

INT-0250

c.2

Distr.
INTERNA

E/CEPAL/ILPES/IN.2
9 de noviembre de 1981

ORIGINAL: ESPAÑOL

I L P E S

Instituto Latinoamericano de Planificación
Económica y Social

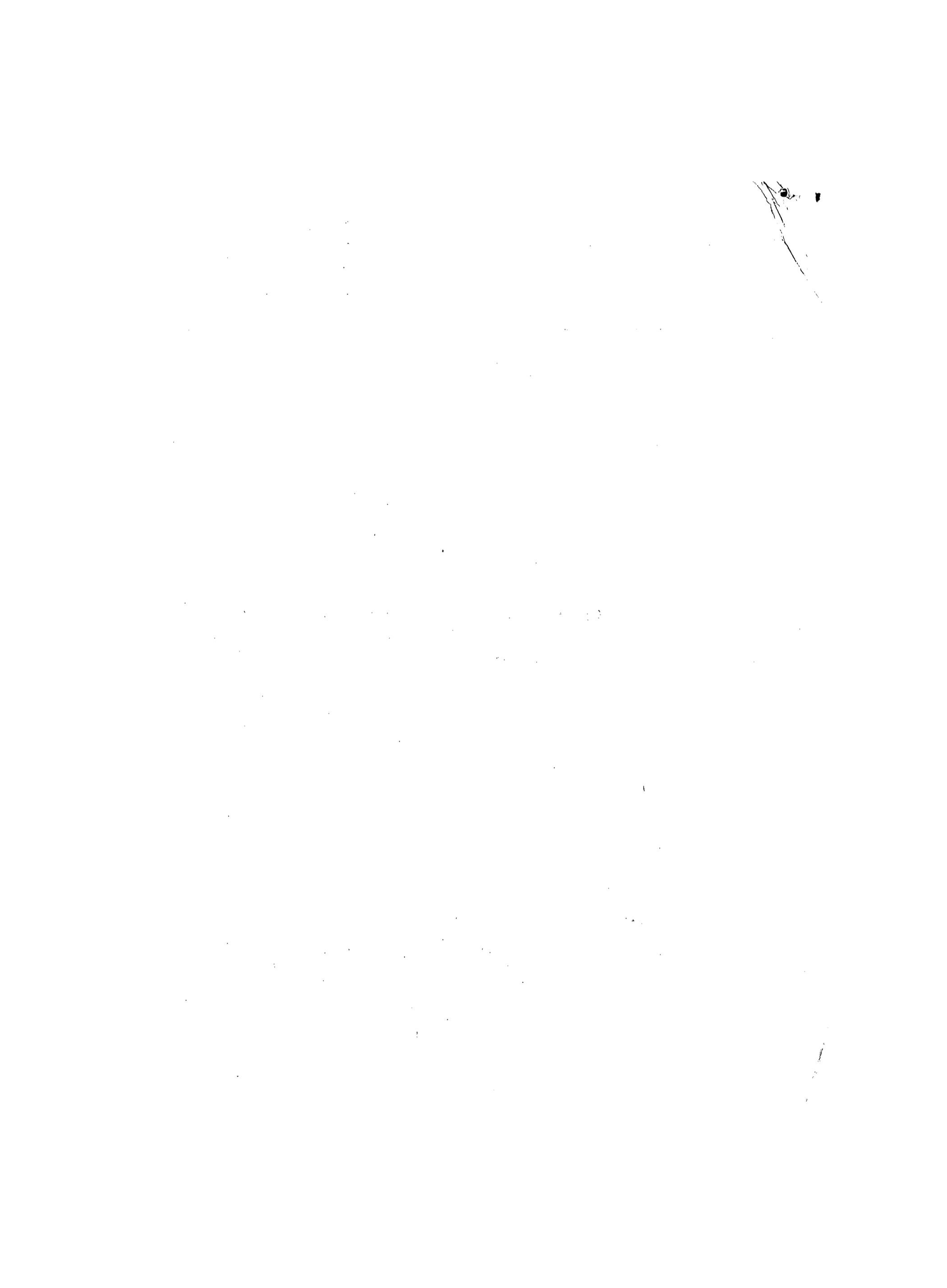


EL ENFOQUE MONETARIO DE LA BALANZA DE PAGOS

Eduardo García D'Acuña g/

g/ Las opiniones expresadas en este documento son de la exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización. Versión preliminar para comentarios.

81-11-2472



EL ENFOQUE MONETARIO DE LA BALANZA DE PAGOS

I. EL ENFOQUE ^{1/}

En experiencias recientes de estabilización en América Latina se ha utilizado la fijación del tipo de cambio nominal como un instrumento básico de política antiinflacionaria, dirigido principalmente a estabilizar las expectativas y a acrecentar la demanda por dinero o el coeficiente de liquidez deseado de la economía. Los defensores de este esquema han argumentado que tal política es correcta, incluso si debido a una tasa de inflación interna mayor que la internacional se produjere un "atraso cambiario" es decir una revaluación de la moneda nacional frente al dólar o a una canasta de monedas extranjeras, que indujere a un creciente déficit en la cuenta corriente del balance de pagos. Ciertamente que se califica esta política como correcta siempre y cuando la cantidad de dinero no se expanda por razones de orden interno, es decir por déficit del sector público o expansión del crédito interno en favor del sector privado.

La única fuente legítima de variación en la cantidad de dinero serían los movimientos de las reservas internacionales en respuesta a cambios positivos o negativos del balance de pagos. Así, un déficit "excesivo" en cuenta corriente (no financiado por crédito externo) inducido por una sobrevaluación del peso, llevaría a una caída de reservas y a una contracción de la cantidad de dinero, la que a su

^{1/} Formulaciones originales del enfoque se encuentran en Frenkel, J. A. y Johnson, H. G. (1976). Un modelo aplicado a Chile se encuentra en Sjaastad y Cortes (1978).

/vez determinaría,

vez determinaría, ceteris paribus, un menor nivel de precios internos, devaluándose así el peso en términos reales al nivel de equilibrio y eliminándose el déficit "excesivo". Por el contrario, un superávit "excesivo" en cuenta corriente (no contrarrestado por préstamos al exterior) provocado por una devaluación real del peso, implicaría un aumento de reservas y una expansión de la cantidad de dinero que a su vez determinaría un mayor nivel de precios, aproximando así también a la moneda nacional a un nuevo y mayor nivel real de equilibrio, con la eliminación consiguiente del superávit "excesivo".

La teoría es compatible con la existencia de un déficit o superávit "no excesivo", es decir aquél que se corresponde exactamente con una entrada o salida neta de capitales, que opera en condiciones de equilibrio, es decir bajo igualdad entre la tasa interna y externa (dada) de interés, habida cuenta del "spread" por costos de transacción o riesgo.

Así planteada, la teoría monetaria del balance de pagos es esencialmente el mismo mecanismo de ajuste de las cuentas externas postulado en un régimen de patrón oro, con tipos de cambio fijo y que operó a escala mundial hasta la gran crisis de 1930.

Sin embargo, en su versión moderna, la teoría se ha formulado en términos de un modelo más complejo, de tres sectores, que se afirma es pertinente para economías "pequeñas y abiertas" es decir aquéllas que enfrentan precios internacionales dados y una tasa dada de interés externa.

Dicho modelo clasifica las actividades productivas en tres sectores: bienes importables, bienes exportables y bienes no transables. Como se dijo, los precios internacionales de los dos primeros están dados; el precio de los bienes no transables se determina internamente por la oferta y demanda de los mismos, mercado que tiene que ser coherente con el equilibrio de los mercados de transables y de factores productivos en virtud de la necesaria igualdad entre ingreso

/total y

total y gasto total postulada por la ley de Walras, con pleno uso de los factores de producción domésticos.

La solución de equilibrio general resultante, precios y cantidades de bienes y factores es independiente, en términos reales, del tipo de cambio nominal adoptado. Este es el teorema fundamental de la teoría monetaria del balance de pagos. Su demostración es simple. Supongamos que fijamos el tipo de cambio igual a un peso por dólar. En ausencia de aranceles y subsidios a la exportación,^{1/} los precios externos empiezan a regir internamente. Dados precios de equilibrio iniciales para el trabajo, el capital y la tierra ^{2/} y los coeficientes técnicos o funciones de producción, quedan determinadas las curvas de costo u oferta por los tres tipos de bienes. Dichos precios de factores asimismo configuran la estructura de demanda por los mismos bienes. Por definición, dado el patrón de ventajas comparativas, habrá un exceso de demanda, por sobre la oferta interna, de bienes importables; y un exceso de oferta, por sobre la demanda interna, de bienes exportables. Y un precio de equilibrio para bienes no transables, con exceso de demanda nulo. Se determinará así un volumen y valor de importaciones y exportaciones. Tales valores totales no tienen por que coincidir. Si se produce un déficit en cuenta corriente el mismo será financiado por una entrada de capitales, bajo el supuesto de apertura financiera externa y de que los agentes económicos internos están dispuestos a endeudarse a la tasa de interés externa prevaleciente.

Por último, el nivel de precios absolutos estará determinado por el equilibrio en el mercado monetario, por la igualdad entre la demanda de dinero, dada la tasa externa de interés y el producto real

^{1/} La teoría también se aplica si hay aranceles o subsidios.

^{2/} Si los precios iniciales no son de equilibrio el proceso de ajuste será más largo.

de pleno empleo, y la oferta dada de dinero. Hasta aquí, la determinación de la solución de equilibrio general.

Supóngase ahora que para "corregir" el déficit en cuenta corriente, la autoridad económica elevará a 1.5 el precio en moneda nacional de la divisa extranjera. El efecto inmediato sería elevar el precio de importables y exportables en 50 por ciento. Dados los precios de factores y la tecnología prevaleciente se haría más rentable la producción interna de importables y exportables, lo que llevaría a aumentos en la cantidad ofrecida de ambos tipos de bienes. Asimismo, se reduciría la cantidad internamente demandada de tales bienes. Ello conduciría a una reducción de la cantidad importada y a un aumento de la cantidad exportada; y a una reducción en el déficit en cuenta corriente medido en moneda extranjera, ya que los precios externos no han variado. El mercado de bienes no transables también se alteraría. Si estos bienes son sustitutos de los transables, cuyo precio ha subido, habría un aumento en la demanda por ellos, con lo cual se generaría un exceso de demanda por^{no} transables que elevaría su precio, elevando asimismo la rentabilidad de producirlos.

Este no sería, sin embargo, el fin de la historia. Los aumentos de rentabilidad previstos, y por tanto de producción, desataría una competencia de todos los empresarios por los recursos disponibles lo cual elevaría los precios del trabajo, el capital y la tierra en forma proporcional, lo que terminaría por elevar los costos de producción y curvas de oferta de transables y no transables en 50 por ciento, evaporándose así las ganancias extraordinarias previstas y retornando todos los valores reales a su nivel original.

Por cierto que en el proceso el nivel de precios internos habría subido en 50 por ciento. Su pregunta obvia es cómo se "financia" este mayor nivel de precios dada la constancia de la cantidad de dinero. Aquí la teoría da dos respuestas complementarias. Por una parte la tendencia inicial a la baja en el déficit en cuenta corriente, dado el ingreso de capitales existente a la tasa de interés prevaleciente,

/implica una

implica una acumulación de reservas y la expansión de la cantidad de dinero. Por otra, si tal expansión fuera insuficiente, subirá la tasa de interés interna, lo cual reforzará el ingreso de capitales y la acumulación de reservas. Alternativamente, el alza de la tasa de interés hará caer el gasto interno y con ello la demanda por importables y exportables, lo cual reforzará la baja en el déficit, la acumulación de reservas y la expansión de la cantidad de dinero.

II. COMENTARIOS CRITICOS AL PROCESO DE AJUSTE

A pesar de su coherencia lógica, el enfoque monetario de la balanza de pagos suscita ciertas dudas fundamentales como un esquema teórico capaz de sostener eficazmente una política de estabilización. Levantaremos tres dudas críticas principales.

a) El caso de desocupación de recursos

Los mecanismos de ajuste del modelo funcionan en forma precisa de existir pleno empleo de recursos. ¿Qué ocurre si este no es el caso, como ocurre a menudo en situaciones estanflacionarias?

Si existe desocupación de recursos, no se sigue necesariamente que una devaluación nominal del peso deje en último término inalterados los precios relativos entre transables y no transables.

Ello porque al elevarse el precio interno de importables y exportables a consecuencia de una devaluación, los aumentos inducidos en la cantidad ofrecida de estos bienes no producirá un aumento proporcionalmente igual en los precios de los factores desocupados y por lo tanto los costos de producción no subirán pari-passu con la devaluación. Incluso, la expansión de los sectores transables puede hacerse sin necesidad de retirar factores de la producción de los no transables, con lo cual el costo de producción de estos últimos no se afectaría. Ciertamente el mayor precio relativo de los transables siempre provocaría un desplazamiento positivo de la demanda de no transables y por consiguiente un aumento de precio de estos, pero

/dicho aumento

dicho aumento estará gobernado ahora sólo por la elasticidad de sustitución del consumo entre transables y no-transables, y por la elasticidad oferta de este último sector. Mientras menor fuera dicha elasticidad de oferta del sector no-transable, menor sería el efecto que la devaluación provocaría en el precio de estos bienes.

La conclusión es obvia, la devaluación sí elevaría el precio relativo de los bienes transables respecto a los no-transables aumentando además el nivel de producción en dichas actividades (además del aumento de actividad inducido en el sector no-transable). Además reduciría el déficit externo en cuenta corriente induciendo un aumento de reservas y una expansión en la cantidad de dinero. Como ahora ha aumentado el nivel real de producción, por la mayor ocupación de factores, el aumento en el nivel de precios sería inferior al porcentaje de devaluación. Por lo tanto habría una devaluación real del peso.

b) Rigidez a la baja de precios de factores internos

Supóngase que en un momento dado la economía esté funcionando a pleno empleo con un nivel nominal dado de precios del trabajo, el capital y la tierra, un cierto nivel de precios y un tipo de cambio nominal "retrasado" es decir que subvalúa el cambio extranjero o sobrevalúa la moneda nacional, en presencia de un déficit externo en cuenta corriente "excesivo", es decir no financiado por una entrada equilibrada de capital. Según se dijo, la teoría predice en este caso una reducción de reservas, una caída en la cantidad de dinero y una baja del nivel de precios suficiente para eliminar la sobrevaluación de la moneda nacional, es decir devaluarla en términos reales y así eliminar el déficit excesivo.

Pero para que baje el nivel de precios es preciso que bajen nominalmente los precios de los factores de la producción. Desde los tiempos de Keynes se han dado suficientes razones para mostrar cuan rígidos a la baja son los salarios nominales y los márgenes de recargos ("mark-ups") que gobiernan los ingresos nominales del capital. Si no

/cae el

cae el nivel de precios y está cayendo la cantidad de dinero, un mecanismo de ajuste es que se reduzca el nivel de actividad y el ingreso real. Ciertamente que esta caída del ingreso podría llevar a una contracción del consumo de importables y exportables y por esta vía, se eliminaría el déficit excesivo. Pero este sería un ajuste recesivo de tipo keynesiano muy distinto al ajuste con pleno empleo postulado por el enfoque monetario. En otras palabras, el ajuste se daría no por reducciones de precios sino que por bajas en las cantidades producidas.

c) Expectativas desestabilizadoras

Si en razón a la rigidez a la baja en el nivel de precios se mantiene una sobrevaluación del peso por un período prolongado pueden aparecer expectativas desestabilizadoras tanto entre los agentes externos como internos.

Por una parte los acreedores externos que están financiando el déficit no excesivo de la cuenta corriente pueden empezar a dudar de la capacidad del sistema de repagar una deuda externa creciente. En este caso se reducirá la oferta de crédito externo a la tasa de interés vigente, con lo cual aparecerá un déficit excesivo que hará caer las reservas. Este hecho, unido a un precio real de la divisa a la baja generará, en segundo término, expectativas desestabilizadoras en los agentes internos. Entre estos será cada vez menos creíble la posibilidad de mantención de la paridad nominal, desatándose la compra especulativa de moneda extranjera incluso si la cantidad de dinero no ha aumentado. Habrá simplemente un traslado de activos físicos o financieros en moneda nacional a dólares. Si hay restricciones a la compra oficial, aparecerá un mercado paralelo o se desarrollarán prácticas de sobrefacturación de importaciones o subfacturación de exportaciones. En definitiva la autoridad monetaria no podrá contener el exceso de demanda por moneda extranjera procediendo a la devaluación nominal.

/III. EFECTOS SOBRE

III. EFECTOS SOBRE EL CRECIMIENTO, LA ASIGNACION DE RECURSOS Y LA DISTRIBUCION DEL INGRESO

A las dudas planteadas como un mecanismo eficaz de ajuste de la balanza de pagos y de control inflacionario, el enfoque monetario de la balanza de pagos puede ser criticado como un esquema que retarda el crecimiento, distorsiona la asignación de recursos, incluso desde el punto de vista neoclásico de las ventajas comparativas, y concentra la distribución del ingreso.

a) Efectos sobre la tasa de crecimiento

La sobrevaluación del peso por un período prolongado puede reducir seriamente el coeficiente de ahorro nacional, bajar la tasa de inversión y reducir la eficacia del esfuerzo inversor con la concomitante elevación del coeficiente capital-producto.

La reducción del coeficiente de ahorro nacional se sigue del hecho elemental de que la sobrevaluación del peso traslada excedentes invertibles desde el sector exportador a los consumidores de productos importados. Tómese el caso de un país cuya exportación este dominada por un producto minero como el cobre, en el cual se generan fuertes rentas económicas, dado el precio internacional. El deterioro del cambio real erosionará dicho excedente a la vez que abaratará bienes importados. Si el cambio más fuerte en precios relativos de importables se da en favor de bienes de consumo, el resultado será el uso de dichos excedentes en consumo importado en lugar de ser reinvertidos en una actividad de claras ventajas comparativas.

En segundo término, el abaratamiento de bienes de consumo importados inducirá un endeudamiento excesivo, en este tipo de bienes, ya que su menor precio relativo actúa de manera similar a una baja en la tasa de interés externa real. A la larga, la deuda externa hay que pagarla lo cual implica una menor tasa de ahorro en el ciclo de vida del agente endeudado, y por cierto que a nivel de la sociedad en su conjunto.

/Por último,

Por último, la apertura financiera concomitante actúa uniendo los mercados de capitales interno y externo, unificando las tasas de interés, excepto por un margen "normal". Si inicialmente la tasa interna real era superior a la externa, la apertura financiera inducirá un flujo de crédito externo que en parte importante sustituirá ahorro interno. En consecuencia, el ahorro externo no será un complemento del ahorro interno como abogan los defensores de la apertura financiera total de los mercados privados de capitales.

La menor productividad del capital se deduce de la discusión siguiente.

b) Efectos sobre la asignación de recursos

La sobrevaluación prolongada del peso terminará distorsionando el patrón existente de ventajas comparativas del país en cuestión.

La teoría neoclásica enseña que las ventajas comparativas estáticas, reales de un país, están dadas por la relación de precios (o costos marginales) entre bienes importables, exportables y no-transables. Dados los precios internacionales de los transables y en condiciones de perfecta flexibilidad de precios de bienes y de movilidad de factores internos, se determinará como ya vimos en la sección I, una solución de equilibrio general de precios y cantidades, un tipo de cambio y un nivel de precios nominal, dada la cantidad de dinero. La asignación de recursos resultante será óptima en el sentido de Pareto, en que la economía estará en su potencial de producción, y el tipo de cambio real será igual a la relación de precios entre transables y no-transables. En otros términos el costo en recursos nacionales de producir un dólar será el mismo en la producción de importables, exportables y equivalente al poder adquisitivo de un dólar en bienes no-transables.

De lo anterior se sigue que si el peso se sobrevalúa respecto del valor de equilibrio antedicho, la economía se saldrá de su punto óptimo y la asignación de recursos se distorsionará. Producirá menos que el óptimo de productos exportables y de aquéllos que sustituyen

/importaciones y

importaciones y más del óptimo en productos no-transables. Típicamente bajará la producción de bienes agrícolas y mineros de exportación y se contraerá la producción de manufacturas que compiten con importaciones. Además, se sobreexpandirá la construcción residencial de consumo y los servicios personales. La construcción residencial recibirá un impulso adicional absorbiendo recursos externos en busca de inversión lucrativa.

El cambio relativo de tasas de rentabilidad entre los tres sectores alterará el patrón de acumulación de capital y la estructura del empleo.

La baja relativa de la rentabilidad de transables orientará los recursos de inversión al sector no-transable, particularmente construcción residencial y compras especulativas de suelo urbano; y también a inversión especulativa en bienes durables importados. La inversión en exportables y sustitutos de importaciones decaerá. Dada la mayor relación capital-producto de las actividades preferidas, la relación incremental promedio de la economía subirá, bajando la eficiencia de la inversión en términos de crecimiento económico. Este fenómeno se agudizará si se produce una inversión excesiva en no-transables que lleve a problemas de subutilización de la infraestructura residencial instalada y a acumulación excesiva de inventarios.

La expansión de algunos sectores no-transables, como los servicios personales, mejorará la situación ocupacional, reduciendo la tasa de desempleo.

En resumen, la estructura productiva se sesgará en favor de los servicios y en contra de la producción de bienes.

c) Efectos sobre la distribución del ingreso y la riqueza

Si en el punto de partida, cuando empieza a producirse la sobrevaluación del peso, existe pleno empleo, y si el sector no-transable es en promedio relativamente más intensivo en trabajo que los sectores transables, la tasa de salario real se elevará, ante una oferta dada de fuerza de trabajo. Si existe desempleo la mayor demanda de trabajo sólo bajará la tasa de desempleo.

/En el

En el caso de pleno empleo, además debiera bajar la participación del capital en el ingreso, con un cambio de composición, elevándose la participación en las ganancias del sector no-transable. Si hay desempleo inicial, la situación será distinta, ya que con toda probabilidad aumentará el producto por trabajador ocupado y en presencia de salarios reales constantes, subirá la participación relativa del capital, con similar composición interna.

La apertura financiera unida a la sobrevaluación del peso, determinará ganancias de capital para quienes se endeuden en el exterior. La voz de estos deudores puede ser determinante para que se busque prolongar hasta el máximo la sobrevaluación del peso, a costa de los productores y ocupados en el sector transable. Si la apertura financiera da acceso privilegiado al mercado externo a determinados agentes internos, aparecerá un diferencial de intereses no justificado que dará origen a ganancias extraordinarias.

En suma, el modelo y sus políticas derivadas pondrá en movimiento fuerzas concentradoras de la riqueza y por ende de la distribución del ingreso.

/REFERENCIAS

REFERENCIAS

- Frenkel, J. A. y H. G. Johnson
(editores) The Monetary Approach to the Balance of Payments, George Allen and Unwin, London, and University of Toronto Press, Toronto, 1976.
- Sjaastad, Larry y Hernán Cortes "El enfoque monetario de la balanza de pagos y las tasas de interés real en Chile", Estudios de Economía Nº 11, Primer Semestre 1978, Departamento de Economía, Universidad de Chile.

...

