

EL TIPO DE CAMBIO EN ARGENTINA DE LOS AÑOS NOVENTA Y LA GLOBALIZACION DE LA ECONOMIA MUNDIAL

ANA MARIA MARTIRENA-MANTEL *

I. Introducción

El propósito de las páginas que siguen es proporcionar al lector/ra, una visión acerca de la forma en que Teoría Económica considera hoy la noción de tipo de cambio de equilibrio, a la luz de los fenómenos conocidos como la revolución financiera de los años setenta y ochenta.

Mas adelante, en el marco de estas consideraciones teóricas y empíricas, se tratará de arrojar alguna luz sobre el tipo de cambio en la Argentina de hoy: ¿Está o no está rezagado? ¿Cómo lo sabemos? ¿Cómo medimos ese rezago? ¿Es el déficit observado en la balanza comercial, una prueba del rezago o sobrevaluación cambiaria?

En otras palabras, las páginas que siguen se ocuparán de un tema propio de la Economía Internacional Monetaria: es el subcampo de la Economía del tipo de cambio, un área llena de desafíos intelectuales para la investigación, por los muchos temas aun sin resolver.

La sección II analiza el cambio relativamente reciente que experimentó la teoría de la determinación del tipo de cambio, como consecuencia de fenómenos empíricos que conforman la revolución de las finanzas internacionales y sus consecuencias macroeconómicas.

La sección III discute el posible problema del rezago cambiario en Argentina y los distintos métodos de su medición empírica.

La sección IV analiza *dos escenarios alternativos* para superar en Argentina esa posible sobrevaluación cambiaria, a la luz de los resultados de las secciones anteriores.

* Instituto Torcuato Di Tella - CONICET

Finalmente, la sección V se pregunta si el déficit de la balanza comercial es o no prueba de rezago cambiario, abordando los aspectos intertemporales de la cuenta corriente.

II. La determinación del tipo de cambio y la revolución financiera

¿Cuál es el motivo para creer que en Argentina -hasta hace poco tan cerrada, relativamente, al comercio de bienes y de activos financieros- no podemos aislarnos del fenómeno de la creciente globalización de los mercados de capitales, al evaluar la política cambiaria?

Porque el período entre la década de los años setenta y la década de los noventa, período que fue testigo del colapso del sistema monetario internacional de Bretton Woods, reflejó un cambio estructural en la teoría explicativa del tipo de cambio. ¿Por qué?

Hasta los años 70, era el flujo internacional de bienes comerciados entre países, el que conducía los tipos de cambio, de modo tal que un régimen de flexibilidad cambiaria jugaba un papel crucial en el ajuste de la cuenta corriente. La teoría explicativa era la propia del enfoque elasticidades y del enfoque absorción de la balanza de pagos.

Pero en los años ochenta y noventa se produce un cambio fundamental. Ahora es el flujo internacional de capitales el que conduce los tipos de cambio, el que explica su mayor volatilidad, el que como consecuencia da lugar a la desvinculación ("delinking") entre el tipo de cambio y el comercio internacional.

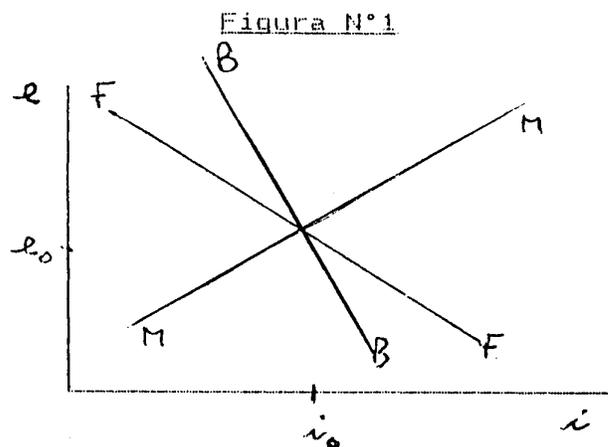
Paul Krugman (1989), en su libro "Exchange Rate Instability", describe el fenómeno al descubrir una analogía con los antibióticos en medicina. Se sabe que la eficacia de los antibióticos se reduce si se los consume en exceso ya que crea la resistencia del cuerpo humano a la acción de las bacterias. Lo mismo sucede con el tipo de cambio y el cuerpo social, ya que demasiado ajuste, reduce su efecto sobre la cuenta corriente.

Esto es así porque en el corto plazo el tipo de cambio es el precio de un activo financiero, como lo son entre otros, los precios de las acciones de la Bolsa, un precio que se determina simultáneamente con las tasas de interés

y como tal, está sujeto a las volatilidades de los precios de mercado de todo activo financiero.

Vemos esto más de cerca con ayuda del análisis geométrico, siguiendo el trabajo de economistas del área como W. Branson (1979), P. Kouri (1976), R. Dornbusch (1976) entre otros.

La Figura N°1 representa la determinación simultánea en el corto plazo, del tipo de cambio (e) y la tasa de interés interna (i), para una dada tasa de interés externa bajo el supuesto de país pequeño.



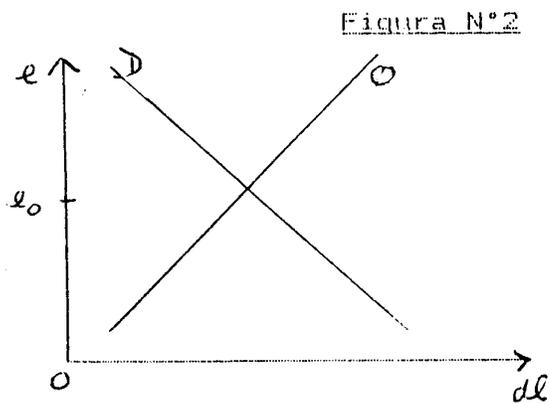
Llamemos M , B y F a los stocks iniciales de dinero doméstico, bonos domésticos y bonos externos, respectivamente todos ellos *sustitutos imperfectos* entre sí en las carteras de los agentes privados.

Si postulamos funciones de demanda-stock de estos activos dependientes de sus tasas de retorno esperadas y del stock de riqueza igual a la suma de $(M + B + eF)$, es posible representar el equilibrio simultáneo, como el par de valores (e, i) a los cuales los agentes privados están dispuestos a poseer los stocks existentes M , B y F .

La Figura 1 nos determina el par de precios de equilibrio (e_0 , i_0), a los cuáles se igualan simultáneamente las demandas y ofertas stock de cada activo en el punto E.

Es fácil deducir el signo de las pendientes de cada uno de las tres rectas de equilibrio, (de/di), para cada activo que convalidan las de la Fig. 1, bajo el supuesto de sustitución imperfecta y de homogeneidad en la riqueza en las funciones de demanda stock.

Sin embargo, esta no era la explicación de la determinación del tipo de cambio de equilibrio *previa* a los años setenta cuando prevalecía el enfoque tradicional de los flujos o enfoque de las elasticidades, según el cual el tipo de cambio de equilibrio surge de igualar las demandas y ofertas flujo de cambio extranjero (dólares) provenientes de las decisiones de gasto en importaciones y de ingreso por exportaciones, según ilustra la Fig.2.



La función de demanda de dólares surge del mercado de importaciones de bienes y la de oferta del de exportaciones, como funciones de los valores que adopten las correspondientes elasticidades precio de demanda y de oferta

en ambos mercados de bienes comerciados internacionalmente. Ver Martirena-Mantel (1978).

Al haber contrastado en las Fig.1 y 2 ambos enfoques stock y flujo para la determinación del tipo de cambio de equilibrio, cabe la pregunta: ¿qué papel juegan las tradicionales elasticidades-precio implícitas en la Fig.2 en el nuevo enfoque de cartera ("portfolio approach") en la determinación del tipo de cambio de equilibrio?

Reaparecen con todo vigor en el mediano y largo plazo al unirse los mercados financieros y los mercados de bienes con sus propias velocidades de ajuste en la determinación del tipo de cambio de equilibrio de largo plazo. Este se define como el resultado de un proceso de realimentación ("feedback") entre los resultados de la cuenta corriente (CC) y de la cuenta capital (CK), en el trayecto de convergencia a una noción de tipo de cambio de equilibrio de largo plazo al cual la balanza de pagos es nula con $CK = CC = 0$. Ver Branson, W. (1979).

Mientras tanto, durante el ajuste, la acción del tipo de cambio de corto plazo y de la tasa de interés externa sobre la balanza comercial y sobre la cuenta corriente respectivamente, pueden dar lugar a una CC positiva.

Esta CC positiva iguala a la CK negativa, representada por la salida de capital (o aumento de los Bonos externos del sector privado).

A su vez el aumento en F (bonos externos) realimentará el equilibrio stock inicial de la Fig.1 dando lugar, a través de la correspondiente caída en e , a un efecto sobre la balanza comercial que dependerá del valor de las elasticidades precio del enfoque de los flujos de la Fig.2.

Si se cumple la condición de Marshall-Lerner ampliada, habrá un proceso de convergencia temporal tal que disminuirá el valor de la CC, dando lugar a un descenso en el stock F hasta que finalmente el sistema convergerá a un valor de equilibrio de largo plazo para el tipo de cambio (si se cumplen las condiciones de estabilidad de la ecuación diferencial implícita en el proceso).

Ahora bien, cabe la pregunta: ¿cuál fue la razón fundamental de este cambio en la teoría de la determinación del tipo de cambio?

La razón reside en un hecho empírico que se concreta a fines de los años setenta y cuya gestación es previa a 1945.

Antes del año 1945, los mercados financieros estaban segmentados geográficamente, divididos en compartimientos estancos. Los gobiernos los regulaban para protegerlos de la competencia externa y evitar inestabilidades acorde con las conclusiones de Ragnar Nurkse (1944) cuyo célebre e influyente trabajo analizó la especulación desestabilizante de los años veinte hallando a los mercados cambiarios culpables de desestabilizar la economía mundial a través de los movimientos internacionales de capitales.

Cuando se crea Bretton Woods en 1945, ya existían controles a los movimientos de capitales que Bretton Woods se limita a consagrar al otorgar a cada país miembro del Fondo Monetario Internacional el derecho explícito a controlar estos movimientos. ¿Por qué?. "Para que cada país miembro pueda tener control sobre la propia tasa de interés doméstica y así aportarla de la "hot money" en las palabras de Keynes.

Durante los años setenta y más rápidamente en los ochenta, se disuelven las fronteras entre los mercados financieros nacionales, lográndose deshacer el orden financiero creado en los años cincuenta y sesenta.

¿Cómo se produjo?. No fue el resultado de la decisión ni de Gobierno ni de ley alguna, sino que ocurre por decisión espontánea del mercado: los gobiernos fueron seguidores y no líderes del proceso. Fue una real revolución financiera que comenzó en Estados Unidos, Gran Bretaña y Japón, seguidos por muchos otros países desarrollados y en desarrollo.

Se debió a la acción simultánea de tres fuerzas: innovación, tecnología y desregulación. [Ver *The Economist* (1993)]. La innovación se produjo cuando las empresas financieras, aprovechando las oportunidades de beneficios que producen las distorsiones regulatorias, *innovan*, expandiendo sus actividades "offshore". Así nació por ejemplo, el Mercado del Eurodolar.

Los adelantos tecnológicos los constituyeron las computadoras y su notable abaratamiento, unidos a la tecnología de las comunicaciones que creó un mercado global de 24 horas continuadas.

Estos cambios, unidos a las posteriores desregulaciones de los gobiernos, resultaron ser irreversibles y su consecuencia fue la globalización de las finanzas internacionales.

Para resumir, antes de esta revolución financiera, los tipos de cambio estaban conducidos por los desequilibrios de la cuenta corriente. Hoy, y sobre todo en el corto plazo, están conducidos por los flujos de capitales asociados

a las diferenciales de tasas de interés. De allí la desvinculación entre tipo de cambio y cuenta corriente que produjo la globalización a través de la volatilidad cambiaria observada, independientemente de la calidad de las políticas macroeconómicas de los distintos países.

Este proceso puede ser ilustrado con algunas estadísticas que miden los flujos de capitales a través de los déficits y superávits de la cuenta corriente. Por ejemplo, tomemos un único componente de estos flujos de capitales, esto es, las transacciones en títulos y acciones con extranjeros: compra-venta de bonos y acciones entre presidentes de distintos países. Así se tiene que este componente del comercio de activos pasó de representar para los E.E.U.U. el 3% del PBD (Producto doméstico bruto) en el año 1970, al 93% del PBD en el año 1990.

En el caso de Japón esta cifra pasó del 2% del PBD en 1970 al 119% en 1990 y en el caso de Gran Bretaña las cifras representaron el 368% de su PBD en 1985 y el 690% en 1990. Para Alemania Occidental este porcentaje pasó del 3% en 1970 al 60% en 1990. [Ver *The Economist* (1993)].

A la luz de esta evidencia empírica es posible preguntar: ¿qué problemas nuevos presenta esta globalización o integración de los mercados de capitales sobre la política cambiaria, y las políticas monetaria y fiscal?

Contestar esta pregunta significó comprender el motivo analítico de las preferencias de la profesión académica en general hacia regímenes de tipos de cambio flexibles expresados durante la vigencia de Bretton Woods.

En efecto, en el mundo "viejo" de 1945 a 1973 donde prevalecían regímenes de tipos de cambio fijos, ajustados solo ante desequilibrios fundamentales, y donde los movimientos de capitales estaban segmentados, la profesión prefería la flexibilidad cambiaria ya que en tal escenario es posible demostrar que tanto la política monetaria como la fiscal resultan totalmente inoperantes o ineficaces.

En efecto, tomemos el caso de una política monetaria restrictiva con tipo de cambio fijo y movilidad nula de capitales. La caída en la cantidad de dinero, disminuye la demanda agregada, la cual produce una mejora de la cuenta corriente, un aumento en el stock de reservas internacionales y, con dinero endógeno, un aumento de la cantidad de dinero que compensa la caída inicial.

En el caso de la política fiscal bajo las mismas condiciones, la caída del gasto público neto, también mejoró la cuenta corriente, aumentando las reservas internacionales y la cantidad de dinero que terminó neutralizando la política fiscal contractiva inicial.

En cambio las mismas políticas bajo tipos de cambio flexibles, resultan efectivas. En efecto, una caída en la cantidad de dinero deprime la demanda agregada y el aumento consiguiente de la tasa de interés doméstica no afecta la cuenta capital. El efecto es mejorar la balanza de pagos en cuenta corriente produciendo la disminución del tipo de cambio nominal, que refuerza la política monetaria.

Por otra parte, la caída del gasto público con tipos de cambio flexibles y movilidad nula de capitales, mejora la cuenta corriente y aprecia el tipo de cambio, reforzando así la política fiscal anti-inflacionaria.

La situación varía drásticamente en el mundo "nuevo" de la globalización financiera después del colapso de Bretton Woods de 1973. En efecto, cuando los capitales financieros son perfectamente móviles entre países, la flexibilidad cambiaria "ata" las políticas monetaria y cambiaria constituyendo en la práctica, una única herramienta de política económica. Las propiedades de aislamiento de las economías abiertas desaparecen con tipos de cambio flexible en estas condiciones: toda decisión de política monetaria altera la tasa de interés interno y esta alteración afectará el tipo de cambio a través del comercio inducido de activos financieros.

En otras palabras, en el "nuevo mundo" de la integración internacional de los mercados de capitales no es posible pensar ya en usar la política monetaria para el equilibrio interno o control de las presiones inflacionarias, independientemente de sus efectos externos, al tiempo que el tipo de cambio controle la competitividad externa del sector real. Constituyen un único instrumento de política económica. Tampoco resulta clara la elección entre ambos regímenes cambiarios en términos de la efectividad de la política monetaria y fiscal ya que con perfecta movilidad del capital, aun dejando de lado la especulación desestabilizante, la política monetaria resulta inoperante con tipos de cambio fijos y efectiva con tipos de cambio flexibles mientras que la política fiscal resulta ser efectiva en el primer caso y débil en el segundo.

Para sintetizar, la noción de utilizar la política cambiaria para la competitividad externa y la política monetaria para controlar la inflación

interna pertenece al "viejo mundo" donde el tipo de cambio seguía los desequilibrios de la cuenta corriente en lugar de las diferenciales de tasas de interés interna-externo como es la realidad del nuevo escenario internacional, donde los tipos de cambio se mueven donde lo decreten las tasas de interés.

Podemos preguntar a continuación ¿cuál es la repercusión o las consecuencias de este fenómeno para Argentina?

III. El tipo de cambio en Argentina de los años 90

En el marco analítico expuesto, ¿es posible arrojar alguna luz sobre el tipo de cambio corriente en Argentina?

¿Está realmente rezagado como algunos afirman?

Si es así ¿cuál es la prueba del rezago y como se lo mide?

Si esta pregunta es contestada afirmativamente, es posible plantear dos subpreguntas:

- a) ¿Desaparecería esa sobrevaluación si se deja la determinación del tipo de cambio en Argentina a las fuerzas del mercado?
- b) ¿Desaparecería esa sobrevaluación si Argentina decide devaluar su moneda desde el tipo de cambio nominal del plan de convertibilidad?

Mas general aún, la balanza comercial deficitaria actual ¿debería gatillar una devaluación nominal o cabe interpretar el déficit comercial reconociendo la naturaleza intertemporal del mismo?

Vayamos a la primera pregunta: ¿existe rezago cambiario?

La pregunta lleva implícita una noción de tipo de cambio de equilibrio macroeconómico, porque sólo es posible hablar de sobrevaluación con respecto a algún concepto de tipo de cambio real de equilibrio como norma o patrón de referencia, ya que no es válido concluir que existe rezago cambiario simplemente porque el tipo de cambio real observado está cayendo en el tiempo.

Es aquí donde comienzan los problemas porque ¿podemos en Argentina pretender conocer el tipo de cambio real de equilibrio macroeconómico,

después de haber estado sometida en los últimos tres años a transformaciones estructurales o shock reales de varias clases, tales como:

1. La apertura de la economía o cambios en la política comercial. Representa un doble shock, del lado de las exportaciones al reducirse las retenciones o impuestos de exportación y del lado de las importaciones, por la reducción de aranceles y restricciones cuantitativas.
2. Cambios en la productividad de los sectores productores de bienes transables internacionalmente con respecto a la de los bienes no transables, cambios gatillados a su vez por: la reforma del Estado, la desregulación financiera, las reformas laborales, etc.
3. Flujos internacionales de capitales que son consecuencia de la globalización o integración financiera internacional discutida en la sección anterior; de los cuales se desconoce con certeza cuales son permanentes y cuales son transitorios.

Ante todos estos shocks que afectan decisivamente el tipo de cambio real de equilibrio o "de paridad", ¿como se lo mide?

Una respuesta que muchos aceptan significa utilizar la teoría de la paridad del poder adquisitivo, en su versión relativa. Con ella se calcula el tipo de cambio de paridad y se podría alcanzar la meta -ansiada por muchos- de justificar el logro de la constancia del tipo de cambio real en el tiempo, con respecto a algún año base.

Estos cálculos de paridad aceptan la siguiente idea. El valor de una moneda está dado por su poder de compra, esto es, por la cantidad de bienes y servicios que esa moneda puede comprar en el país de emisión, poder de compra que se mide por la inversa del nivel general de precios. Así, al buscar el valor de la moneda externa en términos de la interna se llega a la fórmula popular que iguala el cociente entre los niveles generales de precios internos y externos. Si se lo escribe en su versión relativa, permite medir el rezago cambiario en función de la diferencial doméstica -externa de las tasas de inflación-.

Sin embargo, esta fórmula popular solo es capaz de captar shocks nominales o monetarios, pero nunca shocks estructurales o reales que por definición alteran los precios relativos en el sector real de la economía.

Se concluye entonces, que la fórmula de la paridad del poder adquisitivo Caselliana siempre terminará sobrevaluando o subvaluando el verdadero tipo de cambio real de equilibrio, en presencia de shocks reales. ¿Por qué? Porque no es válido pretender mantener constante el tipo de cambio real a lo largo del tiempo cuando las transformaciones estructurales están *desplazando el equilibrio* del tipo de cambio real. Por ejemplo, tomemos un cambio en la política comercial bajo la forma de una reducción en los impuestos de exportación. La teoría de la paridad del poder adquisitivo *predice* un aumento del tipo de cambio de paridad, mientras que el equilibrio económico verdadero *predice* una disminución en el tipo de cambio real, disminución que no indica desequilibrio ni rezago alguno. Otro ejemplo, una entrada sostenida de capitales externos produce una baja en el valor de equilibrio del tipo de cambio real lo mismo que el aumento en la productividad de los sectores transables.

Medir y cuantificar estos shocks en sus efectos sobre el tipo de cambio real de equilibrio no es tarea fácil. Al respecto es posible mencionar un trabajo realizado por el Profesor Delfino de la Universidad Nacional de Córdoba (1993) que trató de cuantificar el rezago cambiario argentino de los años 1991 y 1992, utilizando el modelo de optimización de tres bienes de Melo y Robinson que estima econométricamente para la economía argentina.

El modelo incluye una restricción presupuestaria intertemporal dada por la balanza comercial y los flujos internacionales de capitales, en los que el trabajo se concentra. Las conclusiones empíricas de este estudio¹ llevan a concluir que el tipo de cambio real observado en Argentina para los años 1991 y 1992 resulta ser *superior* al tipo de cambio real de equilibrio. Si esto es así, para estos años Argentina experimentó *adelanto cambiario*, tomando sólo en cuenta el shock real representado por la entrada de capitales.

¹ Cabe mencionar otros estudios sobre el mismo tema, tales como Arnaudo, A. (1993). "Un ejercicio sobre el tipo real de cambio de equilibrio. Argentina 1970-1992, que utiliza el modelo de Wright, S. (1992) para estimar el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo, tomando en cuenta el nivel de actividad económica.

Este y otros interesantes estudios, aún en estado de experimentación, llevan a la conclusión básica: no todos los movimientos descendientes *observados en el tipo de cambio real corriente*, representan posiciones de desequilibrio, si al mismo tiempo está cayendo el *tipo de cambio real de equilibrio*.

IV. Escenarios alternativos: Tipos de cambio flexibles y devaluación nominal

Sin embargo, si a pesar de lo expresado hasta aquí se acepta momentáneamente la idea del rezago cambiario, es posible formular dos subpreguntas:

- a) ¿Desaparecería ese rezago o sobrevaluación si se deja el precio de la moneda externa a las fuerzas del mercado abandonando el tipo de cambio fijo del plan de convertibilidad, es decir, si se adopta un régimen de tipo de cambio flexibles? ¿Qué nos dice la experiencia histórica y empírica al respecto?

La primera parte de este trabajo puede ser sintetizada expresando que la experiencia post 1973 con tipos de cambio flexibles -al terminar atando la política monetaria a la política cambiaria- fue tal, que los mercados cambiarios terminaron siguiendo en la práctica la visión de R. Nurkse por sobre la visión de M. Friedman. En otras palabras, nada existe en la experiencia de los años ochenta y noventa que apoye al Profesor Friedman al expresar que "si las políticas económicas de los distintos países son estables, entonces los tipos de cambio aunque floten, se comportarán en forma estable" (1953).

¿Por qué? Porque se observó repetidamente el fenómeno de la volatilidad cambiaria, aún en países con políticas macroeconómicas estables y juiciosas.

Por lo tanto, el tema plantea enseguida la pregunta siguiente. ¿Son eficientes los mercados cambiarios librados a sus fuerzas endógenas? Es decir, ¿existe en la práctica la especulación desestabilizante que Friedman negara? Para muchos investigadores, el mercado cambiario representó el prototipo del mercado eficiente, esto es, su precio refleja toda la información conoci-

da de modo tal que no existen oportunidades de beneficio no explotables a través del arbitraje. Entonces, los precios futuros solo pueden diferir de los presentes si aparece nueva información, "news", lo cual es básicamente impredecible. Por lo tanto, si los precios de los activos financieros no son predecibles (y el tipo de cambio es uno de ellos), los inversores jamás podrán ganarle al mercado ("beat the market") de forma consistente, excepto asumiendo mayores riesgos.

¿Cómo relacionamos esta hipótesis de los mercados financieros eficientes con la volatilidad observada de los tipos de cambio post-Bretton Woods y con la discusión Nurkse-Friedman sobre la especulación desestabilizante? La evidencia hoy es contraria a la teoría de los mercados eficientes. Las investigaciones de Shiller de la Universidad de Yale o de Ken Froot de la Universidad de Minnesota entre otros, sugieren que los mercados no son ni siquiera débilmente eficientes.

Es decir, esta corriente de investigación demuestra que la predicción es posible. Presentan una analogía con la roca que cae a un lago como modelo de pronóstico. Si bien no es posible pronosticar *la roca* o suceso inesperado, si es posible pronosticar *las ondas* que la roca produce en el lago. El pronóstico continúa hasta que las ondas provocadas por la roca se mezclan con las ondas propias del lago. Entonces es posible la predicción hasta que el mercado absorbe la nueva roca [ver *The Economist* (1993)].

Según la teoría de los mercados eficientes que usa Friedman, al negar la especulación desestabilizante, los inversores racionales o arbitrajistas, hacen desaparecer del mercado a los desestabilizantes (hoy llamados inversores-ruido) de modo de mantener eficientes los precios de la moneda extranjera. Hoy se cree poco probable que el arbitraje pueda ser completo, y sin arbitraje completo no hay razón para creer que los inversores racionales mantendrán en todo momento la eficiencia de los precios. La realidad muestra que los inversores ruido no desaparecen y es ésta interacción entre inversores estabilizantes y desestabilizantes la que lleva a desestabilizar estos mercados financieros ya que el arbitraje no elimina el ruido.

Para sintetizar, tipos de cambio flotantes para Argentina, como para cualquier país testigo de la Revolución Financiera de los años 70 y 80, no puede ser solución al rezago cambiario. El tipo de cambio perdió eficacia para

el ajuste de la cuenta corriente ante la volatilidad producto de la flotación. Por otra parte, existe la especulación desestabilizante que impide que el arbitraje sea completo o perfecto.

- b) La segunda subpregunta que plantea la aceptación de la idea de rezago cambiario para Argentina, es la siguiente: ¿Desaparecería ese rezago si Argentina decidiera devaluar su moneda desde el valor del plan de convertibilidad? ¿Se lograría la necesaria devaluación real con una devaluación nominal?

Es posible pensar que la historia reciente de las dos hiperinflaciones argentinas enseñó una cruel lección, esto es, la influencia que tienen los cambios en el tipo de cambio nominal sobre la formación de expectativas de inflación futura.

Es razonable también pensar que quizás debe pasar más tiempo para que desaparezca de la memoria colectiva el nexo tipo de cambio -expectativas de inflación-. Son aún muy recientes los episodios de colapso del régimen de tipos de cambio fijos o de crisis de balanza de pagos que Argentina padeció.

Por ejemplo, recordemos el episodio -ya incorporado a libros de texto internacionales [Ver Sachs - Larrain (1993)], como fue el de junio de 1989. El stock de reservas del Banco Central al mes de octubre de 1988 era de 3.000 millones de dólares, cuando un déficit fiscal incontrolable redujo la confianza en el programa económico y provocó la pérdida de reservas oficiales cambiarias con las que el Banco Central defendía la paridad fija del dólar-moneda nacional contra la demanda creciente de moneda extranjera por parte del sector privado.

En dos meses, el Banco Central pierde un tercio de sus reservas. Cuando el nivel de éstas alcanza los 1.600 millones de dólares, la autoridad monetaria decide una devaluación del doscientos por ciento con el objeto de defender las restantes.

Sin embargo, no fue suficiente ya que en dos meses el tipo de cambio nominal pasó de 20 australes por dólar a 200 australes por dólar, ¡una devaluación del 900 por ciento! Pero el stock de reservas oficiales continuó descendiendo hasta el nivel de 900 millones en junio de 1989. Finalmente

en agosto de 1989 el tipo de cambio nominal *equivalía a cuarenta veces* el valor de diciembre de 1988.

En otras palabras, experiencias como la descrita permiten inferir que la memoria colectiva aún asocia cambios en el tipo de cambio nominal con expectativas de inflación, haciendo muy difícil que las *devaluaciones nominales* signifiquen *devaluaciones reales*, ya que las indexaciones de precios y salarios repetidamente experimentadas, impiden los cambios necesarios en los precios relativos.

Además devaluaciones nominales al ritmo experimentado en Argentina, pueden terminar constituyendo un recurso "cómodo", convalidante de actitudes por parte de sectores microeconómicos que hoy hacen esfuerzos de ajuste individual ejercitando sus restricciones presupuestarias y que ayer expresaban la devaluación salvadora que les licuaba deudas y costos excesivos.

V. Déficit comercial y rezago cambiario

Finalmente nos preguntamos: la balanza comercial deficitaria de Argentina desde 1992, ¿es corregible con una devaluación nominal?

Existen cuatro formas equivalentes de describir una cuenta corriente. En primer lugar, denota el cambio de la riqueza financiera del sector privado o cambio en las tenencias de activos exteriores netos. Por otro lado, la cuenta corriente denota el exceso de exportaciones sobre importaciones de bienes y servicios más los pagos netos de factores al exterior. Una tercera interpretación de la cuenta corriente es en términos de la brecha macroeconómica entre producción y absorción o gasto agregado. Finalmente, la cuarta interpretación posee dimensión intertemporal ya que representa la brecha entre el ahorro y la inversión domésticos.

Esto es así porque en una economía abierta donde los residentes domésticos comercian bienes y activos financieros con el resto del mundo, no es verdad que los ahorros nacionales deben siempre igualar la inversión

doméstica, tal que la cuenta corriente deba estar en equilibrio en todo momento.

Si integramos el análisis de la cuenta corriente con las teorías monetarias de ahorro e inversión aceptando que la cuenta corriente posee dimensión intertemporal, esto es, que resulta de las decisiones intertemporales de ahorro e inversión de los residentes domésticos, entonces podemos llegar a conclusiones muy distintas de las que surgen del pensamiento político convencional muchas veces dominado por ideas mercantilistas. Estas llevan a expresar que todo déficit en cuenta corriente refleja sobregasto y requiere el ajuste inmediato del tipo de cambio nominal.

Sin embargo, vincular déficits de la cuenta corriente con devaluaciones cambiarias es solo una posibilidad teórica que no predomina en los datos empíricos de distintos países. Así en el caso de varios países pequeños, las relaciones históricas suelen mostrar senderos de crecimiento de largo plazo con déficits en cuenta corriente y apreciación real del tipo de cambio. Es por ejemplo el caso del yen de 1990, que representa un valor de equilibrio según patrones históricos y sin embargo Japón continúa con enormes superávits de cuenta corriente, siendo el motivo el rápido crecimiento secular del yen real de largo plazo.

Entre los países llamados tigres asiáticos, tomamos a Corea, con déficits comerciales durante treinta y ocho años, desde 1952 y a Singapur con déficits durante treinta años desde 1963. También pueden citarse el caso de Israel, con déficits comerciales durante 42 años desde 1952 y a Suiza con déficits durante 38 años desde 1956, todos ellos países que muestran un desarrollo económico vigoroso con estabilidad, [Ver C. Rodríguez (1994)].

En otras palabras, dependiendo de los shocks exógenos subyacentes en la economía, podemos tener cualquier combinación de déficits o superávits de la cuenta corriente y apreciación o depreciación del tipo de cambio.

Si el país posee una restricción presupuestaria intertemporal "binding", no necesita mantener la igualdad ahorro-inversión en todo momento (o cuenta corriente nula) ni ajustar el tipo de cambio nominal toda vez que son distintas estas magnitudes.

¿Por qué? Porque eventualmente el país deberá disminuir su consumo para pagar los intereses de su deuda, cambiando así la composición de su producto bruto interno desde consumo hacia exportaciones netas.

REFERENCIAS

ARNAUDO, A. (1993). "Un ejercicio sobre el tipo de cambio de Equilibrio. Argentina 1970-1992.", *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*, XXVIII Reunión Anual, (Univ. Nacional de Tucumán).

BRANSON, W. (1979). "Exchange Rate Dynamics and Monetary Policy.", en Lindbeck, E. (Ed.) *Inflation and Unemployment in open Economies* (North Holland).

DELFINO, J. (1993). "Tipo de cambio real, Comercio Internacional y Bienestar Económico", *Anales de la Asociación Argentina de Economía Política*, XXVIII Reunión Anual, (Univ. Nacional de Tucumán)

DORNBUSCH, R. (1976). "The Theory of Flexible Exchange Regimes and Macro Policy", *The Scandinavian Journal of Economics*.

FRIEDDMAN, M. (1953). "The Case for Flexible Exchange Rates", en *Essays in Positive Economics* (University of Chicago Press).

KOURI, P. (1976). "The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run". *The Scandinavian Journal of Economics*.

KRUGMAN, P. (1989). "Exchange Rate Instability" (M.I.T. Press).

MARTIRENA-MANTEL, A. (1978). "Economía Internacional Monetaria". (Ediciones Macchi).

NURKSE, R. (1944). "International Currency Experience" (League of Nations).

RODRIGUEZ, C. (1994). "Comercio Internacional de Argentina". *Convención de ADEBA*, (Asociación de Bancos de Argentina).

SACHS, J. Y LARRAIN, F. (1993). "Macroeconomics in the Global Economy" (Prentice Hall).

THE ECONOMIST (1992). "A Survey of World Economics Fear of Finance", Sepbre 19-25.

WRIGHT, S. (1992). "Equilibriun Real Exchange Rates", Manchester School of Economic and Social Studies.

?

EL TIPO DE CAMBIO EN ARGENTINA DE LOS AÑOS NOVENTA Y LA GLOBALIZACION DE LA ECONOMIA MUNDIAL

RESUMEN

El trabajo busca proporcionar una visión analítica y empírica acerca de la forma en que Teoría Económica (la Economía Internacional Monetaria posterior al colapso de Bretton Woods de 1973) considera la noción de tipo cambio de equilibrio, a la luz de los fenómenos recientes conocidos como la Revolución Financiera de los años setenta y ochenta.

En este marco analítico y empírico se tratará de contestar la pregunta ¿está o no está rezagado el tipo de cambio hoy en Argentina? ¿Cómo se mide ese posible rezago? ¿Es el déficit observado de la balanza comercial una prueba de la sobrevaluación cambiaria?

THE ARGENTINE RATE OF EXCHANGE IN THE NINETIES AND THE WORLD ECONOMY GLOBALIZATION

SUMMARY

The paper tries to review and discuss the way in which Economic Theory (International Monetary Economics after the collapse of Bretton Woods of 1973) deals with the concept of equilibrium exchange rate in view of the so called Financial Revolution of the 70's and 80's.

Under this analytical and empirical framework we will try to answer the question: the argentine rate of exchange today, is or is it not overvalued? How can we know it and how can we estimate that possible overvaluation? Is the trade deficit observed as a signal of the possible overvaluation?