían una respuesta reducida (o nula) en la cuenta corriente del país pequeño donde se derrama el shock” (Lanteri, 1998). En cambio, como mencionáramos anteriormente, los shocks de productividad específicos del país, que no son transmitidos a otras economías, tendrían un efecto significativo sobre la cuenta corriente doméstica, dado que inducirían un ingreso de capitales desde el exterior. Esto se explica fundamentalmente en el ingreso de inversión extranjera directa (IED) hacia aquel sector o industria que ha experimentado un cambio en la productividad.

Teniendo en cuenta un aumento de la inversión que impacte en la productividad, un shock de esta variable será duradero y hará que se incremente la inversión en bienes de capital, lo cual deteriorará la cuenta corriente, dado que en el período inicial (0) los consumidores incrementan su consumo a cuenta de futuros incrementos en el ingreso, dado los futuros aumentos en la producción que se darán como consecuencia del shock de productividad.

Por su parte, los cambios en precios relativos de los países o términos de intercambio también generan impactos en la balanza de pagos, en especial, cuando los países tienen concentradas sus exportaciones en una canasta limitada de productos, como así también en mercados. Esto sucede generalmente en países en desarrollo exportadores de productos primarios, minerales o agroindustriales. Asimismo, la variación en los términos de intercambio puede darse por oscilaciones en los tipos de cambio de los países, lo cual también termina afectando la balanza comercial. Si el tipo de cambio en el país es flexible, una depreciación terminará afectando los costos y precios relativos, lo que al final se ve reflejado en la competitividad del país. Por lo tanto, para saber si la depreciación afecta la balanza comercial, debemos saber cuán elásticas son las importaciones y exportaciones del país que deprecia su moneda.

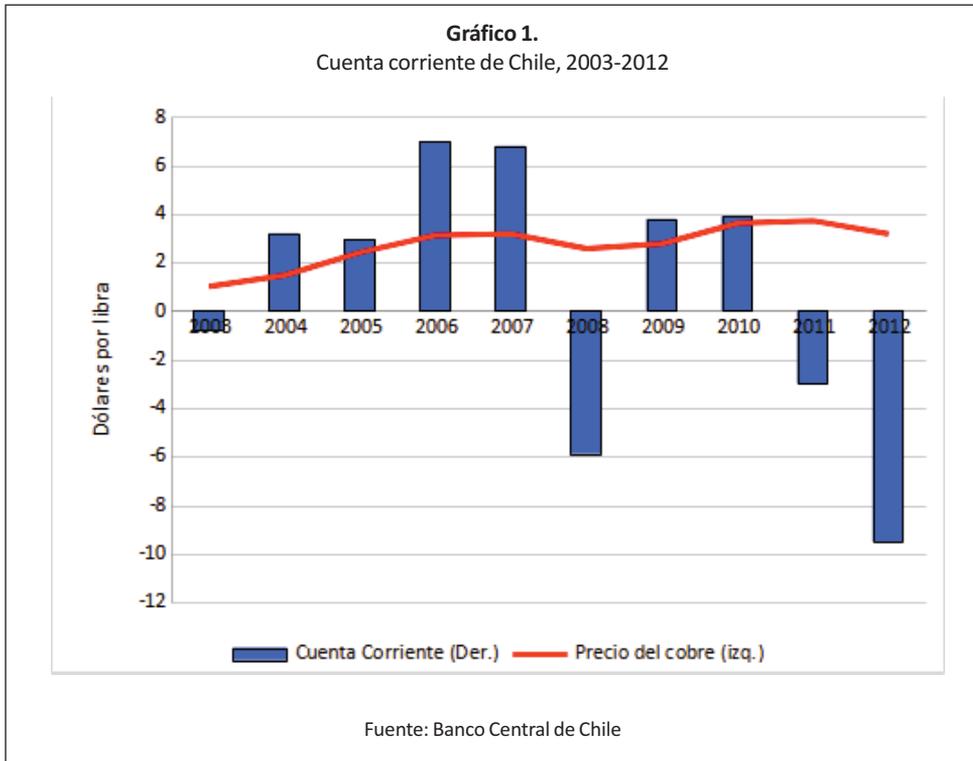
A partir del tamaño de la elasticidad, la balanza comercial puede mejorar, empeorar o permanecer igual. El resultado real lo determina la condición de Marshall-Lerner, mediante la cual la depreciación con frecuencia mejorará la balanza comercial, cuando la suma de las elasticidades-precio de las importaciones y exportaciones sea mayor a 1.

En este punto, es preciso hacer algunas consideraciones que atañen a los países en desarrollo como la Argentina, con relación a que si efectivamente la devaluación consigue mejorar la balanza comercial según la condición de Marshall-Lerner. La literatura heterodoxa en general y la estructuralista en particular sostienen que la devaluación no mejora en el corto plazo de la balanza comercial, dado que las elasticidades-precio de las exportaciones son mucho menores que las de las importaciones (Zack y Dalle, 2015; Dogliolo *et al.*, 2023). Bajo esta situación una economía se va a ver obligada a crecer a un menor ritmo que sus socios comerciales (Zack y Dalle, 2015).

El dinamismo de las importaciones en este sentido, hará que el resultado de la balanza comercial tienda a ser deficitario en aquellos sectores de mayor contenido tecnológico (Nacleiro y Padín, 2019), como bienes de capital, al tiempo que la producción primaria basada en recursos naturales, que forma parte mayormente de las exportaciones de países en desarrollo, no logrará sostener un superávit que pueda compensar ese déficit. Sumado a ello, muchos de los bienes o insumos importados que se incorporan al proceso productivo no pueden ser sustituidos por producción local, lo cual agrava la restricción externa.

Asimismo, de acuerdo con Diamand (1983), “por limitaciones de la producción, de la demanda mundial o de ambas, el crecimiento de las exportaciones primarias casi siempre es más lento que el crecimiento potencial de la industria. El desarrollo económico de las estructuras productivas desequilibradas se caracteriza así por una divergencia crónica entre el consumo de divisas y su generación”. Con el agravante que supone la baja elasticidad de las exportaciones en este tipo de economías, el país cuenta con escasos ingresos de divisas para la producción doméstica, por lo que, siguiendo a Diamand (1972), “una parte considerable de la capacidad productiva instalada queda ociosa; el nivel de vida alcanzado por la población desciende; el nivel de empleo cae; el proceso de inversión se detiene y todo ello debido a la restricción que ejerce el sector externo”.

Por otro lado, de acuerdo a la tesis de Prébisch-Singer, las variaciones en los términos de intercambio provocan efectos directos en la balanza comercial de los países. Tomemos como ejemplo el caso del precio del cobre en Chile. El gráfico 1



muestra la cuenta corriente de Chile y la evolución del precio internacional del cobre (principal bien exportado por este país).

En el gráfico se observan dos periodos de expansión del precio internacional (entre 2003 y 2007 y entre 2009 y 2011), con una gran caída durante la recesión global en 2008 y 2009 y con una leve disminución en 2012. La evolución de la cuenta corriente, por otro lado, muestra un incremento en su saldo durante la primera etapa de aumento en el precio del cobre (entre 2003 y 2007) y una disminución durante el segundo periodo de expansión del precio internacional (entre 2010 y 2012); mientras que, durante la crisis global, el saldo de la cuenta corriente se incrementa a la vez que el precio del cobre cae.

El cobre es uno de los principales componentes de las exportaciones chilenas, por lo que sus términos de intercambio están altamente definidos por los precios del cobre en el mercado mundial. Asimismo, el ingreso viene dado por las exportaciones de este mineral. En este sentido, “la respuesta al mejoramiento prolongado de los términos de intercambio debería tomar la forma de un aumento en el consumo con pequeños ajustes en la cuenta corriente” (Schmitt-Grohé, Uribe y Woodford, 2016).

Esto implica que el desajuste entre la cuenta corriente y el precio del cobre en el período 2010-2012 se explica por la relación entre el ingreso corriente y el ingreso permanente. La cuenta corriente obtiene un saldo superavitario cuando el ingreso corriente es mayor al ingreso permanente. Esto, en el caso de Chile, sucedió en el período 2003-2007 y brevemente entre 2009 y 2011, sin embargo, luego la cuestión cambió. Esto se debió al cambio en la percepción de los agentes con respecto a la evolución del precio del cobre, quienes estimaron que la subida del precio no iba a mantenerse en el tiempo, por lo que, la respuesta procíclica de la balanza comercial no iba a ser constante, dado que los cambios en el ingreso corriente, no siempre iban a estar en sintonía con los cambios en el ingreso permanente.

De este modo, se define esta situación como el *enfoque intertemporal de la cuenta corriente*, en el que, como explicáramos, el cambio inicial en el ingreso (corriente) no se refleja como una constante a plazo (en el ingreso permanente), mostrando que al inicio la cuenta corriente es procíclica, pero luego se hace contracíclica. Por lo tanto, el enfoque intertemporal de la cuenta corriente podría explicar la situación chilena, por lo que, un shock o mejora de los términos de intercambio es temporal o de corto plazo, mejorando en ese sentido la cuenta corriente.

Un caso similar al chileno es el del algodón para los países productores y exportadores de África Central. El algodón representa un papel fundamental para el desarrollo económico de los países mediterráneos de África Central y Occidental. En Benín, Togo, Burkina Faso y Chad la producción de algodón representa una proporción de entre el 7% y el 10% del PBI. Asimismo, el algodón ocupa un lugar central en la balanza comercial de estos países: según datos de la OMC, representa cerca del 30% de los ingresos por exportaciones totales y más del 60% de los pro-

venientes de las exportaciones agrícolas. De acuerdo al Banco Mundial, más de diez millones de personas de la región dependen directamente de la producción algodonera, y otros varios millones de personas se ven afectados de forma indirecta por los cambios que puedan darse en los precios relativos internacionales.

A nivel mundial, la situación algodonera es volátil. Los precios han venido cayendo estrepitosamente en los últimos años, afectando a los agricultores de todo el mundo. Asimismo, Estados Unidos ha otorgado pagos directos a los productores por sumas altísimas, haciendo que el total desembolsado por los países desarrollados en subsidios ascienda a 300.000 millones de dólares. Los precios bajos, producto de los subsidios y la sobreproducción, hacen que los importadores y las industrias intermedias se vean beneficiados, pero que los productores se vean perjudicados, por lo que un gran número de países acusan a Estados Unidos de practicar *dumping* y así deprimir los precios internacionales del algodón, haciendo que países como los africanos dejen de percibir ingresos millonarios por exportaciones.

Los subsidios otorgados a los productores de algodón de Estados Unidos superan en un 60% el PBI total de Burkina Faso, donde más de dos millones de personas dependen de la producción de algodón. La mitad de los subsidios al algodón en Estados Unidos se destinan a unos pocos miles de agricultores que cultivan más de 500 ha de algodón. Por el contrario, en los países africanos esas subvenciones penalizan a más de un millón de agricultores que solo cultivan 2,5 ha de algodón y viven con menos de un dólar al día. Asimismo, según la Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), los subsidios al algodón que otorga Estados Unidos le han costado a Benín, Burkina Faso y Malí alrededor del 1 al 2% de su PBI y del 8 al 12% de los ingresos por exportaciones, lo cual afectó de sobremanera la balanza comercial de estos países.

Como puede observarse, tanto en el caso chileno como en el de los países africanos, los shocks de términos de intercambio (en este último caso dado por un elemento exógeno al mercado, como los subsidios) tienen un efecto directo sobre el ingreso corriente, deteriorando, en general, la balanza comercial y consecuentemente el producto interno. A su vez, la base primaria de la matriz exportadora de estos países (bienes intensivos en mano de obra salarios o manufacturas de

origen primario) hace que la demanda externa sea relativamente rígida o poco sensible a los cambios en los precios, agravando la restricción externa (Dogliolo *et al.*, 2023).

Por otra parte, las diferencias entre los tipos de interés internacional también tienen efectos directos en la balanza de pagos, vía la balanza comercial, al alterar el equilibrio entre ahorro e inversión. También los tipos de interés generan impacto en el tipo de cambio. Es preciso tener en cuenta que los diferenciales de interés entre diferentes países impactan en los tipos de cambio, por lo que la teoría de la paridad de intereses nos ayudará a comprender más esta cuestión. Se establece que “los rendimientos, valuados en la moneda doméstica (o sea, teniendo en cuenta la evolución esperada del tipo de cambio) de dos colocaciones en diferentes países, con igual riesgo, deben ser iguales” (Astarita, 2011). En términos formales, podemos definir la paridad de intereses de la siguiente manera:

$$r = r^i + \frac{(E^e - E)}{E} - \theta \quad (8)$$

En que r es el tipo de interés real doméstico, r^* es el tipo de interés real internacional, E^e es el tipo de cambio esperado, E el tipo de cambio contado y refleja la tasa de riesgo país. Esta expresión corresponde a la paridad descubierta de intereses (PDI), dado que el tipo de cambio se define sobre la base de las expectativas de los inversionistas y del mercado. Una expresión análoga es la de la paridad cubierta de intereses (PCI), cuya expresión formal es:

$$r = r^i + \frac{(E^f - E)}{E} \quad (9)$$

La diferencia con la fórmula anterior radica en que ahora el tipo de cambio no es esperado, sino futuro (E^f), es decir que puede pactarse. Al negociarse el tipo de cambio futuro, la tasa de riesgo país () puede quedar implícita en esa negociación, razón por la cual no la hemos incorporado en la expresión (9). Ahora bien, teniendo

en cuenta esto, cualquier diferencia que exista entre los tipos de interés doméstico e internacional provocará que haya flujos de capital en dirección hacia la tasa que genere mayor rentabilidad. Esta situación puede provocar que, si la tasa de interés internacional (r^*) es mayor a la local (r) se produzca salida de capitales, y la moneda nacional tienda a depreciarse, dado que, bajo esta situación, será más atractivo para los inversionistas adquirir activos financieros nominados en moneda extranjera, por lo que, la demanda de divisas se incrementará y el tipo de cambio subirá. Esta situación tendrá un impacto directo y de corto plazo en la cuenta financiera de la balanza de pagos y podría tener un impacto de mediano plazo en la balanza comercial, dado que, si la depreciación se mantiene y se da la condición de Marshall-Lerner, la balanza comercial podría mejorar, lo cual, dependiendo de los ingresos que se reciban por exportaciones, podrían compensar el déficit de la cuenta financiera. Aunque también podría suceder que no se cumpla la condición de Marshall-Lerner y que los países tengan que recurrir al endeudamiento para financiar el déficit, debido a las bajas elasticidades de sus exportaciones (Diamand, 1983). No obstante ello, el endeudamiento solo puede retrasar la crisis de la balanza de pagos, pero no evitarla, o incluso termina agravándola, dado que los préstamos del exterior generan intereses que deben ser afrontados de manera corriente y en moneda extranjera (Schorr y Wainer, 2023).

Ahora bien, teniendo en cuenta la expresión formal de la PDI, podemos establecer que el tipo de cambio contado (E):

$$E = \frac{E^e}{(r + \theta - r^* + 1)} \quad (10)$$

Por lo que, el tipo de cambio E viene dado por el tipo de cambio esperado E^e , las tasas de interés y el riesgo país. Sin embargo, “para que se determine E , hay que suponer que E^e está ‘dado’, lo cual significa que la determinación del tipo de cambio presente depende del tipo de cambio esperado en el futuro” (Astarita, 2011). En términos formales, podemos establecer que, siendo la expectativa de depreciación del tipo de cambio (δ):

$$\delta = \frac{E^e - E}{E} \quad (11)$$

y tomando como base la expresión que define la PDI, tenemos que:

$$r = r^* + \delta - \theta \quad (12)$$

Por lo tanto, la expectativa de depreciación del tipo de cambio es igual al diferencial entre tipos de interés domésticos e internacionales, más el riesgo país:

$$\delta = r - r^* + \theta \quad (13)$$

Esto implicaría que, si aumenta la tasa de interés en alguno de los países, y suponiendo que no cambie E^e , los inversionistas invierten en la moneda del país que aumenta la tasa de interés. Por lo que, si $r > r^* + \delta - \theta$, la moneda local se apreciará; caso contrario, se depreciará.

En países en desarrollo con sistemas cambiarios volátiles, los cambios o diferencias en las tasas de interés impactan directamente en el tipo de cambio, lo que obliga, como en el caso de la Argentina, a que la Autoridad Monetaria o Banco Central deba intervenir, sacrificando muchas veces reservas o estableciendo algún tipo de medida de restricción monetaria que tienda a equiparar los niveles de tasas de interés con el extranjero. La cuestión se agrava si tenemos en cuenta que en aquellos países que enfrentan un proceso inflacionario los tipos de interés reales tienden a ser menores que los internacionales, debido al efecto Fisher, que establece que las tasas de interés nominales suelen acompañar los incrementos en las tasas de inflación. Por lo tanto, el tipo de cambio real (TCR) se vería afectado negativamente.

Asimismo, hay que tener en cuenta que, a efectos de medir el impacto de las diferencias de intereses en la balanza de pagos, debe analizarse la movilidad internacional del capital. Generalmente, los países en desarrollo imponen restricciones a la libre movilidad internacional de capitales, haciendo que esta sea imperfecta,

lo cual, en ocasiones, puede atenuar los shocks en la balanza de pagos. Esta cuestión se aborda con más detalle utilizando el modelo Mundell-Fleming y la utilización de las políticas macroeconómicas de estabilización, que justamente tienden a atenuar los efectos negativos de los diferenciales de interés en la balanza de pagos y en el producto interno.

Las políticas macroeconómicas de estabilización y el modelo Mundell-Fleming

Una forma sencilla de analizar los impactos a la balanza de pagos y sus consecuencias en la economía doméstica es utilizar el modelo Mundell-Fleming, para así poder ver cómo las políticas macroeconómicas de estabilización del producto pueden ser utilizadas para atenuar los impactos negativos en el nivel de actividad de una economía. El Modelo opera tanto con tipos de cambio fijo como flexibles, como así también con movilidad perfecta e imperfecta de capitales. En una economía abierta asumiremos que el gasto público (G) es autónomo y que las ecuaciones de las tres funciones (IS , LM y BP) vienen dadas de la siguiente manera:

$$IS \equiv Y = CYd + Ir + G + XNY; Y^*; E \quad (14)$$

En este caso, la curva IS se asimila al nivel de ingreso de la economía (Y), el cual viene dado por el consumo (C), que depende directamente de la renta disponible (Yd), la inversión (I), que depende inversamente de la tasa de interés (r); el gasto público (G), que como mencionáramos es autónomo; y las exportaciones netas (XN) que dependen inversamente de la renta interna y directamente de la renta del extranjero (Y^*) y del tipo de cambio (E). Esto quiere decir que, si la renta en el extranjero o el tipo de cambio aumentan, entonces aumentarán las exportaciones netas. Por otro lado, si la renta interna aumenta, crecerán las importaciones, lo cual hará que disminuyan las exportaciones netas.

50

Por su parte, la curva LM puede definirse en la siguiente expresión:

$$LM \equiv M = R + D = Lr; Y \quad (15)$$

En esta ecuación la oferta monetaria (M) es el igual de la suma de las reservas (R) y los depósitos (D), lo cual iguala la demanda de dinero (L) que depende inver-

samente de la tasa de interés (r) y directamente del nivel de renta (Y). Finalmente, nos encontramos con la función de la balanza de pagos (BP). Dependiendo del sistema de tipos de cambio que adopte un país (fijo o flexible), la balanza de pago se va a ver afectada por las fluctuaciones esperadas en el sistema cambiario. Con un tipo de cambio fijo, la función BP se expresa como:

$$BP = CCY; Y^*; E + CK(r; r^*) \quad (16)$$

En que la cuenta corriente (CC) depende inversamente del ingreso (Y) y directamente del ingreso en el exterior (Y^*) y del tipo de cambio (E). Por su parte, la cuenta capital (CK) depende directamente de la tasa real de interés interna (r) e inversamente de la tasa de interés internacional (r^*). Esto implica que, si el país aumenta sus tipos de interés, habrá ingresos de capitales, mejorando la cuenta capital, pero ejerciendo presiones a la apreciación de la moneda nacional.

Ahora bien, cuando el país opta por tener tipos de cambio flexibles, la función BP adopta la siguiente expresión:

$$BP \equiv CCY; Y^*; E + CK(r; r^*; \delta) \quad (17)$$

Recuérdese que (δ) en la cuenta capital implica la depreciación esperada del tipo de cambio. Si se espera que el tipo de cambio se deprecie, la cuenta capital se deteriorará, dado que los activos financieros nominados en moneda extranjera serán más atractivos para los inversionistas que aquellos nominados en moneda local.

La pendiente de la función BP es positiva cuando la movilidad de capital es imperfecta, porque un ingreso (Y) más alto origina un mayor déficit de CC , lo que a su turno requerirá un tipo de interés real (r) más alto para generar una compensación con un superávit de CK . Esta relación positiva desaparece cuando hay perfecta movilidad de capital, es decir que la CK es infinitamente elástica y plana a un nivel de $r = r^*$.

Comenzaremos el análisis con la demanda agregada (DA) en el mercado de bienes. La curva IS tiene pendiente negativa, dado que la DA aumenta cuando baja el tipo de interés, lo que aumenta el gasto planeado en inversión.

La política macroeconómica que impacta directamente a la curva IS es la fiscal, es decir, aquella que compone el gasto público (G), los impuestos (T) y las transferencias del Tesoro Nacional (Tr). Una política fiscal expansiva, que tienda a aumentar G o Tr , o disminuir los impuestos, hará que crezca la demanda agregada, el empleo y el nivel de producto de la economía. Cuando sucede esto, es decir que el Estado gasta más (o recauda menos vía baja de T), la curva IS se desplaza hacia la derecha. Una contracción fiscal implica lo contrario, es decir, un desplazamiento de la curva IS a la izquierda, lo que significa una reducción de G y de Tr , o un aumento en T .

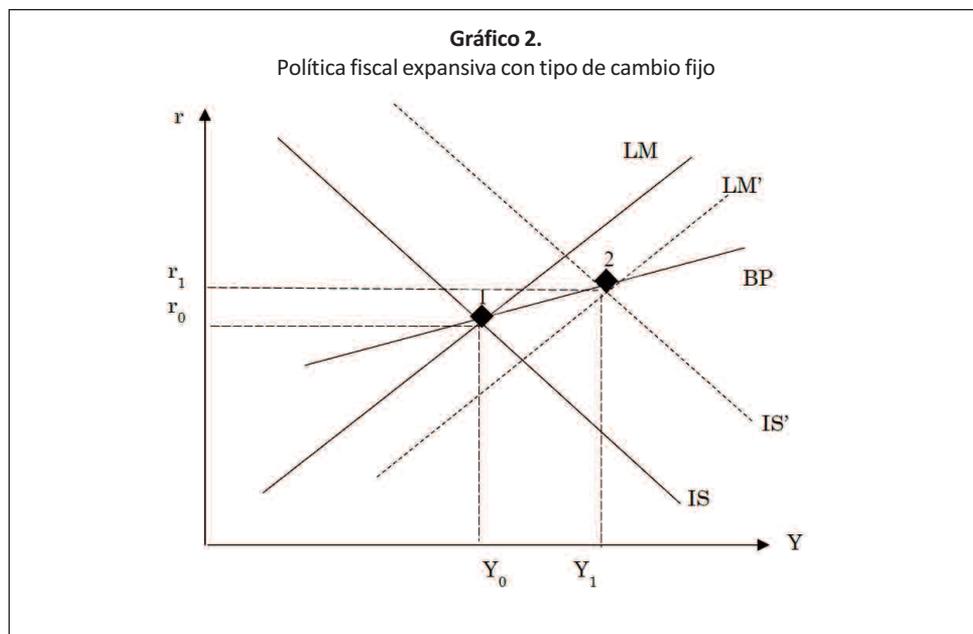
Por otro lado, la política monetaria interviene de manera directa en el mercado de dinero, afectando la curva LM . Téngase presente que un aumento de la renta, dada (r), eleva la demanda de dinero (DM), lo que, dada la oferta monetaria (M) fijada por el Banco Central, provoca una suba del tipo de interés (r). Por ello, la curva LM tiene pendiente positiva, dado que una subida en (r) reduce la demanda de saldos reales, pero, asimismo, un aumento de la renta aumenta la demanda de saldos reales, dada la oferta fija, lo que hace subir (r). En este sentido, los cambios en los tipos de interés pueden darse por aplicación de la política monetaria. Una política monetaria expansiva tiene como fin incrementar la cantidad de dinero en la economía y así propender a mayores niveles de producto (Y). De esta forma, una baja en la tasa de interés o en los encajes bancarios, por ejemplo, tiende a aumentar el dinero en circulación en la economía. Esto provoca que la curva LM se desplace a la derecha. Una política monetaria contractiva, que tienda por ejemplo a limitar el circulante vía aumentos en la tasa de interés, tendrá el efecto contrario y la curva LM se desplazará a la izquierda. Por lo tanto, la política monetaria también modifica los niveles de producto (Y).

Los movimientos en la curva BP responden a los shocks que pueda tener la balanza de pagos, sean estos de tipos de interés internacionales (r^*) o de términos de intercambio, aunque también dichos desplazamientos pueden ser consecuencia de movimientos en los tipos de cambio flexibles que terminen afectando la balanza comercial y la demanda agregada.

Veamos a continuación cómo operan las políticas de estabilización frente a diferentes situaciones, teniendo en cuenta si un país posee un sistema de tipos de cambio fijo o flexible.

El modelo Mundell-Fleming con tipo de cambio fijo

Cuando tenemos tipos de cambio fijo, el modelo incorpora el enfoque monetario de la balanza de pagos, según el cual el mercado monetario se equilibra con variaciones de las reservas oficiales del Banco Central. Esto implica que, al existir un tipo de cambio fijo, la autoridad monetaria debe intervenir en el mercado cambiario a fin de evitar alteraciones en el tipo de cambio, para lo cual debe comprar o vender divisas en el mercado financiero, y así evitar dichos cambios. Por ello, tanto los shocks a la balanza de pagos como el uso de políticas macroeconómicas de estabilización que generen presiones sobre el tipo de cambio hacen necesaria la intervención del Banco Central.

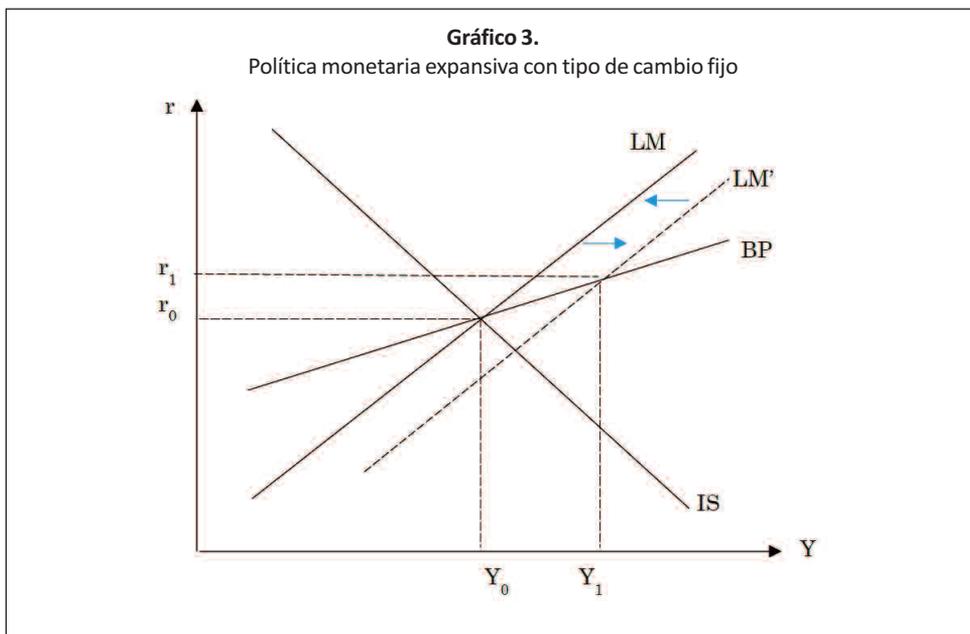


El sistema cambiario por el que se rige un país llevará a que, cuando exista una crisis, la utilización de la política de estabilización sea eficiente o no. Supongamos que frente a una caída de la DA el país decide aplicar una política fiscal expansiva, a fin de promover mayores niveles de actividad económica y, en consecuencia, aumentar el producto (Y). En el siguiente gráfico, mostraremos qué sucede cuando se aplica la expansión fiscal.

Si partimos del equilibrio 1, la aplicación de la expansión fiscal hará que la curva IS se desplace a la derecha, a IS' . En un primer momento aumenta el producto Y y el tipo de interés crece de r_0 a r_1 , y se produce un superávit en la balanza de pagos. Como existe tipo de cambio fijo, el Banco Central acumula reservas, dado que el superávit genera una presión a la baja del tipo de cambio, dado que el aumento de la DA provoca aumentos en la DM , y, en consecuencia, aumenta el tipo de interés. En este punto, el Banco Central compra divisas y aumenta la OM , haciendo que la curva LM se desplace a la derecha, a LM' . En el nuevo equilibrio 2, ha aumentado el nivel de producto a Y_1 y a un tipo de interés mayor que al inicio (r_1). Como podemos observar, en este caso la aplicación de la política fiscal es eficiente.

Veamos a continuación qué sucede si ante la misma situación, es decir, una caída de la DA , la política monetaria expansiva obra en el mismo sentido que la fiscal. Uno de los instrumentos para hacer esto es realizar una baja en los tipos de interés. En un primer momento, la baja de tasas de interés (r) estimula la inversión y hace que aumente la DA y el nivel de producto (Y) de la economía. En este punto se produce un déficit en la balanza de pagos, dado que, para los inversionistas es más redituable invertir en activos financieros nominados en moneda extranjera, aumentando la demanda de divisas. La baja en r hace que la curva LM se traslade a la derecha, haciendo que el nivel de Y aumente y se produzca un aumento en las importaciones. No obstante, al existir un tipo de cambio fijo, la salida de capitales presiona al alza en el tipo de cambio, haciendo que el Banco Central venda divisas para satisfacer la creciente demanda de la misma y absorba moneda nacional, anulándose de esta manera la expansión monetaria original. Esta situación se aprecia en el gráfico 3.

Nótese que la curva LM se desplaza a LM' y luego vuelve a su posición inicial, por lo que la política monetaria con tipo de cambio fijo no es eficiente para hacer



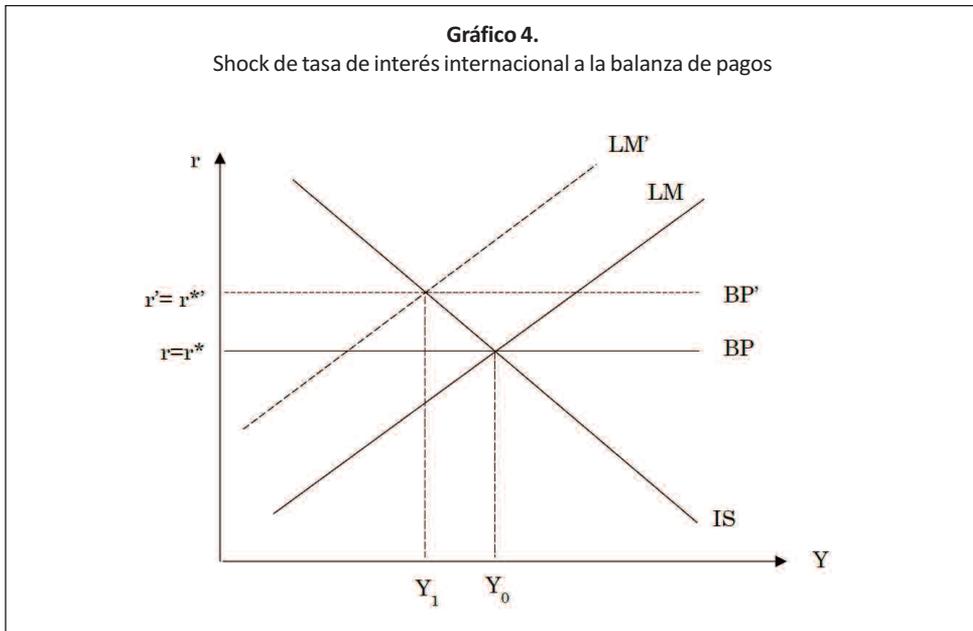
frente a una crisis en la demanda agregada. Un ejemplo de ello sucedió entre 1997 y 1998 cuando, bajo el régimen de convertibilidad en la Argentina, la política monetaria estaba atada al sostenimiento del tipo de cambio, perdiendo autonomía en su uso para hacer frente a situaciones como el incremento del desempleo.

Ahora bien, cuando la movilidad internacional del capital es perfecta, es decir que no está sujeta a restricciones, como podría suceder en un mercado integrado como la Unión Europea (UE), los efectos en la aplicación de las políticas de estabilización son los mismos. No obstante, bajo este esquema de perfecta movilidad de capital, los cambios en el nivel de producto de la economía (Y) son menos importantes que los cambios en r . Esto es así ya que, al existir un tipo de cambio fijo, tenemos que $\delta = 0$, es decir que la expectativa al alza del tipo de cambio es nula, por lo tanto, la función BP viene dada por:

$$BP \equiv r = r^* \tag{18}$$

Esto implica que el arbitraje de tasas se cumpla con la condición de paridad descubierta de intereses (PDI), haciendo que la curva BP sea horizontal. Dado que los tipos de interés deben ser iguales, los activos financieros son sustitutos perfectos (es decir que el inversionista es indiferente al momento de invertir en activos financieros nominados en moneda nacional o extranjera). En este sentido, cualquier diferencia de tasas de interés que pudiese existir generaría flujos infinitos de capital en uno u otro sentido.

Veamos un último ejemplo, cuando la balanza de pagos sufre un shock de tasas de interés internacional (r^*). Al aumentar, por ejemplo la r^* , por encima de los rendimientos de los activos financieros nominados en moneda nacional, se producirá una salida de capitales. La presión al alza del tipo de cambio obligará al Banco Central a vender divisas, absorbiendo moneda nacional de la economía. El exceso de demanda de dinero (DM) se elimina, dado que la autoridad monetaria deberá incrementar la tasa de interés doméstica (r) para igualarla con la internacional (la curva LM se traslada a la izquierda hacia LM'). Esto provocará una caída en Y .



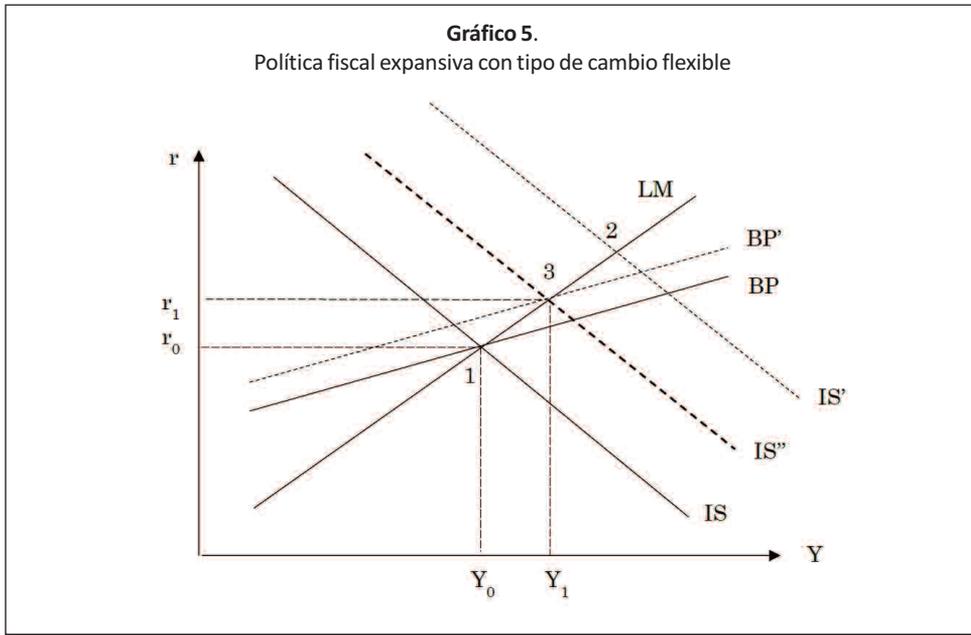
Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, el nuevo equilibrio se logra con un nivel menor de actividad económica (Y_1) a una tasa de interés mayor (r') y un menor stock de reservas. La curva BP se traslada hacia arriba como consecuencia del shock externo a BP' .

En conclusión, cuando un país adopta un sistema de tipos de cambio fijo, la política macroeconómica de estabilización que es eficiente es la fiscal y no la monetaria. Podemos afirmar además que la política comercial (imposición de aranceles a las importaciones u otorgamiento de subsidios a las exportaciones) también es eficiente, porque tienden a incrementar la DA y, en consecuencia, desplazar la curva IS hacia la derecha, teniendo un efecto similar a una expansión fiscal. Veamos ahora qué sucede cuando el tipo de cambio es flexible.

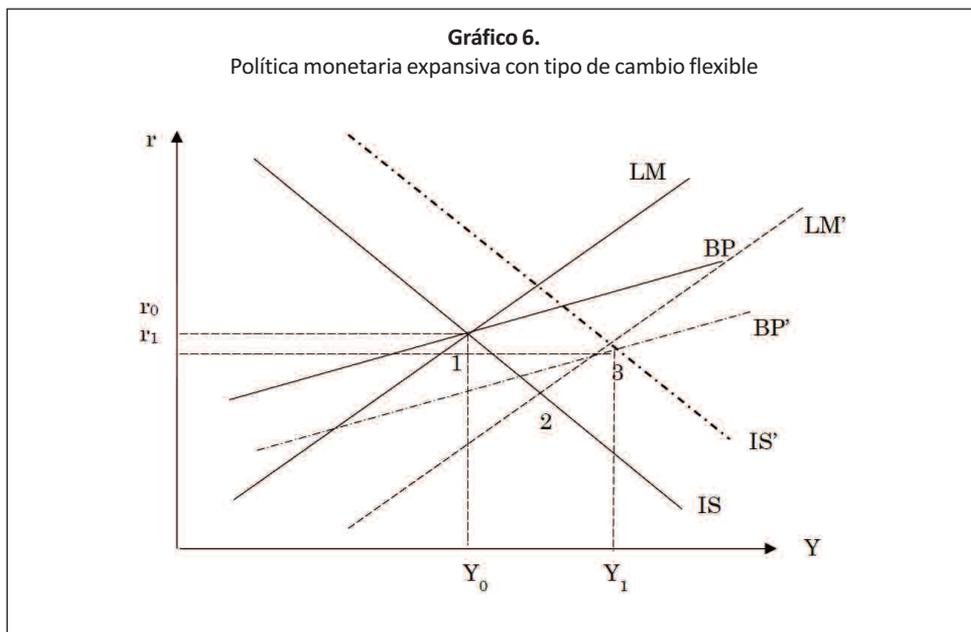
El modelo Mundell-Fleming con tipos de cambio flexible

Cuando un país adopta un sistema de tipos de cambio flexible, el Banco Central pierde todo control sobre el tipo de cambio, ya que este es definido por las fuerzas del mercado. En consecuencia, el foco de la autoridad monetaria no estará en sostener el equilibrio externo (como sí lo está cuando el país tiene tipos de cambio fijo), sino en controlar la oferta monetaria (M). En este sentido, el tipo de cambio flexible es la variable de ajuste para corregir los desequilibrios externos, haciendo que la balanza de pagos siempre esté en equilibrio.

Veamos ahora qué sucede cuando un país enfrenta una crisis interna, como por ejemplo una caída de la demanda agregada. Supongamos que, para sortear esta dificultad, el gobierno decide realizar una expansión fiscal tendiente a fomentar la actividad económica. Téngase presente que, en un contexto de economía libre, en los países centrales los movimientos en los tipos de cambio afectan tanto a las importaciones como a las exportaciones. No obstante, en los países en desarrollo, que no cuentan con moneda de pago internacional, los movimientos en los tipos de cambio afectan además el nivel de precios internos. Analicemos la situación teniendo en cuenta el gráfico 5.



Comenzamos en el equilibrio 1. Cuando se aplica la expansión fiscal, la curva IS se desplaza a la derecha a IS' . En el punto 2 tenemos superávit en la balanza de pagos. Dado que la expansión fiscal provoca que se incrementen los tipos de interés, habrá ingreso de capitales y la moneda nacional se apreciará ($r > r^*$), por lo que bajo este esquema suceden dos efectos: uno recesivo en el sector real que hace que la curva IS' se contraiga ahora hacia la izquierda a IS'' , por la caída en las XN , en especial si se tiene en cuenta la elasticidad de las importaciones. Incluso, si la apreciación es lo suficientemente grande, puede hacer que la curva IS vuelva a su punto original, anulándose de esta manera la expansión fiscal inicial. El segundo efecto se vincula con un deterioro en la competitividad externa, ocasionado por la apreciación cambiaria, lo que hace que la curva BP se traslade hacia arriba a BP' y se deterioren los términos de intercambio. El equilibrio final se produce en 3, que muestra una elevación moderada del producto ($Y_1 > Y_0$) y de la tasa de interés ($r_1 > r_0$) y una apreciación cambiaria con pérdida de competitividad internacional. A simple vista, la política fiscal no parece ser del todo efectiva.



Veamos qué sucedería si frente a la misma situación de caída de la demanda agregada el gobierno decidiese aplicar una política monetaria expansiva. En el gráfico 6 podemos observar esta cuestión (siempre partiendo del punto 1).

Frente a la situación de caída en la DA , el Banco Central decide expandir el crédito interno. Esto provoca que la curva LM se traslade a la derecha hasta LM' . En el punto 2 se produce un déficit en la balanza de pagos y el tipo de cambio sube. Esto es así porque al disminuir los tipos de interés los inversionistas querrán invertir en activos financieros nominados en moneda extranjera ($r^* > r$), por lo que hay salida de capitales y la moneda local se deprecia. Consecuentemente, se producen dos efectos: la economía del país se vuelve más competitiva y aumentan las exportaciones netas (XN), haciendo que la curva IS se desplace hasta IS' . Por otro lado, la balanza de pagos (BP) se traslada hacia abajo a BP' , debido a la mayor competitividad de las exportaciones. El equilibrio final se alcanza en el punto 3, en que la política monetaria ha logrado incrementar el nivel de actividad ($Y_1 > Y_0$), logrando mayor competitividad y a un tipo de interés menor ($r_1 < r_0$).

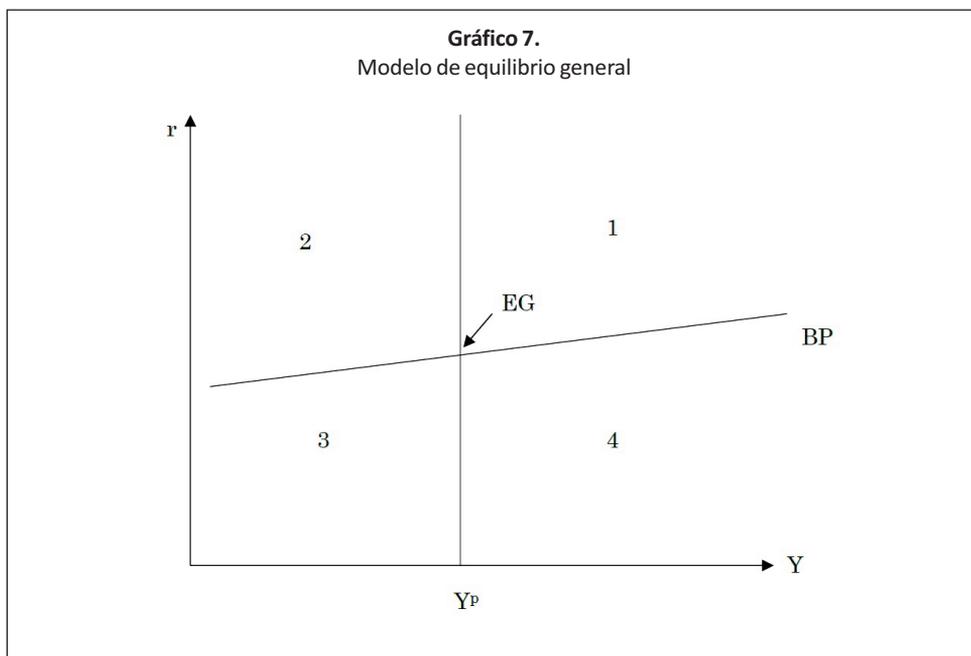
El cambio en el déficit en el punto 2 que se atenúa o desaparece cuando llega al punto 3 puede que no se sostenga y que la salida de capitales comprometa la cuenta financiera, más allá de la competitividad que tengan las exportaciones, especialmente, si esta competitividad no refleja mejoras en la balanza comercial producto de la baja elasticidad-precio de su demanda. Como señalan Schorr y Wainer (2023), “debe tenerse en cuenta que la capacidad del superávit comercial para compensar el déficit en las transacciones financieras no depende exclusivamente de la magnitud del primero, sino también del tamaño del déficit generado por estas últimas. Es decir, no alcanza con tener superávit comercial para equilibrar el balance de pagos si no se reduce simultáneamente la salida de divisas de carácter financiero”. A modo de ejemplo, Zack y Dalle (2015) calcularon el valor absoluto de las elasticidades-precio de las exportaciones e importaciones de la Argentina en un valor de 0,41, siendo la elasticidad de las primeras un 0,07 y de las segundas 0,34, es decir, lejos de 1 y del cumplimiento de la condición de Marshall-Lerner. Por lo que la expansión monetaria con tipo de cambio flexible que se ejemplifica aquí podría no ser del todo eficiente en países en desarrollo.

Un modelo de equilibrio general

Para finalizar este acápite, presentamos un modelo de equilibrio general de la economía, en el que se combina el equilibrio interno (pleno empleo con estabilidad de precios) y el equilibrio externo (balanza de pagos saldada). El Modelo combina la función de la balanza de pagos (BP) con el nivel de producto potencial (Y^p) de la economía. Podemos definir Y^p como el nivel de producción máxima que puede alcanzar la economía con el pleno empleo de los factores de la producción con los que cuenta. En el siguiente gráfico podemos visualizar el Modelo:

Asumimos que el sistema de tipos de cambio es fijo y que existe imperfecta movilidad de capitales. Podemos ver, asimismo, que en el gráfico aparecen cuatro zonas o áreas de desequilibrio, siendo la intersección de las curvas BP e Y^p el equilibrio general de la economía (EG):

- 1: superávit con exceso de empleo (o inflación)
- 2: superávit con desempleo



3: déficit con desempleo

4: déficit con exceso de empleo (o inflación)

Al ubicarse la economía en algún punto de alguna de las zonas de desequilibrio, el gobierno debería utilizar las políticas monetaria y fiscal (o una combinación de ambas) para intentar restaurar el equilibrio general de la economía. Por ejemplo, si la economía se encontrara en el área 4, el país podría adoptar una política de reducción del gasto (política fiscal contractiva). Esto solucionaría el problema de la inflación (o del exceso de empleo) y el déficit de la balanza de pagos (por la caída que habría en las importaciones). Por otro lado, si la economía se encontrara en la zona 1, una política fiscal expansiva disminuiría el superávit, por aumento de las importaciones, pero agravaría el problema del sobreempleo, dado que si la economía sobrepasase su capacidad máxima (Y^p), entonces se produciría un aumento de los precios y habría inflación. Frente a esta última cuestión, “existen casos de ‘di-

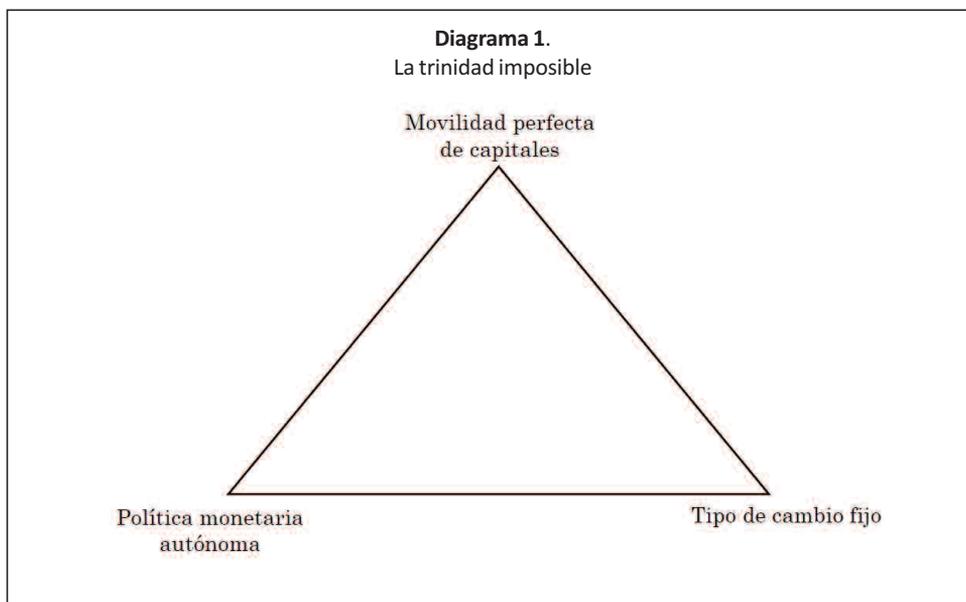
lema', como por ejemplo el del sobreempleo con superávit, que haría necesaria la búsqueda de otros instrumentos como ser el uso de instrumentos de política comercial, como aranceles a las importaciones o modificar la política cambiaria, haciendo que el Banco Central devalúe el tipo de cambio" (Bajo y Monés, 2000).

Ahora bien, cuando el tipo de cambio es flexible, estos dilemas tienden a disiparse, al menos en el plano externo, dado que la balanza de pagos siempre estaría en equilibrio por acción de la variación del tipo de cambio. Frente a este contexto, las autoridades solo deberían preocuparse por lograr el equilibrio interno, siendo, como mencionáramos anteriormente, la política monetaria la más eficiente para lograr este cometido. No obstante esto, lograr el equilibrio externo requiere de un sistema cambiario estable. En países en desarrollo esto es más complicado de lograrse, dado que los shocks de términos de intercambio y de tasas de interés a la balanza de pagos generalmente afectan directamente al tipo de cambio (dado que la oferta y demanda de divisas son más elásticas que en países desarrollados), haciendo que esta suba y desencadene un incremento de precios internos que conducen a un aumento de la inflación. Esto conlleva asimismo a generar incertidumbre en el tipo de cambio esperado ($d^1 \theta$), y a que el tipo de interés interno (r) varíe (o aumente) en consecuencia, pudiendo generar una disminución en la oferta monetaria y en el nivel de producto (Y).

Finalmente, cabría hacer una breve referencia a lo que Mundell denominó "trinidad imposible" y que viene de la mano de las conclusiones que hemos expuesto anteriormente sobre la efectividad de las políticas macroeconómicas dependiendo del sistema cambiario que adopten los países (fijo o flexible). En palabras de Mundell:

62

Bajo perfecta movilidad de capitales [...] y régimen de tipo de cambio fijo, la política monetaria no tiene impacto sobre el empleo, pero sí la política fiscal. Por el contrario, la política monetaria tiene efecto sobre el empleo bajo régimen de tipo de cambio flexible, mientras que la política fiscal no tiene ningún impacto [...]. Las políticas de esterilización no tienen sentido en un mundo con regímenes de tipo de cambio fijo y perfecta movilidad de capital lo cual genera, finalmente, la caída del régimen de tipo de cambio fijo (Mundell, 1968: 261).



De estas afirmaciones se desprende la teoría de la “trinidad imposible” según la denominara el mismo Mundell. En el diagrama 1 ilustramos la trinidad imposible.

Según Mundell, un país no puede alcanzar estos tres objetivos simultáneamente, sino que solo puede lograr dos. Si el país tiene tipo de cambio fijo y perfecta movilidad de capitales, es decir que no tiene restricciones a los movimientos de capitales, no podrá mantener una política monetaria autónoma, dado que el Banco Central no podría aumentar la oferta monetaria frente a una crisis en la demanda agregada, porque esto afectaría el nivel de tipo de cambio, tal como ocurrió en la Argentina durante la época de la convertibilidad. Por su parte, si el país quisiera mantener una política monetaria autónoma con libre movilidad de capital, tendría que dejar que el tipo de cambio fluctúe, ya que frente a una crisis en la demanda agregada la política monetaria podrá obrar de manera independiente, siendo el tipo de cambio la variable de ajuste frente a los posibles desequilibrios que se presenten en la balanza de pagos, movidos principalmente por la salida o el ingreso de capitales. Fi-

nalmente, si el país adopta un tipo de cambio fijo y desea mantener una política monetaria independiente, debe establecer restricciones a los movimientos internacionales de capital, ya que los mismos obligarían a la autoridad monetaria a intervenir frente a las presiones que las salidas o ingresos de capitales tendrían sobre el tipo de cambio, haciendo que la política monetaria pierda autonomía.

En resumen, “el modelo Mundell-Fleming muestra que el poder de la política fiscal y monetaria para afectar a la demanda agregada varía según el régimen cambiario que se adopte. El efecto de casi toda política económica sobre una pequeña economía abierta depende de dicho régimen” (Jiménez, 2010). Por lo tanto, y especialmente en economías emergentes, alcanzar el equilibrio general de la economía es mucho más complicado y el margen de maniobrabilidad de los gobiernos en la aplicación de las políticas de estabilización es más limitado y debe ser más preciso, haciendo que en ocasiones se necesite articular estas políticas con otras como la comercial, o determinadas políticas sectoriales que hagan hincapié en promover el desarrollo tecnológico y el valor agregado en determinados sectores de la industria.

Conclusiones

Hasta aquí hemos visto cómo los shocks de productividad, términos de intercambio y tasas de interés afectan a la balanza de pagos vía la cuenta corriente o la cuenta financiera, o ambas. Asimismo, dependiendo del sistema cambiario que adopten los países, los efectos de los shocks en la balanza de pagos pueden traer consecuencias negativas que afectan el producto interno, la inversión, el empleo y los salarios, entre otras. Como hemos visto, estos impactos agravan los efectos negativos en países en desarrollo, en especial aquellos vinculados a los precios relativos internacionales. En este sentido, “el movimiento de los precios relativos puede desencadenar una serie de efectos de reorientación del gasto que implicarían una reorganización de los patrones de producción y de gasto entre bienes y países” (Carrière-Swallow, Magud y Yépez, 2017). Es decir que, frente a caídas de los términos de intercambio, los consumidores se orientan hacia bienes nacionales, promoviendo la industria nacional. Asimismo, las exportaciones se ven estimuladas, lo que también hace aumentar la producción nacional. La clave en el amortiguamiento del impacto podría darla la flexibilidad del tipo de cambio y en el uso ade-

cuado de las políticas macroeconómicas de estabilización. Con sistemas de tipos de cambio más rígidos, el golpe sería directo y más profundo, en cambio con tipos de cambio flexibles la situación sería más favorable y el golpe podría ser más suave.

Según Carrière-Swallow, Magud y Yépez, “los exportadores de productos distintos de las materias primas han respondido positivamente a la depreciación real tras el shock de los términos de intercambio, aunque el efecto ha sido relativamente débil: una depreciación real de un 10% incrementa las exportaciones reales en tan solo 2% en un año, al tiempo que reduce las importaciones reales en casi un 7%”. Esto puede explicarse por la condición de Marshall-Lerner. En términos generales, los productos primarios tienen una elasticidad-precio menor que las manufacturas, por lo que los shocks tienden a ser más pronunciados en países en desarrollo que en países desarrollados, tal cual lo explican los casos de Chile con el cobre y de los países africanos con el algodón.

Los shocks de tasas de interés también generan efectos adversos para los países con sistemas cambiarios débiles. El desajuste de la cuenta financiera terminaría afectando, tanto la posición internacional de inversión del país, como el nivel de reservas, lo que obligaría al Banco Central a intervenir. Esto, asimismo, acarrearía efectos adversos para el tipo de cambio, lo cual, podría afectar también la cuenta corriente. Como hemos visto, se produce un círculo vicioso que obliga a los países a actuar utilizando las políticas monetaria, fiscal y, en ocasiones, comercial, para atenuar los impactos del shock tanto en la balanza de pagos como en el producto interno, según el modelo de equilibrio general, por lo que la restricción externa vía la cuenta corriente supone un freno a la actividad, haciendo que la economía no pueda crecer más allá de lo que permiten las exportaciones (Canitrot, 1983).

Por lo tanto, la diversificación de las exportaciones, tanto en mercado como en producto, sería uno de los puntos focales a tener en cuenta para evitar que los shocks prolonguen sus efectos en la economía doméstica y su sector externo. Asimismo, el aumento de la productividad de los factores, vía aumento de la inversión en bienes de capital, como también de la capacitación de la mano de obra, coadyuvaría en este sentido.

En economías con estructuras productivas desequilibradas, como las de muchos países en desarrollo, con exportaciones diversificadas, la restricción externa puede suavizarse y los shocks de términos de intercambio y de tasas de interés tendrían un efecto menor en la cuenta corriente y en el producto interno, atenuándose la aplicación de políticas de estabilización contractivas que terminan afectando la *DA* del país (Braun y Joy, 1968). Por lo tanto, los desequilibrios a la balanza de pagos son más prolongados y afectan en mayor cuantía el producto interno en aquellos países en desarrollo con exportaciones poco diversificadas y sistemas cambiarios volátiles. Por ello, cuando se aplican políticas monetarias o fiscales contractivas para atenuar estos impactos, los efectos negativos hacen que las crisis se profundicen y que la salida de estas sea más caótica, lo cual ralentiza el crecimiento de la *DA*, del empleo y los salarios y finalmente el equilibrio externo en la balanza de pagos.

Bibliografía

- Astarita, R. (2011). "Paridad de intereses y tipo de cambio: incongruencias en los manuales y una alternativa". *Rolando Astarita [Blog]*. Disponible en: <https://rolandoastarita.blog/category/economia/>.
- Bajo, O. y Monés, A. (2000). *Curso de macroeconomía*. España: Antoni Bosch.
- Bernat, G. (2011). "Crecimiento en la Argentina: del stop and go al go (slowly) non stop". *Boletín informativo de Techint*, n° 335, 41-62.
- Braun, O. y Joy, L. (1968). "A Model of Economic Stagnation- A Case Study of the Argentine Economy". *The Economic Journal*, n° 312, vol. 78.
- Canitrot, A. (1983). "El salario real y la restricción externa de la economía". *Desarrollo Económico*, vol. 23, n° 91, 423-427.
- Carrière-Swallow, Y.; Magud, N. y Yépez, J. (2017). "Cómo los tipos de cambio flexibles ayudaron a América Latina a adaptarse a los shocks de precios de las materias primas". *IFM Blog*. Disponible en: <https://blog-dialogoafondo.imf.org/?p=8003>.

- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2009). “La restricción de la balanza de pagos al crecimiento”. CEPAL.
- Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) (1995). “Africa’s Commodity Problems: Towards a Solution”. *United Nations Commodity Year Book*. Ginebra: UN.
- Diamond, M. (1972). “La estructura productiva desequilibrada y el tipo de cambio”. *Desarrollo Económico*, vol. 12, n° 45.
- ____ (1983). “El péndulo argentino: ¿hasta cuándo?”. Presentado en la Conferencia sobre Medidas de Cambio Político Económico en América Latina. Vanderbilt University, Nashville, Tennessee, Estados Unidos.
- Dogliolo, F.; Dvostik, A.; Garegnani, L. y Sangiácomo, M. (2023). *Las elasticidades del comercio exterior en Argentina (2004-2022)*. Nota Técnica N° 6/2023. Argentina: Banco Central de la República Argentina.
- Dornbusch, R.; Fischer, S. y Startz, R. (2008). *Macroeconomics*. Nueva York: McGraw-Hill.
- Feenstra, R. y Taylor, A. (2011). *Macroeconomía Internacional*. Barcelona: Reverté.
- Féliz, M. y López, E. (2010). “La dinámica del capitalismo periférico posneoliberal-neodesarrollista”. *Herramienta*, n° 45, 1-18.
- Gerber, J. (2005). *International Economics*. Estados Unidos: Pearson Addison Wesley.
- Jiménez, F. (2010). *Elementos de teoría y política macroeconómica para una economía abierta*. Documento de Trabajo n° 296. Perú: Universidad Católica de Perú.
- Katz, J. y Bernat, G. (2013). “Interacciones entre la macro y la micro en la posconvertibilidad: dinámica industrial y restricción externa”. *Desarrollo Económico*, vol. 52, n° 207-208, 383-404.
- Katz, J. (1986). *Importación de tecnología, aprendizaje e industrialización dependiente*. México: FCE.
- Lanteri, L. N. (1998). “Shocks a la cuenta corriente de la balanza de pagos. Alguna evidencia para la Argentina”. *Economía*, vol. 21, n°42.

- López, J. y Sevilla, E. (2010). *Los desafíos para sostener el crecimiento: el balance de pagos a través de los enfoques de restricción externa. Documento de trabajo n° 32*. Argentina: CEFID-AR.
- Mundell, R. (1968). *International Economics*. Nueva York: Macmillan.
- Nacleiro, A. y Padín, J. (2019). "Restricción externa y subdesarrollo (industrial): un análisis histórico de la cuenta corriente argentina". *Revista de Economía Política y Desarrollo*, vol. 1, n° 2, 25-48.
- Panigo, D.; Kiper, E. y Gárriz, A. (2012). "La economía política frente a la restricción externa en un contexto de incertidumbre global". Presentado en el Congreso de AEDA. Buenos Aires.
- Pereyra, D. y Ferrari, S. (2021). "Los shocks a la balanza de pagos". *RINCE*, vol. 11, n° 22, 1-29. Disponible en: <https://rince.unlam.edu.ar>.
- Prébisich, R. (1949). *El desarrollo en América Latina y sus principales problemas*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Schmitt-Grohé, S.; Uribe, M. y Woodford, M. (2016). *International Macroeconomics*. Estados Unidos: University of Columbia.
- Schorr, M. y Wainer, A. (2023). "Neodesarrollismo, restricción externa y salida exportadora en la Argentina". *Realidad Económica*, n° 355, 9-34.
- Schteingart, D. (2016). "La restricción externa en el largo plazo: Argentina, 1960 – 2013". *Revista Argentina de Economía Internacional*. N° 5. Pp 35-59. CEI
- Thirlwall, A. (1979). "The balance of payment constraint as an explanation of international growth rate differences". *Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review*, n° 128, vol. 32, 45-53.
- Tugores Ques, J. (2006). *Economía internacional*. Nueva York: McGraw-Hill.
- Wainer, A. (2018). "La restricción externa al crecimiento en Argentina en el período kirchnerista (2003-2015)". *Semestre Económico*, vol. 21, n° 47, 95-122.
- Zack, G. y Dalle, D. (2015). "Elasticidades del comercio exterior de la Argentina: ¿una limitación para el crecimiento?". *Realidad Económica*, n° 289, 134-154.