

# Revista de la CEPAL

*Secretario Ejecutivo de la CEPAL*  
Norberto González

*Secretario Ejecutivo Adjunto de  
Desarrollo Económico y Social*  
Gert Rosenthal

*Secretario Ejecutivo Adjunto de  
Cooperación y Servicios de Apoyo*  
Robert T. Brown



NACIONES UNIDAS  
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE

SANTIAGO DE CHILE, AGOSTO 1987

**SUMARIO**

Introducción deuda interna, deuda externa y transformación económica. <i>Carlos Massad.</i>	7
Otro ángulo de la crisis latinoamericana: la deuda interna. <i>Carlos Massad y Roberto Zahler.</i>	11
El endeudamiento privado interno en Colombia, 1970-1985. <i>Mauricio Carrizosa y Antonio Urdinola.</i>	27
Deuda interna y ajuste financiero en el Perú. <i>Richard Webb.</i>	55
América Latina: reestructuración económica ante el problema de la deuda externa y de las transferencias al exterior. <i>Robert Devlin.</i>	75
La conversión de la deuda externa vista desde América Latina. <i>Eugenio Labera.</i>	105
La deuda externa en Centroamérica. <i>Rómulo Caballeros.</i>	127
Restricción externa y ajuste. Opciones y políticas en América Latina. <i>Nicolás Eyzaguirre y Mario Valdivia.</i>	155
Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina. <i>Patricio Meller.</i>	177
Lista de publicaciones de la CEPAL.	



## Revisión de los enfoques teóricos sobre ajuste externo y su relevancia para América Latina

*Patricio Meller\**

El problema del ajuste ante desequilibrios externos ha concentrado la atención de los economistas en América Latina. Desde el punto de vista analítico se han planteado diversos enfoques para abordarlo. El enfoque de la cuenta corriente pone el énfasis en el comercio internacional; el enfoque de la cuenta de capitales lo pone en los flujos de financiamiento, mientras que el enfoque monetario de la balanza de pagos se centra en el equilibrio global de los pagos internacionales. Cada uno de estos enfoques da origen a un conjunto de medidas de política económica.

Este trabajo presenta un resumen de estos tres enfoques y una evaluación de su pertinencia para el análisis de los problemas del sector externo de los países latinoamericanos. También presenta esquemáticamente el marco conceptual de los programas de ajuste del Fondo Monetario Internacional, y un comentario crítico sobre éste. Sugiere agregar, a los indicadores cuantitativos utilizados corrientemente por el FMI, otros que apunten a limitar el nivel de desocupación, la caída del producto y la reducción de salarios reales que a menudo se asocian con la aplicación estricta de los programas del Fondo.

El autor concluye que a pesar de que ya es posible mejorar bastante las políticas de ajuste en vigor con el fin de minimizar el costo del ajuste, también se requiere investigación adicional para determinar las trayectorias de ajuste y la conducta, dentro de esas trayectorias, de ciertas variables claves para el bienestar, tales como el nivel del producto y del empleo, el consumo y la distribución del ingreso.

\*Doctor en Economía, Universidad de California (Berkeley). Investigador de la Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN).

## I Evolución y lógica de los enfoques globales<sup>1</sup>

Este trabajo se propone hacer una revisión sistemática de los distintos enfoques teóricos existentes en las publicaciones económicas sobre ajuste externo; sin embargo, no tiene por objetivo hacerlo en forma exhaustiva, sino orientarse fundamentalmente a aquellos modelos e hipótesis que son relativamente más pertinentes para entender el funcionamiento de las economías latinoamericanas.

En los últimos 40 años se han propuesto distintos tipos de modelos que explican los factores determinantes del desequilibrio externo de una economía. El surgimiento de modelos diversos ha estado condicionado por los importantes cambios en las relaciones comerciales y financieras internacionales, y la necesidad de buscar una explicación al comportamiento de las economías en el nuevo contexto externo. Sin embargo, los enfoques teóricos dominantes en las publicaciones especializadas, así como sus cambios y sustituciones, han correspondido casi exclusivamente a la situación económica existente en los países desarrollados.

En general, la situación normal de un país será que no habrá igualdad entre el monto de ingresos y egresos de divisas. Esto implica la existencia de un superávit o déficit de la balanza de pagos. Por esto es importante analizar cómo *ajusta* un país sus flujos comerciales y financieros para equilibrar dicha balanza. La existencia de un superávit de balanza de pagos no es considerado generalmente como un problema que hay que solucionar; el problema central consiste en examinar cómo los países resuelven sus déficit.

Se dice que una economía presenta un problema de desequilibrio externo cuando tiene un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que no puede ser financiado con crédito externo a través de la cuenta de capitales y, en consecuencia, sufre una reducción de las reservas internacionales. Como estas últimas son finitas, resulta imprescindible bus-

<sup>1</sup>Referencias bibliográficas utilizadas en esta sección: McKinnon (1981), Chacholiades (1978), Dam (1982), Kenen (1985a, b).

car mecanismos para reducir y a la larga eliminar dicho déficit.<sup>2</sup> En esta caracterización del desequilibrio externo se supone que la economía utiliza un sistema de tipo de cambio fijo.

Una economía ha alcanzado el equilibrio interno cuando su propia actividad económica es suficiente para generar una situación cercana al pleno empleo, lo que, en términos ideales, debería coincidir con un nivel estable de precios.

¿Cuál es la interacción existente entre el desequilibrio externo e interno? ¿Hay conflicto entre ambos, es decir, puede una política económica corregir un desequilibrio agravando el otro? ¿Existe una especie de subordinación entre ambos tipos de desequilibrio? ¿Qué combinación de políticas económicas resuelve ambos desequilibrios simultáneamente? ¿Qué tipo de instrumentos de política tiene ventajas comparativas para reducir uno de estos desequilibrios? Estos son algunos de los interrogantes que examinaremos en la revisión de los distintos modelos. Para una mejor comprensión del método de análisis y de las implicaciones y consecuencias de estos modelos, es conveniente reseñar la evolución histórica de los diversos enfoques teóricos.

Resulta interesante comenzar con un breve examen del patrón oro. Este es el sistema de relaciones monetarias internacionales que durante largo tiempo (1870-1910) estableció las reglas del juego del comportamiento de los países para resolver los desequilibrios de balanza de pagos. El contexto institucional internacional que requiere el funcionamiento de dicho patrón tiene dos características: primera, los países garantizan plena libertad de movimiento de bienes y de oro; segunda, los países deben subordinar sus objetivos internos al objetivo de eliminar el desequilibrio externo, que es prioritario en el plano macroeconómico.

Los elementos centrales del patrón oro son los siguientes: a) Las monedas locales establecen una paridad con respecto al oro, es decir, prevalece un sistema de tipo de cambio fijo. b) Existe plena convertibilidad. c) Los desequilibrios de balanza de pagos se resuelven mediante movimientos de oro entre países, es decir, no hay movimiento de capitales financieros. d) El Banco Central no esteriliza el

efecto de los flujos de oro sobre la oferta interna de dinero.

El patrón oro funciona como si tuviera un mecanismo automático que elimina cualquier desequilibrio externo. Supongamos que un país tiene un déficit de balanza de pagos (en el caso de un superávit, el razonamiento es totalmente análogo). El tipo de cambio está fijo, por lo que este déficit se financia con una salida de oro del país. Como el Banco Central no esteriliza el impacto monetario de las variaciones del stock de oro, una salida de oro genera una caída en la cantidad de dinero de la economía. De acuerdo con la teoría cuantitativa del dinero, una contracción monetaria generará una reducción en el nivel de precios internos; esta incrementará la competitividad internacional de la economía del país, lo que a su vez permitirá expandir las exportaciones y sustituir las importaciones, reduciendo de esta manera el déficit de balanza de pagos. La salida de oro del país sólo se detendrá cuando se haya eliminado dicho déficit.

En síntesis, el patrón oro tiene un mecanismo automático, "flujo de oro-nivel de precios", que resuelve cualquier desequilibrio externo. No se requeriría, en consecuencia, ningún tipo de política económica para enfrentar problemas de balanza de pagos.

Este tipo de enfoque cambió radicalmente con posterioridad a la gran depresión del año 1929, en que dejó de postularse la existencia de un mecanismo automático de ajuste de la balanza de pagos, y pasó a considerarse que el equilibrio de dicha balanza es un problema serio de política económica, que hay que solucionar. Este cambio provino de los graves problemas de balanza de pagos que afectaron a numerosos países durante los años treinta, y se vio reforzado por los sucesivos problemas de desequilibrio externo en países desarrollados y en desarrollo con posterioridad a 1940. La casi totalidad de los países ha experimentado tales crisis, y la experiencia común señala que el equilibrio externo no es algo tan fácil de lograr. Surge entonces la teoría de la balanza de pagos, que examina cuáles son los factores determinantes de ésta. Dado el contexto institucional de Bretton Woods, dicha teoría se constituye en el análisis de las políticas económicas necesarias para restablecer el equilibrio de balanza de pagos.

El sistema monetario internacional creado en Bretton Woods (1944) estuvo condicionado por dos factores diferentes. Por una parte, se trataba de sustituir el patrón oro, por cuanto éste se había trans-

<sup>2</sup>Más adelante se hará una distinción entre desequilibrio (externo) cíclico y estructural. El desequilibrio estructural requiere un ajuste de la economía local; el desequilibrio cíclico es de naturaleza transitoria, y lo lógico es financiarlo a través de endeudamiento externo.

formado en un símbolo que imponía a los gobiernos restricciones insuperables en relación con sus objetivos económicos internos, a pesar de su virtud para establecer un orden claro en las relaciones financieras internacionales. Esto marcaba un claro contraste con lo observado en el período 1920-1940, que fue muy inestable en las transacciones comerciales y financieras: los países utilizaron alternativamente el sistema de tipo de cambio libre o bien el de devaluaciones abruptas para resolver sus problemas económicos. La experiencia con el tipo de cambio libre había sido considerada como muy negativa por los problemas que este régimen cambiario produce: a) Las alteraciones frecuentes del tipo de cambio introducen señales perturbadoras en la asignación de recursos productivos; las modificaciones de esta asignación y posteriores reversiones implican elevados costos. b) Las fluctuaciones cambiarias conducen a que el riesgo cambiario se transforme en el componente principal de la rentabilidad de una operación comercial, lo que desincentiva luego las transacciones comerciales internacionales. c) El tipo de cambio libre genera inestabilidad e induce a la especulación, lo cual torna aún más inestable el sistema. Por otra parte, durante los años treinta hubo países que recurrieron al expediente de devaluaciones abruptas como mecanismo para "exportar" su propio desempleo; esto obviamente generó represalias comerciales del país afectado por dichas exportaciones, las que produjeron una espiral proteccionista, y todo ello se tradujo en una contracción del comercio mundial.

En síntesis, en Bretton Woods se quería cambiar el patrón oro, pero se consideraba el régimen de cambio libre como muy perjudicial; además quería evitarse que los países utilizaran unilateralmente devaluaciones abruptas para resolver sus problemas internos. Con estos antecedentes se elaboraron los siguientes principios fundamentales que guían el sistema monetario internacional de Bretton Woods: a) Se instaure un régimen de tipo de cambio fijo; las monedas nacionales establecen su paridad con respecto al oro o al dólar. b) El objetivo de equilibrio externo queda subordinado al objetivo de equilibrio interno. c) El movimiento de capitales se orienta fundamentalmente a facilitar las transacciones comerciales. d) Se crea una institución financiera internacional, el Fondo Monetario Internacional (FMI) que tiene como objetivo central facilitar la expansión y crecimiento equilibrado del comercio internacional. Para este efecto, el FMI

cumplirá dos propósitos: i) Proporcionar crédito para financiar desequilibrios externos transitorios. ii) Velar para que los países *no* modifiquen su paridad cambiaria, salvo en el caso que en una economía se produzca un desequilibrio fundamental.

En los años treinta y cuarenta el comercio internacional se redujo considerablemente; los países utilizaban políticas comerciales restrictivas (aranceles, cupos, etc.) y control cambiario para proteger sus economías respectivas. Esto implica que estas últimas estaban relativamente aisladas, es decir, que los mercados internos no estaban integrados a los mercados internacionales; en consecuencia, las transacciones internacionales no afectaban de manera importante la evolución de la economía interna. Aún más, debido a la inestabilidad de los flujos comerciales en los años treinta, se esperaba que éstos siguieran siendo inestables: uno de los temas de interés para los modelos teóricos era examinar el tipo de medidas de política económica que habría que adoptar para aislar a las economías nacionales de las perturbaciones externas.

Durante el período 1950-1970 se observó una reducción sistemática de las barreras impuestas al comercio por los países desarrollados, sobre todo de las restricciones comerciales al intercambio entre tales países. Simultáneamente, hubo un incremento en las barreras proteccionistas de los países latinoamericanos. En los países desarrollados se fueron eliminando paulatinamente los controles cambiarios, pero persistieron las restricciones y controles al movimiento de capitales.

En síntesis, durante el período 1940-1970, los países y las economías estuvieron relativamente aislados desde el punto de vista comercial y financiero, disminuyendo dicho aislamiento hacia el final del período. Esto implica (McKinnon, 1981; Kenen, 1985a) las siguientes características de las economías en relación al sector externo: a) En cuanto a los flujos comerciales, se imponen barreras al intercambio, y esto se traduce en que el sector externo constituye un porcentaje reducido del PGB (producto geográfico bruto). Luego, las modificaciones en el tipo de cambio no tienen efectos muy significativos sobre el nivel de precios internos. Las evoluciones de los precios internos de los distintos países tienen escasa relación entre sí. b) Hay restricciones al flujo de capitales financieros, por lo que, en general, los déficits de la cuenta corriente no pueden financiarse totalmente con movimiento de capitales. c) El sistema monetario nacional está totalmente aislado, lo

que significa, por una parte, que las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario pueden ser totalmente esterilizadas y, por otra, que la tasa de interés interna puede ser controlada por la oferta monetaria, y en consecuencia, no le afectan ni el valor de la tasa de interés internacional ni las posibles expectativas de devaluación.

Dadas estas características de las "economías semiaisladas" del período 1940-1970, los enfoques teóricos que analizan los problemas de desequilibrio externo tienen los elementos centrales que se señalan a continuación. En primer lugar, se supone que prevalece un sistema de cambio fijo, y se analiza cuáles son los factores determinantes del equilibrio o desequilibrio de la balanza de pagos. En segundo término, como los movimientos de capitales son poco importantes, los modelos teóricos se orientan a examinar los determinantes de la cuenta corriente; aún más, cuando los movimientos de capitales se omiten totalmente del análisis, la cuenta corriente coincide con la balanza comercial, y los modelos se concentran en estudiar los factores determinantes de la balanza comercial o de sus componentes, exportaciones e importaciones. En tercer lugar, la teoría macroeconómica keynesiana que surge en la década del treinta, a pesar de estar exclusivamente focalizada en el análisis de una economía cerrada, tiene una influencia importante en los modelos teóricos vigentes durante 1940-1970, como puede apreciarse (Williamson, 1983a; Kenen, 1985a) en que la economía abierta se analiza a través de la introducción de ecuaciones marginales al modelo keynesiano cerrado básico, las que corresponden a las transacciones comerciales (enfoque adecuado cuando el sector externo constituye un apéndice pequeño de la economía local), y en que el nivel de precios se considera fijo. Por último, el enfoque teórico ve al sector externo como fuente potencial de inestabilidad que hay que neutralizar; si se transmitieran las perturbaciones externas, el objetivo de la política económica se orientaría a la utilización de la política fiscal, monetaria, etc., para neutralizarlas y mantener equilibrada la balanza de pagos (McKinnon, 1981). En síntesis, la economía interna tendría que aislarse de las perturbaciones externas perjudiciales, para así poder aplicar una política macroeconómica autónoma que permitiera alcanzar los objetivos económicos prioritarios para el equilibrio interno.

La "economía semiaislada" del período 1940-1970 se convierte (paulatinamente) en la

"economía muy integrada" de los años setenta y ochenta. En la década del setenta se observa una creciente integración mundial, y las economías de los distintos países pasan a ser bastante interdependientes. En los países desarrollados, específicamente, es posible constatar una notable integración en los mercados de bienes; el sector externo de estos países prácticamente duplica su importancia relativa en el PGB en un lapso de 30 años. (El sector externo de Estados Unidos, Italia y Alemania representaba, respectivamente, el 5%, 12% y 16% del PGB en 1950, y el 10%, 25% y 27%, respectivamente, en 1980.) Por otra parte, a partir de 1970 los países desarrollados comienzan a reducir los controles de la cuenta de capitales, y se observa un desarrollo acelerado del mercado de capitales regional y nacional; particular importancia adquiere el mercado de eurodólares, y posteriormente el mercado de euromonedas.

En los años ochenta, los países desarrollados han eliminado las restricciones y controles a los flujos financieros y la cuenta de capitales se encuentra totalmente abierta. Es así como hoy en día se ha alcanzado una notable integración en el mercado financiero de los países desarrollados, que incluso supera la lograda en el mercado de bienes. Lo más sorprendente en este sentido son las magnitudes: en efecto, mientras el intercambio comercial a nivel mundial fue de dos millones de millones de dólares ( $10^{12}$ ) en 1984, los flujos financieros fluctuaron entre 10 y 20 veces esa cifra. En consecuencia, el papel de los movimientos de capitales no puede seguirse pasando por alto ni en el plano teórico ni en el plano institucional.

A comienzos del decenio de 1970 se produce el colapso del sistema monetario internacional establecido en Bretton Woods, y surge lo que algunos han designado como un "no sistema" (Williamson, 1983a); es decir, una situación en que no hay reglas únicas y generales, y cada país hace lo que le conviene. Probablemente la modificación más fundamental sea la sustitución del régimen de tipo de cambio fijo por un sistema de cambio flotante en los países desarrollados. Los países en desarrollo, por lo general, han ligado la evolución de su moneda nacional a la de la moneda del país desarrollado más importante en su intercambio comercial, y la mayoría de los países latinoamericanos ha escogido el dólar. Es decir, los países en desarrollo mantienen aparentemente un sistema de tipo de cambio fijo, pero ligado a un numerario flotante.

Entre los distintos factores que contribuyen al abandono del sistema de Bretton Woods, se mencionarán aquí sólo aquellos de interés teórico: a) Cuando hay un régimen de tipo de cambio fijo, si los precios y en particular los salarios internos no son lo suficientemente flexibles, no resulta posible alterar los términos de intercambio de un país que presenta un desequilibrio externo persistente. b) Dada la regla del sistema cambiario fijo, y en presencia de libre movilidad de capitales, si una economía tiene un desequilibrio externo de magnitud importante y prolongada, su moneda queda expuesta a fuertes presiones especulativas. c) Cuando existe libre movilidad de capitales, los tipos de cambio y tasas de interés de los distintos países pasan a estar muy interrelacionados; en consecuencia, los diferenciales de inflación interna o de desempeño del sector productor de bienes transables suponen inmediatas presiones sobre el poder adquisitivo de la moneda nacional. En síntesis, el creciente papel de los flujos financieros conduce al abandono del régimen cambiario fijo.

El nuevo sistema (o el "no sistema") intenta establecer un régimen de tipo de cambio "estable pero ajustable". Se observa una percepción muy distinta con respecto al tipo de cambio libre, puesto que ahora es considerado como un mecanismo útil que le permite al gobierno del país utilizar las fuerzas del mercado para establecer la paridad de equilibrio de la moneda nacional.

La libre movilidad de capitales, así como las importantes magnitudes relativas y absolutas que adquieren los flujos financieros, generan en la década del setenta nuevos enfoques teóricos, radicalmente diferentes de los anteriores. El foco de atención se desplaza: el análisis del equilibrio del mercado de bienes es sustituido por el análisis del equilibrio del mercado de activos, es decir, la cuenta de capitales (o bien, el saldo de la balanza de pagos) sustituye a la balanza comercial (o a la cuenta corriente); el equilibrio del flujo de bienes es sustituido por el equilibrio de los stock de activos; las variables financieras sustituyen a las variables reales.

En síntesis, en los países desarrollados los modelos monetaristas sustituyen a los modelos keynesianos. Esto implica además un cambio teórico más general y profundo. En efecto, en el período keynesiano de 1940-1970 hay una marcada prioridad del objetivo de pleno empleo y del uso de la política fiscal como el instrumento relativamente más eficaz; en cambio en el período monetarista, posterior a

1970, se privilegia la reducción de la inflación y el uso del instrumental de política monetaria. Por último, surgen discrepancias de fondo entre keynesianos y monetaristas con respecto al funcionamiento de la economía y al efecto permanente de las políticas económicas.

Los enfoques monetaristas del decenio de 1970 cuestionan distintos aspectos de los modelos teóricos de la cuenta corriente desarrollados con anterioridad. En primer lugar, y dada la gran integración en los mercados de bienes producida por el creciente intercambio comercial, es necesario introducir un supuesto que refleje la existencia de arbitraje de precios; es así como se introduce la ley de un solo precio, la cual, como se verá posteriormente, desempeña un papel crucial en el enfoque monetario de la balanza de pagos. En segundo término, la libre movilidad de capitales no permite al Banco Central manejar la tasa de interés; el valor de ésta pasa a ser exógeno para las autoridades monetarias, y depende de la tasa de interés internacional. Por otra parte, si el Banco Central mantiene un tipo de cambio fijo, y no existe esterilización, la política monetaria pasa a ser endógena.

En otras palabras, en un mundo en el cual existe creciente interdependencia y una integración entre los mercados de bienes y de activos de los distintos países, las autoridades económicas van perdiendo instrumentos y ya no es posible tener autonomía en el manejo de la política económica. Además, en los mercados monetarios de distintas monedas influye mucho el comportamiento de agentes especuladores, que pueden tener la capacidad para revertir algunas de las estrategias de intervención del Banco Central. Esto lleva a la conclusión de que los problemas cambiarios y de balanza de pagos son en sí independientes, y que no pueden estar subordinados al objetivo del equilibrio interno; es decir, el equilibrio externo y el interno tienen un mismo nivel de importancia.

Cuando los países desarrollados sustituyen el régimen cambiario fijo por otro flotante, se produce obviamente un desplazamiento en el foco de atención de los modelos teóricos; es así como se pasa del análisis de los factores determinantes de la balanza de pagos al problema de los determinantes del tipo de cambio. Posteriormente estos modelos se orientan a explicar problemas que son fundamentalmente pertinentes para los países desarrollados; adquiere especial importancia el fenómeno de la



turbulencia observada recientemente en los mercados cambiarios de estos últimos países.

Puesto que los desplazamientos de flujos financieros que reaccionan ante los cambios frecuentes de las distintas monedas son de magnitudes muy considerables, gran parte del esfuerzo teórico se centra en examinar los factores determinantes de las relaciones paritarias existentes en el (muy) corto plazo entre las monedas de los países desarrollados; por otra parte, las alteraciones paritarias entre esas monedas en el (muy) corto plazo son notablemente elevadas. Todo esto induce a asimilar la evolución del tipo de cambio a aquella del precio de activos financieros; la mantención de monedas de distintos países pasa entonces a constituir un activo más de aquellos contenidos en la cartera de los agentes económicos.

En resumen, el tipo de cambio es visualizado de manera distinta en cada modelo. En el enfoque keynesiano los determinantes del tipo de cambio lo constituyen los flujos de la balanza comercial, es decir, las exportaciones e importaciones; en otras

palabras, el tipo de cambio es considerado como una variable real, pues es el precio relativo de dos tipos de bienes. En el enfoque monetarista, los determinantes del tipo de cambio son los flujos monetarios del saldo de la balanza de pagos; es decir, el tipo de cambio es el precio relativo entre dos monedas. Por último, en los enfoques de activos, los determinantes del tipo de cambio son el equilibrio en el stock de activos y las expectativas de los agentes con respecto a las fluctuaciones futuras que experimentará este tipo de cambio; es decir, el tipo de cambio es el precio relativo entre dos activos.

A continuación se examinarán separadamente los tres tipos de modelos de análisis del sector externo bajo el supuesto de régimen cambiario fijo: enfoques (keynesianos) de la cuenta corriente, enfoque monetario de la balanza de pagos y enfoque de la cuenta de capitales. Además, se discutirán específicamente las implicaciones y las consecuencias de estos modelos en relación con los factores determinantes del tipo de cambio.

## II

### Enfoques de la cuenta corriente<sup>3</sup>

Los modelos que se examinarán en esta sección utilizan en general los siguientes supuestos básicos: 1) Los movimientos de capitales son poco importantes, por motivos diversos como la existencia de restricciones a los flujos de capitales financieros, la existencia de control cambiario, etc. La consecuencia es que un problema de crisis de balanza de pagos se resuelve en la medida en que la cuenta corriente se mantenga equilibrada; la cuenta de capitales puede, pues, omitirse, del análisis. 2) Prevalece un tipo de cambio fijo, determinado por el Banco Central. 3) La economía es pequeña; esto implica que el precio de sus exportaciones e importaciones es exógeno, es decir, está determinado por el mercado mundial. 4) El sistema monetario nacional está aislado de las variaciones en el stock de monedas extranjeras. Esto permite que: a) El Banco Central esterilice completamente el impacto monetario de variaciones en las

reservas internacionales. b) Dado además el supuesto de restricciones a los flujos financieros, la tasa de interés interna está determinada por la oferta monetaria, la cual es controlada por el Banco Central.

Dos enfoques distintos se disputaron durante los años cuarenta y cincuenta el predominio teórico en este aspecto: el modelo de absorción, que enfatiza el uso del mecanismo de ingreso, y el modelo de elasticidades, que utiliza el mecanismo de precios relativos. Posteriormente, como se verá a continuación, se ha logrado una síntesis entre estos dos enfoques.

#### 1. Cuentas nacionales y conceptos básicos de la economía abierta

En esta subsección se presentarán algunos conceptos básicos de la economía abierta, y se proporcionará parte importante de la notación que será utilizada en este trabajo. Las cuentas nacionales constituyen un marco simple para este propósito.

<sup>3</sup>Referencias bibliográficas utilizadas en esta sección: Corden (1977), Dornbusch (1980a), Krueger (1983), Williamson (1983a), Kenen (1985b).

La identidad básica de las cuentas nacionales para la economía abierta es:

$$Y \equiv C + I + G + X - M \quad (2.1)$$

en que  $Y$  es el valor del PGB,  $C$  es el consumo de hogares,  $I$  es la inversión,  $G$  es el gasto de gobierno,  $X$  es el valor de las exportaciones y  $M$  es el valor de las importaciones.

La suma de  $C + I + G$  será representada por  $Z$ , es decir,  $Z \equiv C + I + G$ . Este concepto  $Z$  representa el gasto interno de los residentes nacionales; en términos más técnicos,  $Z$  constituye la *absorción* de bienes de los agentes económicos de la economía del país.

Por otra parte se definirá  $B \equiv X - M$ , en que  $B$  representa el saldo de la balanza comercial cuando  $Y$  corresponda al PGB;  $B$  representa el saldo de la cuenta corriente cuando  $Y$  corresponde al producto nacional bruto (PNB) o renta nacional.<sup>4</sup> Para efectos de la argumentación de esta sección, no se hará diferencia entre el saldo de la cuenta corriente y el saldo de la balanza comercial. Luego, la expresión (2.1) se convierte en:

$$Y - Z = B = X - M \quad (2.2)$$

Esta expresión (2.2) tiene la siguiente interpretación: el primer miembro de (2.2) representa el equilibrio o desequilibrio interno;  $Y$  es el ingreso nacional y  $Z$  es el gasto interno. Luego, cuando  $Y = Z$  se logra el equilibrio interno, en que los residentes nacionales gastan exactamente lo que ganan;<sup>5</sup> en consecuencia, una situación de desequilibrio se genera cuando  $Y \neq Z$ . Por otra parte, el segundo miembro de (2.2) representa el equilibrio o desequilibrio externo; cuando  $B = 0$  entonces hay equilibrio en la cuenta corriente, pero si  $B$  es negativo, entonces implica que existe un déficit.

En consecuencia, la expresión (2.2) permite visualizar la interdependencia que existe entre el equilibrio o desequilibrio externo e interno. Cuando hay equilibrio interno, esto implica automáticamente la

existencia de equilibrio externo, y viceversa; si  $Y = Z$ , esto implica que  $B = 0$ . Cuando hay desequilibrio interno, esto implica la existencia de desequilibrio externo y viceversa; si el gasto interno es mayor que el ingreso, esta situación está asociada a la existencia de un déficit en la cuenta corriente.

La expresión (2.2) permite visualizar la diferencia existente entre el modelo de absorción y el modelo de elasticidades; en efecto, cuando existe un desequilibrio, el primero de estos modelos examina el primer miembro de la expresión (2.2), mientras que el segundo miembro de (2.2) es examinado por el modelo de elasticidades. En el modelo de absorción a la expresión (2.2) se le puede asignar la siguiente causalidad: si un país gasta más de lo que produce, ( $Z > Y$ ) esto significa "está viviendo de prestado"; entonces se genera un déficit en la balanza comercial; luego, sería el desequilibrio interno lo que produciría el desequilibrio externo. En el modelo de elasticidades se examina el impacto que tiene una devaluación sobre los precios relativos de exportaciones e importaciones, para resolver así el problema de un déficit comercial.

## 2. El modelo de absorción

Este es el modelo para una economía abierta que se obtiene por una simple extensión de un modelo macroeconómico keynesiano (elemental) para economía cerrada. El mecanismo central (y único) utilizado por este modelo es el mecanismo de ingresos.

Consideremos el siguiente modelo keynesiano simple para una economía abierta. i) El nivel de producción está determinado por el nivel de gastos total. ii) Los precios son exógenos a la economía del país. iii) El nivel de gastos es función (directa) del nivel de ingreso,  $Z = Z(Y)$ . iv) Las exportaciones dependen (positivamente) del nivel de ingreso extranjero,  $Y^*$ ; luego,  $X = X(Y^*)$ . v) Las importaciones dependen (positivamente) del nivel de ingreso del país, i.e.,  $M = M(Y)$ .

Como el nivel de producción de la economía del país está determinado por la demanda total, entonces, el equilibrio en el mercado de bienes estará dado por:

$$Y = Z(Y) + X(Y^*) - M(Y) \quad (2.3)$$

$$Y - Z(Y) = B = X(Y^*) - M(Y) \quad (2.4)$$

En esta expresión (2.4), el primer miembro representa el desequilibrio interno y el segundo miembro

<sup>4</sup>PGB = PNB + pago intereses =  $C + I + G + X - M$ . Si  $Y = \text{PGB}$ , incluye el pago de intereses, entonces  $X - M = B$  será el saldo de balanza comercial.

Pero, cuando:  $\text{PNB} = C + I + G + X - M - \text{pago intereses}$ , si  $Y = \text{PNB}$ , entonces  $B = X - M - \text{pago intereses}$  será el saldo de la cuenta corriente.

<sup>5</sup>Obsérvese que este concepto de equilibrio interno es diferente al definido en la sección anterior. Hay coincidencia entre ambos conceptos sólo cuando  $Y$  corresponde a un nivel de producción cercano al pleno empleo.

bro representa el desequilibrio externo. El único mecanismo del cual dispone la economía del país para establecer el equilibrio interno o externo es la variable  $Y$  (nivel de ingresos de la economía del país). Veamos la representación gráfica de la expresión (2.4), pero separando previamente cada miembro. Esto es lo que se muestra en los gráficos 1 y 2.

El gráfico 1 ilustra detalladamente la obtención del desequilibrio interno,  $Y - Z(Y)$ . En el eje horizontal siempre se tiene la variable  $Y$  que es el mecanismo central de este modelo. En la parte a) se tiene el primer elemento del desequilibrio interno, es decir, la misma variable  $Y$ ; en la parte b) se tiene el segundo elemento del desequilibrio interno, el gasto interno  $Z(Y)$  que es una función positiva del ingreso y cuya pendiente es la propensión marginal a consumir,  $c = \frac{\Delta Z}{\Delta Y}$ ; en la parte c) se han puesto conjunta-

mente las dos anteriores a) y b), y el punto de intersección de  $Y$  y  $Z$ , en que  $Z = Y$ , corresponde al equilibrio interno. Por último, la parte d) muestra la relación existente para el desequilibrio interno; esta parte d) se obtiene a partir de la c), por simple resta (gráfica) entre  $Y$  y  $Z$ ; la pendiente de  $Y - Z$  es la propensión marginal a ahorrar  $a = 1 - c$ , que es positiva.

El gráfico 2 ilustra de manera análoga al gráfico 1 la obtención detallada del desequilibrio externo,  $X(Y^*) - M(Y)$ . Nuevamente la variable  $Y$  está en el eje horizontal. En la parte a) se tiene el primer elemento del desequilibrio externo,  $X$ , que es independiente del nivel de ingreso del país  $Y$ ; en la parte b) se tiene el segundo elemento del desequilibrio externo, el nivel de importaciones  $M(Y)$  que es una función positiva del ingreso y cuya pendiente es la propensión marginal a importar,  $m = \frac{\Delta M}{\Delta Y}$ ; en la parte c) se han puesto conjuntamente las dos partes anteriores a) y b), y el punto de intersección de  $X$  y  $M$ , en que  $X = M$ , corresponde al equilibrio externo. Por último, la parte d) muestra la relación existente para el desequilibrio externo; esta parte d) se obtiene a partir de la c) por simple resta (gráfica) entre  $X$  y  $M$ ; la pendiente de  $B$  es  $-m$ .

En el gráfico 3 se han colocado simultáneamente las relaciones correspondientes al desequilibrio interno ( $Y - Z$ ) y externo ( $B$ ). La intersección entre ( $Y - Z$ ) con ( $B$ ) (que corresponde al punto  $Q$ ), proporciona el nivel de equilibrio  $Y_1$  existente en el mercado de bienes de la economía del país. Este nivel de equilibrio  $Y_1$  del mercado de bienes se logra con un

déficit  $Y_1Q$  en la balanza comercial; para este déficit  $Y_1Q$  se tiene que  $Y - Z < 0$ , lo que significa que  $Z > Y$ , es decir, el nivel de gasto interno o de absorción es mayor que el nivel de ingreso.

Según este modelo de absorción, si se quiere eliminar el desequilibrio externo existente  $Y_1Q$ , sería preciso reducir el nivel de absorción  $Z$ ; para reducir este nivel de absorción habría que comprimir el nivel de ingreso  $Y$ . Esto haría desplazarse verticalmente hacia arriba la recta  $Y - Z$  en el gráfico 3. La forma en que este proceso reduce (y elimina) el déficit de la cuenta corriente sería a través de la contracción del ingreso, lo cual reduce el nivel de importaciones.

Supongamos que  $Y_Z$  en el gráfico 3 sea el nivel de actividad económica de pleno empleo; en el nivel de producción  $Y_Z$  se obtiene el equilibrio interno, por cuanto  $Y = Z$ . Luego, al tratar de eliminar el desequilibrio externo y llevar la recta  $Y - Z$  del gráfico 3 a que corte a la recta  $B$  en el nivel de producción  $Y_B$ , se introduciría un mayor nivel de desocupación que el que existía inicialmente en  $Y_1$ .

En síntesis, este modelo de absorción ilustra la existencia de una relación inversa de compensación (*trade off*) entre el equilibrio interno y externo. En efecto,  $Y_B$  representa el nivel de  $Y$  correspondiente al equilibrio externo y  $Y_Z$  corresponde al equilibrio interno; como se puede apreciar en el gráfico 3, ambos puntos no se pueden alcanzar simultáneamente.

Al tratar de lograr el equilibrio externo a través de una contracción del nivel de actividad económica, se agrava la situación de desequilibrio interno, por cuanto la reducción de la producción incrementa el nivel de desocupación; en otras palabras, el aumento de desocupación es el costo en el que hay que incurrir para lograr eliminar el desequilibrio externo. En síntesis, según el modelo de absorción, el ajuste externo se logra a expensas del ajuste interno, y viceversa; tratar de alcanzar el nivel de equilibrio interno  $Y_Z$  incrementa el nivel de déficit comercial.

Según Tinbergen, cuando se tienen dos objetivos, es necesario usar al menos un número igual de instrumentos de política económica. En este caso, los objetivos son dos: equilibrio interno y equilibrio externo. Dos instrumentos distintos de política económica serían la política fiscal y monetaria. Sin embargo, en el problema planteado en el gráfico 3 estos dos instrumentos no permiten resolver el dilema existente entre el equilibrio interno y externo, por cuanto ambos actúan de manera análoga sobre el

Gráfico 1  
DESEQUILIBRIO INTERNO:  $Y - Z(Y)$

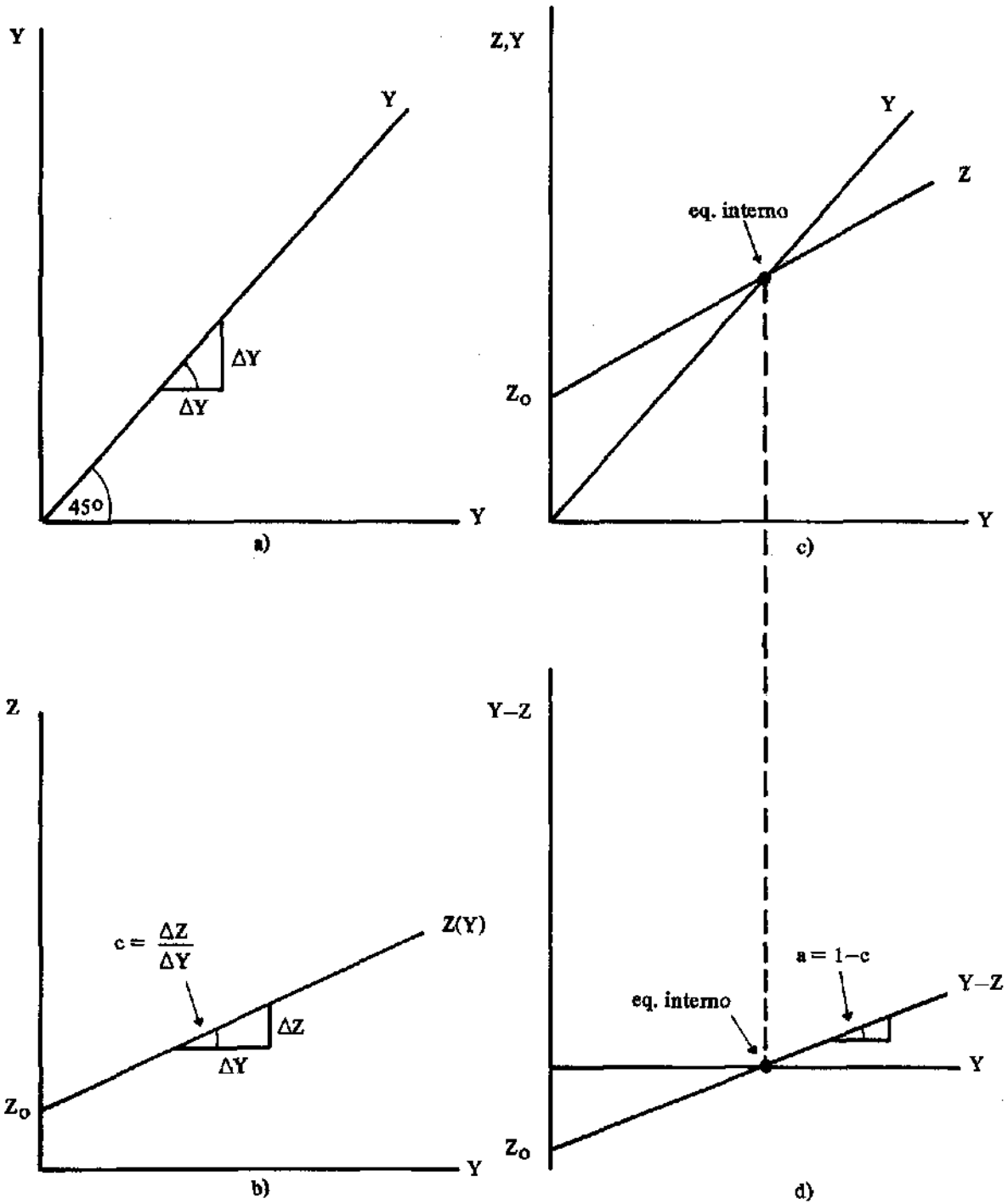
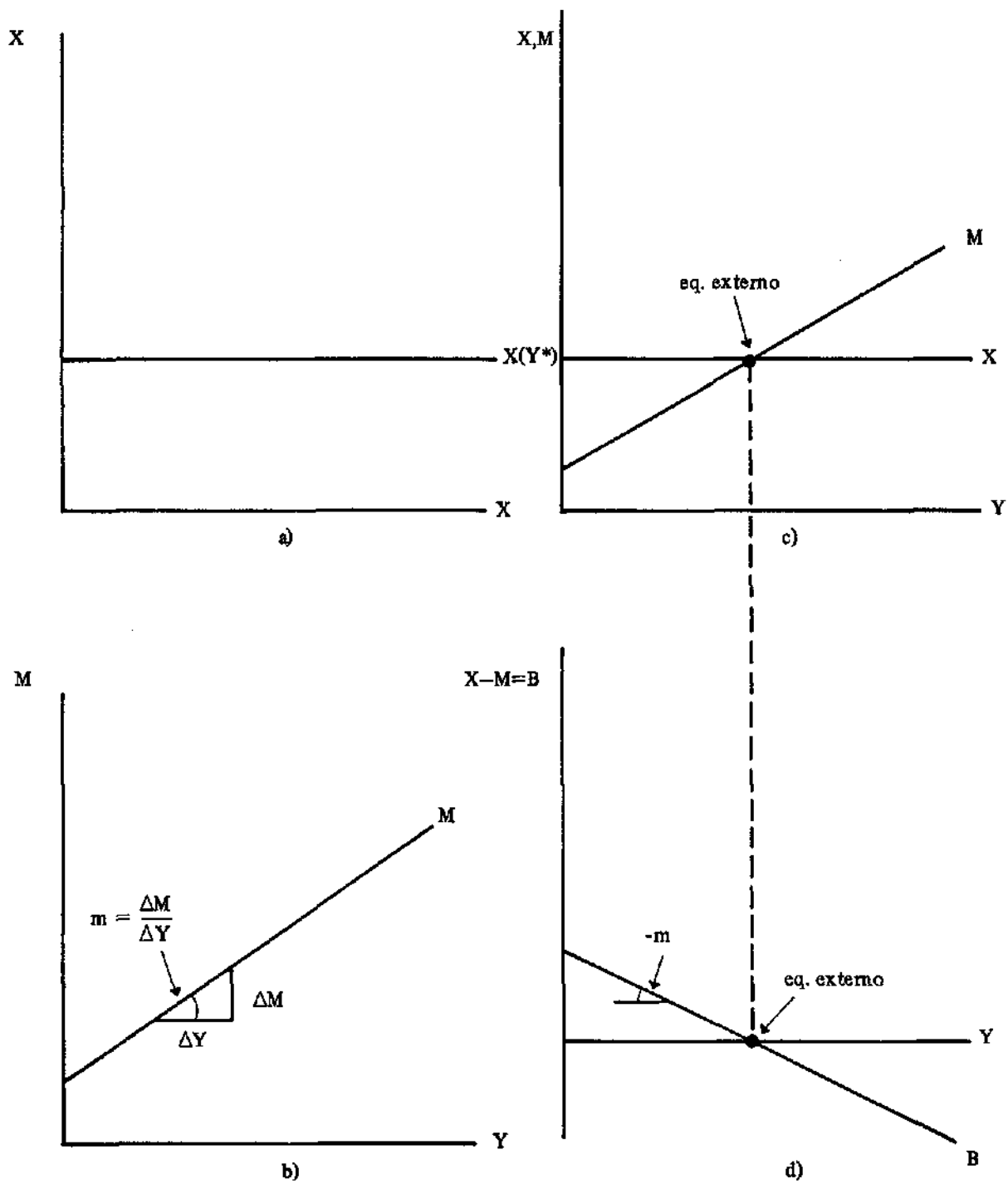
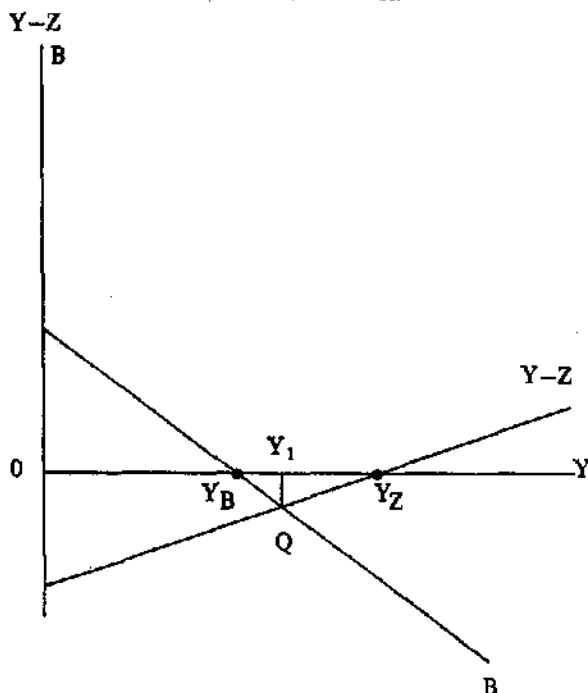


Gráfico 2  
DESEQUILIBRIO EXTERNO:  $X(Y^*) - M(Y)$



**Gráfico 3**  
**INTERACCION ENTRE DESEQUILIBRIO**  
**INTERNO Y EXTERNO**



nivel de gastos internos; en otras palabras, en este modelo de absorción no hay diferencia entre el impacto que tiene la política fiscal y la política monetaria.

Este modelo de absorción permite calcular de manera aproximada el efecto que tiene la contracción del gasto interno sobre el nivel de actividad económica y la balanza comercial; estos son los multiplicadores (keynesianos) de la economía abierta:<sup>6</sup>

$$\frac{dY}{dZ} = \frac{1}{a+m} \tag{2.5}$$

$$\frac{dB}{dZ} = -\frac{m}{a+m} \tag{2.6}$$

En estas expresiones, *a* representa la propensión marginal a ahorrar y *m* representa la propensión marginal a importar. La expresión (2.5) constituye el multiplicador keynesiano para la economía abierta, que es menor que el multiplicador de la economía

cerrada ( $1/a$ ) debido a que las importaciones constituyen filtraciones de la economía del país y, en consecuencia, el gasto en éstas no tiene efectos multiplicadores sobre el proceso productivo interno. Supongamos que un programa económico requiere una contracción del gasto interno de un 3%; suponiendo que el gasto interno constituye el 90% del PGB, esto representaría como efecto directo una caída del nivel de actividad económica del 2.7%. Ahora, considerando el multiplicador keynesiano de la expresión (2.5), y utilizando un valor de 2.0,<sup>7</sup> la caída total de la producción sería de 5.4%.

El impacto de la contracción del gasto interno de un 3% sobre la balanza comercial se obtiene de la expresión (2.6); si se supone que el PIB fluctúa alrededor de 25 mil millones de dólares, entonces la reducción del gasto bruto interno correspondería a 675 millones de dólares. Suponiendo que el coeficiente  $m/a + m = 0.6$ , entonces el mejoramiento de la balanza comercial alcanzaría a 405 millones de dólares; si dicho mejoramiento se lograra sólo a expensas de la caída de importaciones, entonces para un volumen de importaciones de 3 500 millones de dólares, se observaría una contracción de éstas del 11.5%.

También es posible hacer el ejercicio a la inversa: si el déficit no financiable existente en la balanza de pagos precisa una reducción del nivel actual de importaciones de 500 millones de dólares, esto requeriría (utilizando los mismos valores del párrafo anterior) una contracción del gasto interno de 833.3 millones de dólares, lo cual implicaría una caída del PGB del 6.7%.

### 3. El modelo de elasticidades

El foco de atención del modelo de absorción lo constituye la relación existente entre el nivel de gasto interno y el nivel de producción; la eliminación de un desequilibrio externo requiere ajustar el nivel de gastos al nivel de producción. En cambio, el modelo de elasticidades analiza cómo un cambio en la composición de la producción puede resolver el problema de un déficit de la balanza comercial; para eliminar este déficit habría que incrementar las exportaciones, sustituir importaciones o hacer ambas cosas. Esto requiere un cambio en los precios rela-

<sup>6</sup>Para su derivación analítica ver Dornbusch (1980a) o Williamson (1983a).

<sup>7</sup>Se está suponiendo que la propensión marginal a ahorrar es 0.20 y que la propensión marginal a importar es 0.30. Luego,  $a + m = 0.5$  y el valor recíproco es 2.

tivos, para lo cual puede utilizarse la política cambiaria o comercial (aranceles, subsidios a exportaciones, etc.); en el modelo de elasticidades se examina el papel que desempeña la política cambiaria.

En otras palabras, el modelo de elasticidades está orientado a analizar el efecto que una devaluación tiene sobre la balanza comercial; es decir, se considera el tipo de cambio como el instrumento de política que sirve para controlar el desequilibrio externo. Además, se supone que la política cambiaria está totalmente desvinculada de la política macroeconómica interna (o sea, que no hay conexión, por ejemplo, entre la política cambiaria y la política monetaria).

En términos generales, el modelo de elasticidades focaliza su atención exclusivamente en el desequilibrio externo. Se postula que en la economía del país habría un exceso de demanda de bienes transables en relación a la producción interna; dicho exceso se satisface a través de un excedente de importaciones por sobre las exportaciones, lo cual genera el déficit de la balanza comercial. En consecuencia, para resolver este problema, lo que se requiere es un cambio en los precios relativos de los bienes transables y no transables en la economía interna. Si en dicha economía se aumenta el precio de los bienes transables en relación con los no transables, se incentiva con ello la expansión de la producción interna de bienes transables, es decir, los exportables y los que sustituyen importaciones, y se logra así reducir el déficit de la balanza comercial.

En realidad, la devaluación cambia la relación entre los precios internos y los externos haciendo más competitiva internacionalmente la producción nacional de bienes transables; esto es lo que explica la posibilidad de expansión de los bienes exportables y de los bienes nacionales que pueden competir con las importaciones.

Para simplificar la discusión, se supondrá en esta subsección que en la economía sólo hay dos tipos de bienes, exportables e importables, y que existe una cierta especialización en la producción; es decir, en la economía del país sólo se produce el bien exportable. Esto facilitará la comprensión de la interpretación económica del tipo de cambio como precio relativo, y permitirá observar la relación existente entre el tipo de cambio y los términos de intercambio de un país.

Supongamos que una economía nacional sólo produce azúcar e importa automóviles; el azúcar es

exportada y su precio internacional es  $P_X^*$  medido en dólares por tonelada; el precio de importación de los automóviles es  $P_M^*$  en dólares por automóvil. Sea  $t_1$  los términos de intercambio del país de que se trate, y sea  $e$  el tipo de cambio expresado en pesos por dólar. Luego, como  $t_1$  mide la relación existente entre el precio de los bienes importados y los exportados, resulta posible obtener la relación entre  $t_1$  y  $e$ :

$$t_1 = \frac{P_M^*}{P_X^*} = \frac{\text{US\$/automóvil}}{\text{US\$/ton. azúcar}} \quad (2.7)$$

Sea  $P_X$  el precio interno (expresado en "pesos"), de la tonelada de azúcar; luego  $P_X = eP_X^*$ . Si se sustituye  $P_X^*$  (según la anterior expresión) en la relación (2.7) se tiene:

$$t_1 = \frac{eP_M^*}{P_X} = \frac{[\$/\text{US\$} \times \text{US\$/automóvil}]}{[\$/\text{ton. azúcar}]} = \left[ \frac{\text{Ton. azúcar}}{\text{Automóvil}} \right] \quad (2.8)$$

Los términos de intercambio de un país constituyen un precio relativo que indica el número de toneladas de azúcar (el bien exportado) que el país transa por una unidad de automóvil (el bien importado). En la expresión (2.8) se observa que el aumento de  $t_1$  reflejaría un deterioro de los términos de intercambio, por cuanto el país tiene que intercambiar un mayor número de toneladas de azúcar por una misma unidad de automóvil. También es posible observar en esta expresión (2.8), que, cuando se supone que los precios  $P_M^*$  y  $P_X^*$  son constantes, hay una correspondencia exacta entre  $t_1$  y el tipo de cambio  $e$ ; esto significa que si aumenta  $e$ ,  $t_1$  aumentará en la misma proporción.

Una devaluación implica un aumento de  $e$ ; esto es, se incrementa el número de pesos por unidad de dólar, lo que según la relación (2.8), se traduciría en un deterioro de los términos de intercambio; luego, las modificaciones en el tipo de cambio son idénticas a las modificaciones en los precios relativos y en consecuencia, a las alteraciones de los términos de intercambio.

En otras palabras, la relación (2.8) ilustra de manera muy sintética cómo el tipo de cambio constituye, en este modelo simple, el principal instrumento para modificar los precios relativos de un país

con miras a reducir un desequilibrio externo; además, permite observar el costo que dicho ajuste representa para el país.

Examinaremos a continuación cuáles son, según este modelo, los factores que influyen sobre el tipo de cambio. Para este efecto se utiliza un análisis micro-económico de equilibrio parcial, en que  $e$  es el precio que despeja el mercado de divisas, es decir,  $e$  corresponde al precio resultante de la interacción de la oferta y demanda de divisas. Detrás de la curva de demanda de divisas está el mercado de bienes importados, la oferta y la demanda de importaciones; análogamente, tras la curva de oferta de divisas están la oferta y la demanda de exportaciones. Veamos brevemente esta interacción.

Supongamos que prevalece en la economía el tipo de cambio  $e_1$ . En el mercado de importaciones,  $P_M^*$  es el precio exógeno del bien importado, que en este caso corresponde a los automóviles; luego, la oferta de automóviles es perfectamente elástica al precio  $P_M^*$ . Por otra parte, sea  $D_1^M$  la demanda de automóviles correspondiente a ese tipo de cambio  $e_1$ . La interacción entre la oferta y la demanda proporciona la cantidad de automóviles  $Q_1$  que serán importados. Esto es lo que se observa en el gráfico 4. La cantidad de divisas que se necesitaría para importar esa cantidad  $Q_1$  de automóviles sería  $P_M^* Q_1$ .

Supongamos que hay una devaluación y el tipo de cambio alcanza el valor  $e_2$ . Como la oferta de automóviles es exógena al país, la curva  $S^M$  sigue siendo perfectamente elástica al precio  $P_M^*$  (el país compra los automóviles en dólares y su precio internacional no se ve afectado por una devaluación en la economía nacional). Pero para los consumidores del país, una devaluación implica que van a tener que pagar un mayor número de "pesos" por cada dólar; el resultado de esto es que hay una contracción en la demanda de automóviles, y esto produce un desplazamiento de esta demanda hacia la izquierda,  $D_2^M$ , como consecuencia de la devaluación de  $e_1$  a  $e_2$ . Ahora, el número de automóviles importados se reduce a  $Q_2$  y la cantidad de divisas requerida para este nivel de importación de automóviles sería  $P_M^* Q_2$ . Algo análogo sucede con una nueva devaluación de  $e_2$  a  $e_3$ , en que el número de automóviles importados se reduce a  $Q_3$  y los requerimientos de divisas se reducen a  $P_M^* Q_3$  (el gráfico 4).

En el gráfico 5 se muestra la curva de demanda de divisas correspondiente a este mercado de importaciones de automóviles. En el gráfico 4 se observa

Gráfico 4  
MERCADO DE IMPORTACIONES  
(DE AUTOS)

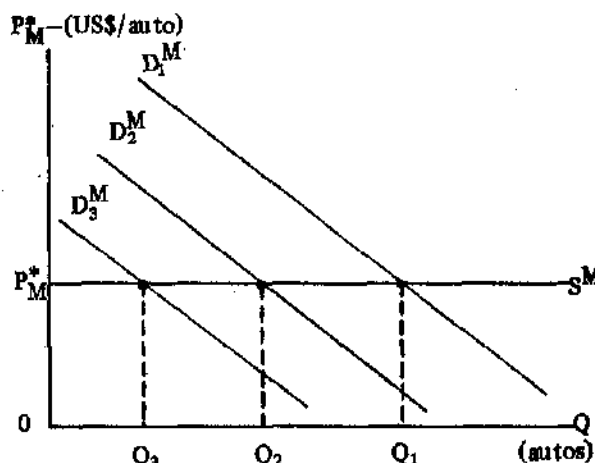
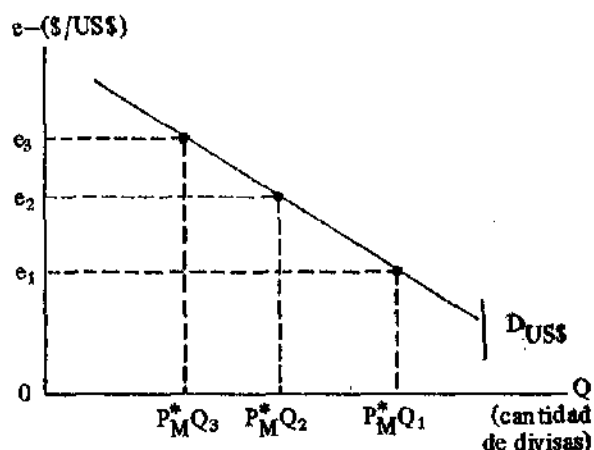


Gráfico 5  
CURVA DE DEMANDA DE DIVISAS



que a medida que se devalúa, es decir, aumenta el tipo de cambio, disminuye el número de automóviles importados. Puesto que el precio en dólares de éstos es constante, disminuirá en consecuencia la cantidad demandada de divisas; luego, la curva de demanda de divisas tiene pendiente negativa. En este caso, la demanda de automóviles determina la demanda de divisas, pero en términos más generales, la elasticidad de la demanda de las importaciones determina la elasticidad de la demanda de divisas.

Análogamente, algo similar podría hacerse para la interrelación entre el mercado de exportaciones y la oferta de divisas. La conclusión general sería que



las elasticidades de la oferta y demanda de divisas dependen de las elasticidades-precio de oferta y demanda de las exportaciones e importaciones.

El propósito central del modelo de elasticidades es examinar el impacto que tiene una devaluación sobre la balanza comercial. Sean  $\eta_X$  y  $\eta_M$  las elasticidades-precio de demanda de exportaciones e importaciones;<sup>8</sup> sean  $\xi_X$  y  $\xi_M$  las elasticidades-precio de oferta de exportaciones e importaciones. Luego, el efecto de una devaluación sobre la balanza comercial B estará dado por la siguiente expresión general:<sup>9</sup>

$$\frac{dB}{de} = \frac{\xi_X (\eta_X - 1)}{\xi_X + \eta_X} + \frac{\eta_M (1 + \xi_M)}{\xi_M + \eta_M} \quad (2.9)$$

El análisis teórico se ha orientado a examinar las condiciones para que la expresión (2.9) sea positiva; es decir, las condiciones requeridas para que una devaluación mejore la balanza comercial. Esta expresión (2.9) se simplifica bastante cuando se consideran algunos casos especiales; para este efecto se examinarán sólo aquellos que son de interés para los países latinoamericanos. Hay dos casos especiales (Branson, 1983; Williamson, 1983a): 1) la pequeña economía abierta y 2) la economía abierta semipequeña. Se tratará cada uno de ellos separadamente.

Para la pequeña economía abierta, los precios de sus exportaciones e importaciones  $P_X^*$  y  $P_M^*$ , son exógenos; es decir, la economía no puede influir sobre el precio de sus exportaciones y de sus importaciones. Desde el punto de vista técnico, esto implica que la pequeña economía abierta enfrenta una demanda de exportaciones perfectamente elástica,  $\eta_X = \infty$ , y una oferta de importaciones perfectamente elástica,  $\xi_M = \infty$ . Sustituyendo estos valores de  $\eta_X$  y  $\xi_M$  en la expresión (2.9), se concluye que la condición necesaria para que una devaluación mejore la situación de la balanza comercial es que  $\xi_X + \eta_M > 0$ .<sup>10</sup> Como estas elasticidades están definidas positivamente, en el caso de la pequeña

economía abierta una devaluación mejora necesariamente la situación de la balanza comercial (expresada en dólares).

En el caso de la economía abierta semipequeña, se supone que el país de que se trate tiene un cierto poder monopolístico en la fijación del precio de su producto de exportación; este sería el caso de la exportación de productos manufacturados. En cambio, enfrenta una oferta perfectamente elástica de importaciones;  $\xi_M = \infty$ . Si se supone además que en la economía del país hay recursos ociosos, entonces la oferta de exportaciones sería del tipo keynesiano, esto es, perfectamente elástica;  $\xi_X = \infty$ . Sustituyendo estos valores de  $\xi_X$  y  $\xi_M$  en la expresión (2.9) se arriba a la condición de Marshall-Lerner:<sup>11</sup>  $\eta_X + \eta_M > 1$ . Esta condición de Marshall-Lerner significa que, para que una devaluación mejore la balanza comercial (medida en dólares), se requiere que la suma de las elasticidades-precio de la demanda de importaciones y exportaciones sea superior a 1; en otras palabras, si las demandas de exportaciones e importaciones son inelásticas, una devaluación podría empeorar el déficit existente en la balanza comercial.

En América Latina durante una época hubo economistas que miraban con pesimismo las elasticidades de las importaciones y exportaciones. Para el caso de las exportaciones, se señalaba que puesto que los países latinoamericanos exportaban fundamentalmente productos básicos, la demanda de éstos era una demanda derivada, y por lo tanto era bastante inelástica respecto de precios; luego, una devaluación no generaría una mayor demanda del producto exportado por América Latina. Se argumentaba además que la demanda de importaciones estaba constituida principalmente por alimentos esenciales e insumos no competitivos difíciles de sustituir en el proceso productivo; esto implicaba que dicha demanda era inelástica respecto de precios. Con esta argumentación se rechazaba la eficacia de la devaluación, por cuanto ésta no podría mejorar la situación deficitaria de la balanza comercial. Sin embargo, la evidencia empírica revela que la suma de las elasticidades de demanda de exportaciones e importaciones es superior a 1; valores plausibles para  $\eta_M$  oscilan alrededor de 0.5, y para  $\eta_X$  fluctúan cerca de 1.0. Además, se ha demostrado em-

<sup>8</sup>Estas elasticidades  $\eta_X$  y  $\eta_M$  están definidas positivamente, es decir, tienen implícitamente un valor negativo.

<sup>9</sup>Para su derivación analítica ver Williamson (1983a); implícitamente se supone que hay equilibrio inicial en la balanza comercial.

<sup>10</sup>Para obtener esta condición hay que aplicar la Regla de l'Hopital a la expresión (2.9) en la cual  $\eta_X = \xi_M = \infty$ .

<sup>11</sup>Para obtener esta condición hay que aplicar la Regla de l'Hopital a la expresión (2.9) en la cual  $\xi_M = \xi_X = \infty$ .

píricamente que una devaluación (real) a la larga mejora la balanza comercial.<sup>12</sup>

En síntesis, el modelo de elasticidades señala que el efecto de una devaluación (real) sobre la balanza comercial depende en forma decisiva de las elasticidades de las exportaciones e importaciones.

#### 4. Bienes transables y no transables

El modelo tradicional de elasticidades utiliza la dicotomía entre bienes exportables e importables, y el tipo de cambio pasa a constituir el mecanismo para alterar la relación de precios entre ambos; en este caso se produce una correspondencia entre variaciones en el tipo de cambio y variaciones en los términos de intercambio. Sin embargo, un país puede experimentar un deterioro en su  $t_1$  a pesar de mantener fijo el tipo de cambio. Esto sugiere la conveniencia de distinguir entre ambos conceptos,  $t_1$  y  $e$ .

Una dicotomía de bienes alternativa a la anterior es aquella entre bienes transables y no transables. Bienes transables son aquellos que cruzan las fronteras. Si el precio de las exportaciones e importaciones es exógeno a la economía del país y además es constante, es posible agregar estos bienes y tener un bien compuesto llamado bien transable. En este caso,  $t_1$  pasa a ser exógeno e independiente del tipo de cambio. Bienes no transables son aquellos que sólo se comercian y transan en la economía del país; esto se debe a que los costos de transporte son relativamente muy elevados en relación al precio del bien.<sup>13</sup>

En una economía con bienes transables y no transables, una devaluación genera un incremento en el valor interno en "pesos" de las exportaciones y de las importaciones (o en los sustitutos de importaciones); luego, una devaluación produce un aumento en el precio de los bienes transables,  $P_T$ . Si se supone que los bienes no transables no utilizan insumos importados y que los salarios (nominales) permanecen constantes, entonces podría suponerse que el

precio de los bienes no transables,  $P_N$ , quedaría constante. En consecuencia, una devaluación aumentaría el precio relativo de bienes transables/no transables,  $P_T/P_N$ . En síntesis, el tipo de cambio pasaría a ser el precio relativo  $P_T/P_N$ .

En otras palabras, en la dicotomía exportaciones/importaciones el tipo de cambio está asociado a los  $t_1$  del país. En la dicotomía transable/no transable el tipo de cambio está asociado a los términos de intercambio interno de la economía nacional.

En el modelo de bienes exportables/importables, la devaluación opera fundamentalmente a través del mecanismo de sustituir bienes del país por bienes extranjeros. En el modelo de bienes transables/no transables, la devaluación opera a través de tres mecanismos diferentes (Bruce y Purvis, 1985): 1) la sustitución de bienes transables y no transables en la demanda; 2) la sustitución de bienes transables y no transables en la producción, y 3) el grado de "apertura" de la economía (es decir, la relación relativa existente entre la producción de bienes transables y no transables es un elemento que mide la flexibilidad de adaptación de la economía del país ante cambios en los precios relativos).

Un déficit de balanza de pagos se debe a que en la economía existe un exceso de demanda de bienes transables. Luego, una devaluación incrementaría el precio relativo  $P_T/P_N$  (bienes transables/no transables). Un aumento en el precio relativo de los bienes transables  $P_T$  estimularía la producción interna de dichos bienes (bienes exportables y sustitutos de importaciones) y desincentivaría su consumo; esto conduciría a reducir el exceso de demanda de bienes transables, disminuyendo de esta manera el déficit de balanza de pagos. Por otra parte, una disminución en el precio relativo de los bienes no transables  $P_N$  desestimularía la producción de estos bienes, liberando recursos que se canalizarían hacia el sector transable. En síntesis, la devaluación constituye el mecanismo crucial para cambiar los precios relativos internos y orientar la producción en la dirección de generar bienes transables; esto es fundamental para reducir y a la larga eliminar el déficit externo.

Un aspecto importante es la velocidad a la cual la producción del sector transable responde a cambios en los precios relativos. Hay distintos tipos de rigideces que pueden influir en esto. En primer lugar, cabe mencionar la posibilidad de movilización

<sup>12</sup>En esta discusión sobre los valores empíricos y sobre el efecto de una devaluación, es importante distinguir entre el corto plazo y el largo plazo; las curvas de demanda son más inelásticas en el corto plazo y más elásticas en el largo plazo.

<sup>13</sup>Otra razón para la existencia de bienes no transables es la existencia de una prohibición para la libre entrada o salida de dicho tipo de bien; los aranceles muy elevados pueden transformar a un bien en no transable.

de recursos productivos hacia el sector transable. En segundo lugar, hay que considerar que una devaluación tiene un impacto inflacionario; esto implica que hay que distinguir entre una devaluación real y una devaluación nominal. Una devaluación nominal de un 15%, acompañada de una inflación interna de un 10%, se traduce en una devaluación real de un 5%. Extremando el ejemplo anterior, si en una economía se tiene un sistema de indización de 100% para todos los bienes, se introduce una rigidez institucional en el sistema en que no resulta posible cambiar los precios relativos; es decir, sea cual sea la devaluación nominal, la devaluación real será cero.

En líneas generales, el impacto inflacionario que tiene una devaluación cuestiona la eficacia del tipo de cambio como mecanismo para modificar los precios relativos; cuando existe indización generalizada de 100%, tales precios resultan prácticamente imposibles de alterar.

En el modelo de bienes exportables/importables, una devaluación es un instrumento que permite cambiar los precios relativos del país y de esta forma "exportar" su desempleo. Supuestamente esto implicaría que la devaluación incrementa la producción real del país. Sin embargo, la contraparte es que este aumento de producción interna genera un incremento de ingreso, medido en términos del bien producido en el país, pero no implica en absoluto que se haya generado un aumento del bienestar del país que ha devaluado. Aún más, una devaluación puede ser "empobrecedora" si genera un gran deterioro en los  $t_1$  del país (Kenen, 1985a).

El mejoramiento de la balanza comercial a través de una devaluación tiene pues costos reales para el país que devalúa. Una devaluación implica una pérdida de poder adquisitivo real de la población del país; es preciso exportar un mayor número de toneladas de azúcar por un mismo número de autos importados. En otras palabras, en el modelo de bienes exportables/importables, el uso de una devaluación para resolver el problema del desequilibrio externo tiene asociado un costo real interno, en términos de pérdida de poder adquisitivo.

En el caso del modelo de bienes transables/no transables una devaluación aparentemente no generaría un cambio en los  $t_1$ , como en el modelo de bienes exportables/importables, y en consecuencia, supuestamente no tendría un costo real. Sin embargo, esta afirmación exige un análisis más profundo.

Supongamos que en la economía de un país existe desempleo y el capital es un factor fijo que no puede ser reasignado entre los sectores productivos.

Una devaluación aumenta el precio relativo  $P_T/P_N$ . Desde el punto de vista productivo, se genera así un aumento de las utilidades en el sector transable y una disminución de éstas en el sector no transable.

Luego, una devaluación produce una redistribución del ingreso en términos sectoriales. Como existe desempleo (y suponiendo que no hay indización de remuneraciones), los salarios nominales permanecen constantes, tanto en el sector transable como en el no transable. Al generar la devaluación presiones para que aumente el precio de los bienes transables, se produce un aumento de las utilidades reales del sector transable, mientras que hay una caída general de los salarios reales. Desde el punto de vista de la demanda también hay un impacto redistributivo: son afectadas más negativamente aquellas personas cuyo consumo abarca una mayor proporción de bienes transables. En síntesis, también en este caso la devaluación genera necesariamente, al menos en el corto plazo, una caída del poder adquisitivo de los salarios reales.

Por último, si el país tiene una gran deuda externa, una devaluación implica un aumento en la cantidad de recursos internos que hay que utilizar para su servicio, y esto implica una reducción en el consumo (o inversión) del país.

##### 5. La síntesis de los enfoques de la cuenta corriente

El modelo de absorción sugiere el uso del mecanismo de ingresos para reducir el nivel de gastos internos, disminuyendo así el desequilibrio externo; el modelo de elasticidades utiliza el tipo de cambio como mecanismo para modificar los precios relativos con miras a incrementar la competitividad internacional del país y corregir así el desequilibrio comercial.

Para reducir el desequilibrio externo, ambos modelos enfatizan distintos elementos del costo de ajuste interno. Por una parte, el modelo de absorción señala que hay un conflicto entre el equilibrio interno y externo, y que la reducción del desequilibrio externo genera un aumento del desempleo. Por otra parte, el modelo de elasticidades plantea implícitamente que se requiere una caída del salario real del país para que éste pueda incrementar su competitividad internacional.

En realidad, ambos modelos son complementarios.<sup>14</sup> Desde el punto de vista conceptual, esta complementariedad puede visualizarse desde diversos ángulos, utilizando para ello el marco contable de las cuentas nacionales. Como se señaló previamente, la relación entre desequilibrio interno y el externo puede observarse en la relación (2.2):  $Y - Z = X - M$ . En una sección anterior se planteó que mientras que el modelo de absorción se orienta a examinar cómo reducir la desigualdad existente entre el gasto interno  $Z$  y el nivel de ingreso  $Y$ , el modelo de elasticidad se centra en analizar la disminución del desequilibrio existente entre las exportaciones  $X$  y las importaciones  $M$ .

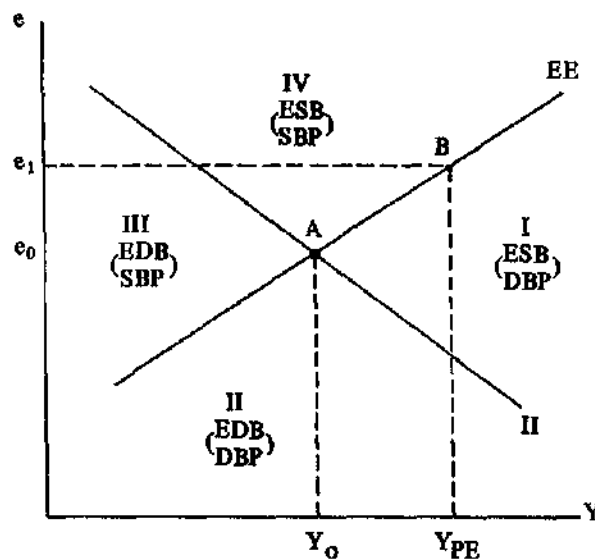
Sin embargo, una interpretación más usual parece focalizarse en el primer miembro de la relación (2.2). En este caso, el modelo de absorción plantea la necesidad de reducir el nivel del gasto interno mientras que el modelo de elasticidades sugiere cambiar la composición del gasto interno (y de la producción).<sup>15</sup> Por otra parte, también es posible observar la complementariedad en cuestión considerando el segundo miembro de la relación (2.2). En este caso, el mecanismo de ingresos del modelo de absorción ayuda a reducir el nivel de importaciones; por su parte, la modificación de precios relativos sugerida por el modelo de elasticidades (a través de la devaluación) estimula el incremento de las exportaciones y de los bienes que las sustituyen.

En consecuencia, la síntesis de los enfoques de la cuenta corriente, el modelo "absorción-elasticidades" o síntesis keynesiana de la economía abierta, plantea lo siguiente: si se quieren lograr dos objetivos, el equilibrio externo y el equilibrio interno, es preciso usar dos instrumentos diferentes; uno de los instrumentos (que actúa sobre el mecanismo de ingresos) tendrá que servir para reducir el nivel de gastos internos, y el otro instrumento (que actúa sobre el mecanismo de precios relativos) servirá para cambiar la composición de la producción y del gasto

<sup>14</sup>Durante casi dos décadas (en las de 1940 y 1950) se pensó que estos dos modelos eran antagónicos y había una polémica muy áspera entre los partidarios de cada modelo. El modelo de elasticidades era cuestionado por no explicar el mecanismo por medio del cual se elimina la discrepancia existente entre gasto e ingreso. El modelo de absorción era criticado porque no analiza cómo el país con problemas en la balanza comercial logra mejorar su competitividad internacional.

<sup>15</sup>Esto es lo que en las publicaciones especializadas se menciona como *expenditure-reducing* y *expenditure-switching* (Johnson (1961)).

Gráfico 6  
GRAFICO DE SWAN-MEADE DEL BALANCE INTERNO Y BALANCE EXTERNO



interno. Luego, ambas políticas (contracción del gasto interno y cambio de precios relativos) se complementan en la eliminación del desequilibrio externo, y una de ellas amortigua el efecto negativo de la otra. En efecto, el aumento del desempleo que genera la contracción del gasto interno es neutralizado por la expansión de la producción de bienes transables, que es estimulada por el incremento de competitividad internacional inducida por la devaluación.

En esta síntesis keynesiana de la economía abierta, cuando existe un desequilibrio externo que es necesario reducir, surge un conflicto entre desempleo y salarios (reales). En efecto, el incremento del desempleo generado por la contracción del gasto interno puede ser contrarrestado por el aumento de competitividad internacional, que se puede obtener a través de una caída del salario real.<sup>16</sup>

El gráfico de Swan-Meade ilustra la síntesis del modelo "absorción-elasticidades" (gráfico 6). En éste, el mecanismo de ingreso  $Y$  se encuentra en el eje horizontal y el mecanismo de precios relativos, representado por el tipo de cambio  $e$ , en el eje vertical.

<sup>16</sup>Las posibles relaciones existentes entre devaluación, variación de salario real y desempleo requieren un análisis más extenso y profundo, que no es posible en este artículo.

La curva II corresponde al balance interno, o lugar geométrico de los puntos de equilibrio del mercado interno de bienes; en este modelo keynesiano de la economía abierta, el nivel de producción está determinado por el nivel de gastos. Supongamos que inicialmente se tiene una combinación de  $Y$  y  $e$  que proporciona uno de los puntos de equilibrio de la curva II. Luego, supongamos que se produce una devaluación; ésta origina una caída en el salario real, y en consecuencia, un exceso de oferta de bienes; a su vez, esto induce una reducción en el nivel de producción  $Y$  para el restablecimiento del equilibrio del mercado interno de bienes. En consecuencia, la curva II tiene pendiente negativa.

La curva EE corresponde al balance externo, o lugar geométrico de los puntos de equilibrio externo. Supongamos que inicialmente se tiene una combinación de  $Y$  y  $e$  que proporciona uno de los puntos de equilibrio de la curva EE. Luego, supongamos que hay un incremento exógeno en el nivel de gastos, lo que produce una expansión del nivel de producción  $Y$ , lo cual a su vez genera un déficit de balanza de pagos; para restablecer el equilibrio externo resulta necesaria una devaluación.<sup>17</sup> En consecuencia, la curva EE tiene pendiente positiva.

El gráfico 6 proporciona el balance interno II (los puntos de equilibrio del mercado interno de bienes) y el balance externo EE (los puntos de equilibrio de la balanza de pagos) en el plano ingreso  $Y$  y tipo de cambio  $e$ . Los puntos que están por arriba y a la derecha del equilibrio interno de bienes II son puntos en los cuales hay exceso de oferta de bienes (ESB), y en los puntos que están por debajo de II hay exceso de demanda de bienes (EDB). Los puntos que están por arriba y a la izquierda del equilibrio externo de balanza de pagos EE son puntos en los cuales hay un superávit de balanza de pagos (SBP) y en los puntos que están por debajo hay un déficit de balanza de pagos (DBP). Esto proporciona cuatro áreas de distintas características en las que el equilibrio interno II y el externo EE dividen el cuadrante positivo del plano ( $Y, e$ ).

Hay que señalar que los puntos de equilibrio interno II coexisten con la presencia de desempleo en el mercado del trabajo. Si se supone que el empleo depende solamente del nivel de producción, entonces la situación de pleno empleo (PE) podría

representarse en el gráfico 6 por el nivel de producto  $Y_{PE}$ , que podría estar a la derecha del nivel de  $Y_0$  correspondiente a la intersección de las curvas II y EE.

Supongamos que la economía se encuentra en el punto A, intersección entre el balance interno y externo; supongamos además que la economía enfrenta una severa restricción externa. En A, el nivel de producción  $Y_0$  implica que hay desempleo. Supongamos que se quiere eliminar este desempleo y llevar la economía al nivel de producción de pleno empleo  $Y_{PE}$ . Como existe una severa restricción externa, esto implica que la economía se tiene que desplazar a lo largo de la curva EE, pues de esta forma no habría variación en el nivel de reservas del Banco Central. Entonces, para lograr el pleno empleo, la economía se tiene que desplazar de A a B, y esto requiere una devaluación del tipo de cambio de  $e_0$  a  $e_1$ . Esto ilustra el conflicto descrito previamente entre el nivel de desempleo y de salarios reales para una economía que enfrenta una restricción externa.

#### 6. El modelo de dos brechas<sup>18</sup>

La existencia de una restricción externa o de una seria escasez de divisas, y su impacto sobre la tasa de crecimiento económico, constituyen el foco de atención del modelo de dos brechas. Este último surge en la década del cincuenta y es concebido y considerado por H. Chenery como ilustrativo de la situación que afecta a las economías latinoamericanas.

El modelo de dos brechas plantea que hay dos elementos que son determinantes en el ritmo de crecimiento económico de una economía latinoamericana (o de un país en desarrollo en general): a) La maquinaria utilizada para la inversión es casi totalmente importada; además, también se requieren insumos importados para el proceso productivo, los cuales son muy difíciles de sustituir en el país. La existencia de un estrangulamiento de divisas, en consecuencia, frena el crecimiento; ésta es la brecha externa. b) El nivel de inversión está determinado y restringido por el nivel de ahorro. Luego, la existencia de un déficit de ahorro interno limita la expansión de la inversión y construye el crecimiento; ésta es la brecha interna.

Fundamentalmente, el modelo plantea que el flujo de crédito externo ayuda a reducir automática-

<sup>17</sup>Como se ve, implícitamente se está suponiendo que una devaluación mejora la balanza de pagos.

<sup>18</sup>Para un tratamiento más extenso y profundo de este tópico ver Bacha (1982).

mente ambas brechas; la mayor disponibilidad de divisas permite financiar las importaciones de maquinaria, y al mismo tiempo, el incremento de ahorro externo complementa el nivel de ahorro interno, y posibilita así la expansión del nivel de inversión.

Supongamos que una economía latinoamericana importa toda la maquinaria que utiliza en su proceso productivo; supongamos además que en esta economía está en pleno uso la capacidad instalada, pero hay desempleo de la fuerza de trabajo. Sean  $\Delta Y$  el incremento del nivel de producción,  $\Delta K$  el incremento de maquinaria, y  $k$  el coeficiente técnico de incremento marginal capital-producto. Luego, cualquier expansión de la producción requerirá un incremento adicional de capital que será:  $\Delta K = k \Delta Y$ .

Sea  $A$  el nivel de ahorro (total) requerido para financiar la expansión de la producción. Luego,  $A = k \Delta Y$ . Este ahorro (total)  $A$  tiene dos componentes: ahorro interno,  $A_I$ , y ahorro externo,  $A_E$ . Entonces  $A = A_I + A_E$ .

Para simplificar el análisis se supondrá que el ahorro interno  $A_I$  es una proporción fija ( $\bar{a}$ ) del ingreso total de la economía  $Y_n$ ; sea  $\bar{m}$  el contenido de insumos importados del nivel de producto  $Y$ . Luego,

$$Y_n = (1 - \bar{m}) Y, \text{ y } A_I = \bar{a} Y_n = \bar{a} (1 - \bar{m}) Y.$$

Por otra parte se supondrá que el ahorro externo  $A_E$  es una proporción constante  $\lambda$  del nivel de producto  $Y$ ; es decir, el flujo de crédito externo es una fracción constante del PGB. Luego,  $A_E = \lambda Y$ .

La expansión del producto,  $\Delta Y$ , está limitada por el monto de ahorro total. Luego:

$$\begin{aligned} \Delta Y &\leq \frac{A}{k} = \frac{A_I + A_E}{k} \\ &\leq \frac{1}{k} [\bar{a} (1 - \bar{m}) Y + \lambda Y] \end{aligned}$$

Sea  $g$  la tasa de crecimiento económico; es decir,  $g = \Delta Y/Y$ . Entonces, la tasa de crecimiento económico estará restringida por la brecha interna de ahorro:

$$g \leq \frac{1}{k} [\bar{a} (1 - \bar{m}) + \lambda] \quad (2.10)$$

En esta expresión (2.10) es posible observar que si aumenta el coeficiente de ahorro interno  $\bar{a}$  o si aumenta el coeficiente de ahorro externo  $\lambda$ , entonces es posible incrementar la tasa de crecimiento  $g$ .

La restricción externa proviene de la ecuación de la balanza de pagos; sean  $M_K$  y  $M_I$  las importaciones de maquinaria y de insumos productivos. Luego, la expresión del ahorro externo será:  $A_E = M_K + M_I - X$ . Si se supone que las exportaciones son una proporción constante del nivel del PGB  $\bar{x}$ , en que  $\bar{x} = X/Y$ , se llega a que:

$$\begin{aligned} A_E + X &= M_K + M_I - \Delta K + \bar{m} Y \\ \lambda Y + \bar{x} Y &= k \Delta Y + \bar{m} Y \end{aligned}$$

Considerando que la tasa de crecimiento es  $g = \Delta Y/Y$ , se tiene que  $g$  estará restringida por la brecha externa de divisas:

$$g \leq \frac{1}{k} [(\bar{x} - \bar{m}) + \lambda] \quad (2.11)$$

En esta expresión (2.11) es posible observar que si aumenta el diferencial entre los coeficientes de exportaciones e importaciones, es decir, mientras más grande sea el superávit de la balanza comercial, mayor será la posibilidad de crecimiento económico; algo análogo sucede para mayores coeficientes  $\lambda$ , por cuanto esto implica un incremento en el flujo de crédito externo. Por otra parte, la expresión (2.11) permite visualizar cómo coeficientes negativos de  $\lambda$ , es decir, ahorro externo negativo, o transferencia de recursos al exterior, automáticamente disminuyen el nivel de crecimiento  $g$ .

Cuando la brecha externa es la dominante, un mayor flujo de divisas para el país es muy importante, por cuanto alivia la restricción externa; en este caso, la rentabilidad de una unidad extra es relativamente muy grande, por cuanto permite expandir la importación de maquinaria, que es el factor limitante del crecimiento, y permite al mismo tiempo financiar la expansión de la inversión.

## III

El enfoque monetario de la balanza de pagos<sup>19</sup>

El análisis realizado mediante este enfoque es muy distinto a los anteriores. El enfoque monetario de la balanza de pagos (EMBP) plantea que para analizar un problema de desequilibrio externo interesa lo que sucede con la balanza de pagos en su totalidad y no sólo con la balanza comercial o la cuenta corriente (como sucedía con los enfoques anteriores); hay que mirar el todo y no solamente una parte. En realidad, implícitamente, en el EMBP la cuenta de capitales desempeña un papel central como mecanismo para resolver los desequilibrios externos. En todo este análisis, el tipo de cambio se supone fijo.

Además, el EMBP plantea que el problema de balanza de pagos es un fenómeno monetario y no un fenómeno real de precios relativos. En consecuencia, lo que se requiere es el tipo de análisis y de instrumental de teoría monetaria; para analizar el problema del desequilibrio externo hay que examinar los ajustes y desajustes del stock de dinero. El stock de dinero puede ser alterado de dos maneras distintas: i) a través de la creación y contracción del crédito interno; ii) a través de las variaciones en los flujos de las reservas internacionales. El tipo de política monetaria que se siga a este respecto es crucial para el análisis de la balanza de pagos.

En otras palabras, en el EMBP el impacto monetario vinculado al financiamiento del desequilibrio externo desempeña un papel central. En consecuencia, se examinará en primera instancia a través de un marco contable simple, la interrelación existente entre las cuentas externas y monetarias; posteriormente se desarrollarán el marco analítico y las implicaciones del EMBP.

## 1. Un marco contable monetario simple

Sean  $H$  la base monetaria o dinero primario (*high-powered money*);  $R$ , el nivel de reservas internacionales;  $C_1$ , el monto de créditos otorgados por el Banco Central al sector público; y  $e$  el tipo de cambio. Luego, la cuenta contable  $T$  del Banco Central será:

<sup>19</sup>Referencias bibliográficas utilizadas en esta sección: Johnson (1976a, b), Hahn (1977), Dornbusch (1980a), Williamson (1983a), Niehans (1984), Frenkel y Mussa (1985).

## Banco Central

<i>Activos</i>	<i>Pasivos</i>
Reservas internacionales: $R$	Base monetaria: $H$
Créditos al sector público: $C_1$	

La identidad contable (en "pesos") del balance del Banco Central será:

$$H = eR + C_1 \quad (3.1)$$

Esta identidad contable simple ilustra lo siguiente:

i) Si el Banco Central interviene en el mercado cambiario vendiendo o comprando divisas (por ejemplo, dólares), se produce una modificación en los activos de reservas internacionales del Banco Central, y por lo tanto un cambio en la base monetaria  $H$ . Cuando el Banco Central compra dólares, paga con pesos; la compra de dólares incrementa el nivel de reservas internacionales  $R$  del Banco Central, y el pago en pesos aumenta el dinero primario  $H$ .

ii) Cuando hay un superávit en la balanza comercial de la balanza de pagos, que no es (exactamente) compensado con una salida de flujo financiero de la cuenta de capitales, se produce un aumento neto de reservas  $R$ . Este incremento en  $R$  significa que el Banco Central ha efectuado un pago en pesos a los exportadores, aumentando de esta forma los pasivos del Banco. En consecuencia, un superávit en la balanza comercial produce un incremento en la base monetaria.

En general, los países que tienen un déficit en su balanza de pagos, cuando no aplican políticas de esterilización, experimentan una contracción de su base monetaria  $H$ ; los países con superávit de balanza de pagos experimentan una expansión de  $H$ .

Sea  $M_1$  el monto total de depósitos (en cuenta corriente) de los bancos comerciales, y  $C_2$  el monto de créditos otorgados por los bancos comerciales a los sectores público y privado. Luego, la identidad contable de los bancos comerciales será:

*Bancos comerciales*

<i>Activos</i>	<i>Pasivos</i>
Base monetaria: H	Depósitos: $M_1$
Créditos a los sectores público y privado: $C_2$	

Se han hecho dos supuestos simplificadorios en este balance de los bancos comerciales: i) todo el dinero primario es mantenido por los bancos comerciales; ii) la oferta monetaria  $M_1$  es exactamente igual al total de depósitos, es decir, se han omitido los billetes y monedas para simplificar el análisis.

Se va a suponer que hay una relación simple entre la oferta monetaria  $M_1$  y la base monetaria H:  $M_1 = \alpha H$  en que  $\alpha$  es el multiplicador monetario ( $\alpha \geq 1$ ).

La identidad contable de los bancos comerciales será entonces:

$$H + C_2 = M_1 \quad (3.2)$$

Luego, cuando hay un aumento de reservas R que no es esterilizado, habrá un aumento de la base monetaria  $\Delta H$ . Este aumento del dinero primario en  $\Delta H$  produce un incremento de la oferta monetaria en  $\Delta M_1$ ; como el multiplicador monetario es mayor que 1, entonces  $\Delta M_1 > \Delta H$ . Para restablecer la identidad contable (3.2) se requiere un aumento del crédito otorgado por los bancos comerciales. De hecho, el aumento de este crédito será:  $\Delta C_2 = (\alpha - 1) \Delta H$ .

Sea  $C_r = C_1 + C_2$ , que corresponde al total de préstamos que proporcionan el Banco Central y los bancos comerciales al sector público y privado;  $C_r$  es el crédito interno total. Luego, el balance contable de todo el sistema bancario consolidado (Banco Central y bancos comerciales) será:

*Sistema bancario consolidado*

<i>Activos</i>	<i>Pasivos</i>
Reservas internacionales: R	Depósitos: $M_1$
Crédito interno: $C_r$	

La identidad contable (en pesos) del sistema bancario consolidado será:

$$eR + C_r = M_1 \quad (3.3)$$

Introduciendo en la relación (3.3) la base monetaria a través de la relación  $M_1 = H$ ; utilizando variaciones incrementales  $\Delta$  de R,  $C_r$  y H; y manteniendo fijo el tipo de cambio, la relación (3.3) se transforma en:

$$e\Delta R + \Delta C_r = \alpha \Delta H \quad (3.4)$$

Esta identidad contable (3.4) es una buena aproximación al marco contable utilizado por el FMI en su programación financiera. El FMI establece metas cuantitativas con respecto a las variaciones de reservas y a la expansión del crédito interno.

Para simplificar momentáneamente el análisis, supongamos que  $\Delta C_r = 0$ ; luego, cualquier aumento del nivel de reservas internacionales R va a *expandir* la base monetaria H (ver relación 3.4). En relación a este punto, el FMI plantea que la acumulación de reservas internacionales, cuando no hay una política de esterilización, aumentará la oferta monetaria y por lo tanto, acelerará el proceso inflacionario.

Si ahora suponemos, para simplificar momentáneamente el análisis que  $\Delta H = 0$ , entonces la relación (3.4) muestra que cualquier aumento del nivel de reservas internacionales R va a *contraer* el crédito interno; por otra parte, cualquier expansión del crédito interno hará disminuir las reservas internacionales. Esta relación entre reservas internacionales y crédito interno es la relación central del enfoque monetario de la balanza de pagos.

El impacto monetario de variaciones en las reservas internacionales sobre la base monetaria puede ser neutralizado utilizando políticas de esterilización. Una economía que tiene un déficit en su balanza de pagos, o que tiene que efectuar una transferencia de divisas al exterior, puede neutralizar el efecto contractivo sobre la base monetaria a través de dos mecanismos diferentes: i) transacciones internas de activos financieros, es decir, adquisición, por parte del Banco Central, de bonos u otros documentos del sector público o privado, incrementando de esta forma el stock monetario a su nivel inicial; ii) disminución del nivel de importaciones.

2. *El modelo analítico del enfoque monetario de la balanza de pagos*

Como se señaló previamente, según el EMBF un problema de desequilibrio externo es fundamentalmente un fenómeno monetario y no un fenómeno real (no es un problema de precios relativos). Luego,



el tipo de análisis apropiado es el análisis monetario; es decir, para examinar un problema de desequilibrio externo, hay que analizar los cambios experimentados por el stock de dinero. Como se puede apreciar en la relación (3.4), dicho stock puede ser modificado a través de variaciones en las reservas internacionales o en el nivel de crédito interno. En consecuencia, la decisión de política económica es crucial para el análisis de la balanza de pagos.

La balanza de pagos de un determinado país es la diferencia entre los ingresos y pagos en moneda extranjera que reciben y efectúan los agentes económicos de dicho país. La existencia de un déficit en dicha balanza implica que los pagos que hay que efectuar en moneda extranjera son mayores que los ingresos. Entonces, la pregunta crucial es: ¿cómo se financia dicho déficit?

Supongamos que los importadores sean quienes requieren divisas para efectuar los pagos en moneda extranjera. Estos importadores van a adquirir dichas divisas en el Banco Central. Este proceso tiene dos efectos distintos: i) una disminución en el nivel de reservas internacionales del Banco Central, cuyo monto es finito; ii) una reducción de la oferta monetaria, que producirá una contracción de la demanda agregada y por lo tanto una caída en el nivel de actividad económica.

Luego, si cae el nivel de actividad económica, se reduce el nivel de gasto interno de los agentes por debajo de su ingreso; así se genera eventualmente un excedente que ayuda a eliminar el desequilibrio de la balanza de pagos. Por lo tanto, se dispone de un mecanismo simple y automático para resolver un problema de desequilibrio externo.

Sin embargo, si tal desequilibrio persiste quiere decir que el mecanismo descrito previamente no está funcionando. Por lo tanto, según el EMBP tendría que haber un mecanismo distinto y especial por medio del cual se financia y se sustenta el déficit persistente de la balanza de pagos; la existencia y operatoria de este mecanismo especial es la causa central del desequilibrio externo persistente.

Según el EMBP, el mecanismo especial que financia y sustenta el déficit de la balanza de pagos es la política de esterilización del Banco Central. Debido a que el déficit de divisas reduce la cantidad de dinero de la economía, generando así una contracción económica, el Banco Central trata de neutralizar el impacto monetario de la caída de reservas internacionales para evitar la disminución en el nivel de actividad económica. Para este efecto el

Banco Central utiliza las transacciones internas de activos financieros para aumentar el nivel de crédito interno y así evitar la caída en el nivel de actividad económica.

Luego, según el EMBP, cuando el Banco Central utiliza una política de esterilización que neutraliza el impacto monetario de la caída de reservas internacionales, financia y sustenta el déficit de la balanza de pagos y evita su reducción. Por lo tanto, la expansión del crédito interno es el mecanismo especial que genera el desequilibrio externo persistente. El déficit de la balanza de pagos puede eliminarse sólo si hay un cambio de la política monetaria, para evitar que se esterilice el impacto monetario de una disminución del nivel de reservas internacionales.

A continuación se derivará un modelo analítico simple para ilustrar los supuestos y resultados centrales del EMBP.

Se supone que en la economía hay un solo bien compuesto que es transable internacionalmente. Esto implica como supuesto que el sistema de precios relativos de los distintos bienes permanece constante. Se supone además que en esta economía rige la ley de un solo precio; es decir, que la economía del país está totalmente integrada a la economía mundial y hay un arbitraje perfecto de precios de los bienes. Sea  $P$  el precio interno del bien compuesto (transable) expresado en pesos y  $P^*$  el precio internacional expresado en dólares. Luego, la ley de un solo precio se expresa como:

$$P = eP^* \quad (3.5)$$

Supongamos ahora que la economía está operando a un nivel de producción de pleno empleo, es decir,  $Y = \bar{Y}$ . El supuesto implícito en este caso es que hay completa flexibilidad del mecanismo de precios y salarios.

La demanda de dinero real,  $\frac{M^D}{P}$  es una demanda de transacciones, es decir, es sólo función del nivel de ingreso real  $Y$ .

$$\frac{M^D}{P} = L(Y) \quad (3.6)$$

La oferta de dinero (en pesos),  $M^S$ , está determinada por la relación contable descrita previamente:

$$M^S = C_t + eR \quad (3.7)$$

El equilibrio en el mercado monetario requiere que  $M^D = M^S$ ; luego:

$$C_r + eR = PL(Y) \quad (3.8)$$

Sustituyendo en (3.8) la relación (3.5) de la ley de un solo precio, y suponiendo que existe un nivel de producción de pleno empleo, se tiene:

$$C_r + eR = eP^*L(\bar{Y}) \quad (3.9)$$

Con un sistema de tipo de cambio fijo, el segundo miembro de la expresión (3.9) es constante, puesto que  $P^*$  es exógeno e  $\bar{Y}$  es el nivel de producción de pleno empleo. Luego, utilizando la notación  $\hat{\cdot}$  para la tasa de cambio de una variable,<sup>20</sup> la expresión (3.9) se transforma en:<sup>21</sup>

$$-\hat{R} = \frac{\hat{C}_r}{c} \quad (3.10)$$

El significado de esta expresión (3.10) es muy directo: la expansión del crédito interno  $C_r$  produce una caída en el nivel de reservas internacionales; en otras palabras, el aumento del crédito interno genera un problema de balanza de pagos. En síntesis, el mensaje central del EMBP es que el crédito interno es el factor determinante del desequilibrio externo.

En otras palabras, el EMBP plantea que si el Banco Central no utilizara políticas de esterilización, un mecanismo automático de la economía eliminaría cualquier desequilibrio externo. La forma de operar de dicho mecanismo automático es similar a aquel que utilizaba el patrón oro.

Como se vio en la primera sección, el mecanismo automático del patrón oro funcionaba de la siguiente manera: un déficit de la balanza de pagos implicaba un flujo de oro hacia el exterior; esto reducía la base monetaria de la economía del país. La contracción de la base monetaria, a través de la aplicación de la teoría cuantitativa del dinero, generaba una caída de los precios internos, lo cual permitía expandir las exportaciones y reducir las importaciones, eliminando así el déficit inicial de la balanza de pagos.

<sup>20</sup>Esta notación significa que, por ejemplo,  $\hat{R} = \frac{\Delta R}{R}$

<sup>21</sup>La tasa de variación de una constante es cero y por eso se hace nulo el segundo miembro de la expresión (3.9).

Veamos a continuación el funcionamiento del mecanismo automático del EMBP para el caso en que no haya movilidad de capitales financieros. Para simplificar el análisis, supongamos que se tiene un tipo de cambio fijo y que la base monetaria sólo cambia ante variaciones en las reservas internacionales (esto sería equivalente a un patrón dólar). En este caso, un déficit de la balanza de pagos implicaría una caída de las reservas internacionales del Banco Central, lo cual reduciría la base monetaria; en consecuencia, se contraería la cantidad de dinero de la economía. En el EMBP, como opera la ley de un solo precio, los precios internos no pueden variar, por cuanto éstos están determinados exógenamente en el mercado internacional. Luego, la contracción de la cantidad de dinero implica una caída de los saldos monetarios reales de la economía, lo cual genera un exceso de demanda de saldos reales. Los agentes económicos tratan de ajustar sus saldos monetarios para recuperar los niveles deseados de stock; para lograrlo, tienen que contraer sus gastos en relación a sus ingresos, y esto implica una reducción del déficit de balanza de pagos. Este fenómeno se repite hasta la eliminación de dicho déficit.

El funcionamiento del mecanismo automático del EMBP para el caso en que hay movilidad de capitales financieros es el siguiente: un déficit de balanza de pagos implica una caída de reservas, que reduce la base monetaria y contrae la cantidad de dinero de la economía. La contracción de la cantidad de dinero hace subir la tasa de interés por sobre el nivel de la tasa de interés internacional; este diferencial de tasas de interés atrae el ingreso de créditos y capitales financieros, lo cual permite reducir y eventualmente eliminar el déficit de la balanza de pagos.

Como se puede apreciar en este último caso, la tasa de interés (y no el tipo de cambio), pasa a constituirse en el mecanismo que equilibra la balanza de pagos. En este EMBP, la cuenta de capitales desempeña un papel central para resolver el problema de desequilibrio externo; para que se genere un flujo de capitales financieros hacia el país, se requiere que se deje incrementar libremente la tasa de interés.

Luego, un supuesto implícito del EMBP es que existe una oferta ilimitada de crédito externo, de manera que basta un pequeño diferencial entre la tasa de interés interna y la tasa de interés internacional para que se produzca un flujo de capitales financieros hacia un país. Sin embargo, la realidad que han enfrentado las economías latinoamericanas es algo distinta, y hoy día estamos observando que

cuando el stock de endeudamiento externo en relación al PGB alcanza un determinado valor (o cuando el servicio de la deuda externa en relación al valor de las exportaciones llega a un determinado porcentaje), la oferta de crédito externo se torna altamente inelástica.

Las principales conclusiones del EMBP serían las siguientes:

a) Una devaluación no tiene ningún efecto sobre los precios relativos de la economía, lo que se opone diametralmente a lo sugerido por el modelo de elasticidades. Según el EMBP, una devaluación nominal no modifica los precios relativos, por cuanto genera un impacto inflacionario de igual magnitud; es decir, la devaluación se transfiere totalmente a los precios finales de los bienes. Los supuestos iniciales del EMBP conducen inevitablemente a este resultado; todos los bienes son transables, y prevalece la ley de un solo precio.

En el modelo del EMBP, la devaluación no es un instrumento que permita corregir el desequilibrio existente en la cuenta corriente; sin embargo, podría considerarse que la devaluación tendría un efecto transitorio sobre la balanza de pagos por modificar el nivel de los saldos reales de la economía, e influir de esta manera sobre el nivel de gasto interno. En otras palabras, debido al supuesto de sustitución perfecta entre bienes (precios relativos constantes), en el EMBP una devaluación podría afectar al desequilibrio de balanza de pagos sólo a través del mecanismo de saldos reales, reduciendo el gasto interno.

En realidad, en el EMBP, se considera a la tasa de interés y no al tipo de cambio como el instrumento que tiene ventajas relativas para resolver un problema de desequilibrio externo. Según el EMBP, como el sistema de precios relativos es constante, habría que influir en la cuenta de capitales y no en la cuenta corriente para corregir un déficit de balanza de pagos; la tasa de interés sería el instrumento que ejerce más efecto sobre el comportamiento de la cuenta de capitales.

b) En países latinoamericanos con inflación, el EMBP, y en particular, la ley de un solo precio, tiene una consecuencia simple de control de la inflación. En efecto, la ley de un solo precio (expresión 3.5), en términos de tasa de variación, se transforma en:

$$\hat{P} = \hat{\epsilon} + \hat{P}^* \quad (3.11)$$

en que  $\hat{P}$  correspondería a la inflación interna,  $\hat{P}^*$  sería la inflación externa (o internacional) y  $\hat{\epsilon}$  sería la variación del tipo de cambio. Luego, si se fija el tipo de cambio, entonces  $\hat{\epsilon} = 0$ , y en consecuencia,  $\hat{P} = \hat{P}^*$ ; es decir, la inflación interna se iguala a la inflación internacional. Por otra parte, si se utiliza una regla de minidevaluación activa, en que el tipo de cambio se modifica a una tasa inferior que el diferencial entre la inflación interna y la inflación externa, se frena el alza de precios internos.

Nótese que en estos dos casos se está utilizando el tipo de cambio como instrumento económico para controlar la inflación interna.

c) El Banco Central no debería utilizar una política de esterilización para neutralizar el impacto monetario de variaciones de las reservas internacionales. Esto se debe a que cuando se tiene un régimen de tipo de cambio fijo, según el EMBP el Banco Central pierde el control de la política monetaria; es decir, la política monetaria pasa a ser totalmente endógena.

d) Para corregir un problema de déficit de balanza de pagos resulta decisivo el control de la expansión del crédito externo. Luego, hay que examinar las causas de la expansión del crédito externo; por lo general, según los economistas monetaristas, éstas se asocian a la existencia de un déficit fiscal. Como se verá más adelante, esto es lo que lleva al FMI a establecer el límite del déficit fiscal como otra meta cuantitativa de un programa de ajuste externo.

e) En su versión extrema, el EMBP plantea que los desequilibrios de balanza de pagos son síntomas de desequilibrios monetarios que se resolverán solos gracias al funcionamiento del mecanismo automático "variación de reservas internacionales-cambios en el stock nominal de dinero" que operará mediante tasa de interés, saldos reales o ambos; en consecuencia, no se requieren políticas específicas para enfrentar un desequilibrio externo, sino sólo dejar de hacer ciertas cosas que se están haciendo, como aplicar políticas de esterilización o limitar el alza de la tasa de interés. Una devaluación o una restricción de importaciones son sólo sustitutos de la contracción monetaria, que actúan reduciendo el nivel de saldos reales en vez de contraer el stock nominal de la cantidad de dinero; por ello, su efecto es sólo transitorio (Kenen, 1985a).

## IV

### Enfoques de la cuenta de capitales<sup>22</sup>

En las publicaciones económicas anteriores a 1970, los movimientos de capitales estaban principalmente asociados a la inversión directa de empresas multinacionales. Ya en los años setenta, sin embargo, los flujos financieros correspondientes a crédito externo adquirieron mayor importancia cuantitativa que los flujos comerciales.

Esta dicotomía también tiene una contrapartida teórica. Los enfoques de la cuenta de capitales del período anterior a 1970 corresponden a modelos de flujos; como los flujos financieros no eran muy significativos, el análisis teórico consistió simplemente en agregar ecuaciones adicionales a los modelos existentes de la cuenta corriente. En los años setenta se introduce en los países desarrollados el sistema de tipo de cambio flotante, y además comienza a producirse una integración creciente de los mercados de capitales de corto (y largo) plazo. De ello se desprende que la situación de la cuenta corriente (déficit o superávit) no aparece como una buena medida del desequilibrio externo, y por lo tanto, no indica qué habría que hacer con el tipo de cambio. Por otro lado las modificaciones frecuentes y continuas en las relaciones paritarias cambiarias de las monedas de los países desarrollados sugieren que el tipo de cambio es más bien el precio relativo de activos distintos (las monedas de cada país) que el precio relativo de los bienes transables de la cuenta corriente. No es posible creer que los precios relativos de los bienes transables puedan variar con la misma rapidez que el mercado cambiario. Surgen así los modelos de activos de la cuenta de capitales, que en realidad son una extensión del EMBP; en estos modelos de activos, el foco de atención está en el muy corto plazo, es decir, en el proceso dinámico que hay entre las variaciones de reservas internacionales y la oferta monetaria y el efecto de esto sobre el tipo de cambio. Los modelos de activos están fundamentalmente orientados a explicar la inestabilidad cambiaria observada en los países desarrollados con el régimen de tipo de cambio flotante.

<sup>22</sup>Referencias bibliográficas utilizadas en esta sección: Dornbusch (1980a, b), McKinnon (1981), Williamson (1983a), Frenkel y Mussa (1985), Marston (1985), Kenen (1985a).

#### 1. Modelos de flujos

En las publicaciones anteriores a 1970 se adoptaba una de las siguientes alternativas con respecto a los movimientos de capitales (Dornbusch, 1980b; Williamson, 1983a): a) Se suponía que estos flujos financieros son exógenos. b) Se consideraba que las variaciones en la cuenta de capitales refuerzan lo que sucede en la cuenta corriente. Cuando esta última está en mala situación, la cuenta de capitales sufre un deterioro aún mayor: por ejemplo, si existe un déficit en la cuenta corriente, la posibilidad de devaluación induce a una fuga de capitales. En otras palabras, la movilidad de capitales sería proporcional a lo que pasa con la cuenta corriente; aún más, el factor de proporcionalidad podría ser mayor que 1 (algo así se ha observado en América Latina en las décadas de 1970 y 1980: se le presta más a quienes tienen más, y se le presta menos a quien más lo necesita). c) El ingreso de capitales a un país se hacía depender del diferencial entre la tasa de interés interna  $i$ , y la tasa de interés internacional  $i^*$ . A continuación se examinará más en detalle esta última alternativa.

Los modelos más simples de la economía abierta se obtuvieron agregando la ecuación de la balanza comercial al modelo más sencillo de la cuenta corriente. Análogamente, el modelo más simple que incorpora la cuenta de capitales se obtiene agregándole a los modelos de la cuenta corriente dos ecuaciones: a) Una ecuación correspondiente al ingreso del flujo de capitales  $F$ , en que  $F$  es función de la tasa de interés  $i$  e  $i^*$ ; es decir,  $F = F(i, i^*)$ . Esto supone un régimen con tipo de cambio fijo. Luego, si  $F > 0$ , esto indica que el país ha obtenido crédito externo, o bien, que los agentes extranjeros están adquiriendo deuda del país. b) Una ecuación correspondiente a las variaciones de las reservas internacionales  $\hat{R}$ , en que  $\hat{R} = B_C + F$  (en este caso,  $B_C$  es el saldo de la balanza comercial). De aquí se deriva una nueva definición del desequilibrio externo;  $\hat{R} = 0$  (en vez de  $B = 0$ ), lo que implica que existe equilibrio externo cuando no hay cambios en la disponibilidad de reservas internacionales del Banco Central.

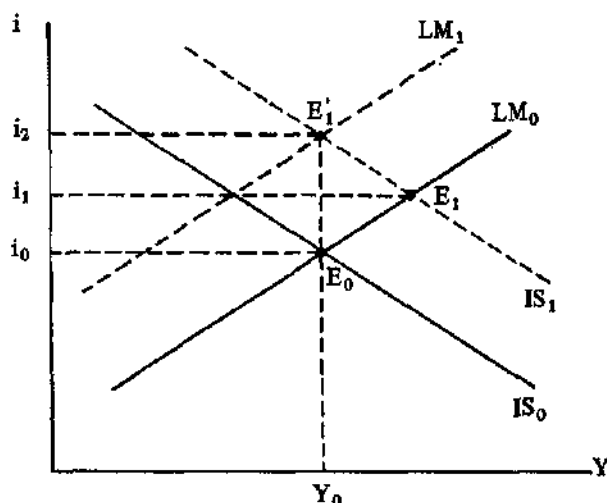
Aún a pesar de que la introducción de cuenta de capitales en los modelos de la economía abierta se

realiza a través de relaciones adicionales a un modelo global de la cuenta corriente, tiene dos consecuencias importantes: a) La tasa de interés aparece explícitamente como un mecanismo que sirve para lograr el ajuste externo. b) En los modelos de la cuenta corriente en los cuales no hay movilidad de capitales, las políticas fiscal y monetaria son perfectamente intercambiables en lo que respecta a su impacto sobre el desequilibrio externo, y en consecuencia se habla en general de políticas para controlar el gasto interno  $Z$ . Pero cuando se introduce la cuenta de capitales es necesario distinguir entre la política fiscal y la monetaria, por cuanto esta última incide en los flujos financieros y viceversa.

Supongamos que se tiene una pequeña economía abierta con un régimen cambiario fijo en que el Banco Central no esteriliza el impacto monetario de las variaciones de reservas internacionales. Para analizar la incidencia de los flujos financieros en esta economía, es posible utilizar el mismo instrumental del modelo S/LM de la economía cerrada.<sup>23</sup> Veamos a continuación brevemente la eficacia relativa de la política fiscal y monetaria ante la presencia de flujos financieros.

En el estado inicial la economía se encuentra en el punto  $E_0$  (gráfico 7) con un nivel de actividad económica  $Y_0$ , tasa de interés  $i_0$ , y equilibrio ex-

Gráfico 7



<sup>23</sup>Los términos IS y LM son, respectivamente, las abreviaturas de inversión (I) igual a ahorro (S) (equilibrio en el mercado de bienes) y demanda de dinero (L) igual a oferta de dinero (M) (equilibrio en el mercado de dinero).

terno. Supongamos que hay un incremento exógeno en los gastos de gobierno, lo cual desplaza  $IS_0$  hacia  $IS_1$ ; el nuevo equilibrio será  $E_1$  con un mayor producto  $Y_1$  y una mayor tasa de interés  $i_1$ . Esto es todo lo que sucedería en una economía cerrada. Supongamos inicialmente que no hay movilidad de capitales. Luego, el incremento del nivel de actividad económica de  $Y_0$  a  $Y_1$  producirá un déficit de balanza de pagos (DBP) lo cual generará una caída en las reservas internacionales; como el Banco Central no esteriliza el impacto monetario de las variaciones de reservas, se produce una contracción de la cantidad de dinero y por lo tanto un desplazamiento de la LM; la  $LM_0$  se desplaza hacia  $LM_1$  hasta que se elimina el DBP, o sea, se retorna al nivel de actividad  $Y_0$ . Es decir, el punto de equilibrio será  $E_1$  con una tasa de interés de  $i_2$ . El estímulo expansivo de la política fiscal es totalmente neutralizado por el impacto contractivo de la política monetaria, lo cual es necesario para eliminar el déficit de balanza de pagos que ha generado el mayor nivel de actividad económica (hay que recordar que se tiene un régimen cambiario fijo).

Pero si en esta economía hay movilidad de capitales, no tiene por qué producirse una caída en las reservas internacionales. En efecto, cuando la economía se desplaza de  $E_0$  a  $E_1$ , el aumento de la tasa de interés de  $i_0$  a  $i_1$  atrae un flujo de capitales, el cual permite financiar el déficit de balanza de pagos que ha generado el nuevo nivel de actividad económica  $Y_1$ ; luego, no se produce un desplazamiento de la LM, y en consecuencia, el nuevo nivel de  $Y$  puede mantenerse mientras persista el flujo financiero atraído por las relativamente mayores tasas de interés. (Implícitamente se supone que  $i_0$  corresponde a la tasa de interés internacional  $i^*$ .)

Utilizando el marco de la IS/LM veamos ahora la interacción entre la política monetaria y la movilidad de capitales. Supongamos que la economía está en una posición  $E_0$  con un nivel de producto  $y_0$  y tasa de interés internacional  $i^*$  (gráfico 8); supongamos además que inicialmente hay equilibrio de balanza de pagos y prevalece un régimen de tipo de cambio fijo. Examinemos ahora el impacto que tendría una política monetaria expansiva para incrementar el nivel de actividad  $Y_0$ ; una expansión monetaria desplazaría la  $LM_0$  hacia la  $LM_1$  obteniéndose una nueva posición de  $E_1$  con un producto  $Y_1$  y una menor tasa de interés  $i_1$ . Este sería el resultado que se obtendría en el caso de la economía cerrada. Pero en una economía abierta, si no hay movilidad de

Gráfico 8

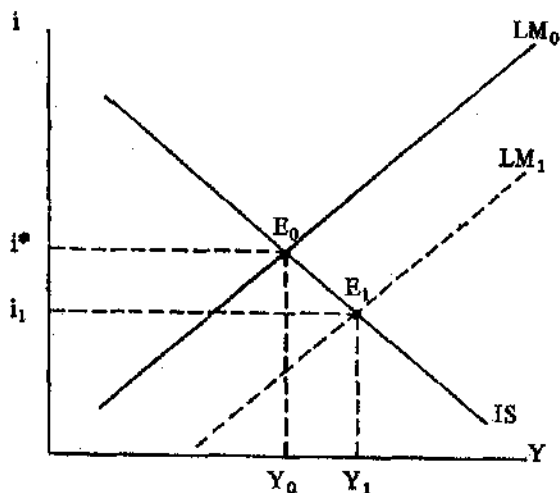
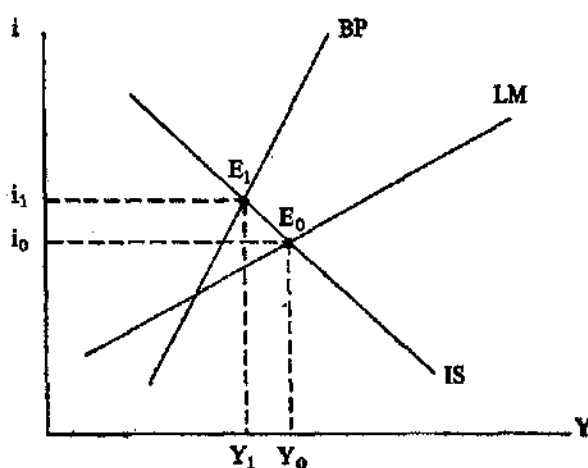


Gráfico 9



capitales, la expansión de la actividad económica de  $Y_0$  a  $Y_1$  genera un déficit de balanza de pagos (en la cuenta corriente); luego, en  $E_1$  habría un desequilibrio externo, que se financia con caída de reservas internacionales, y como el Banco Central no esteriliza el impacto monetario de esta caída, esto origina una contracción monetaria que desplaza a la  $LM_1$  hasta recuperar su posición original  $LM_0$ , para así eliminar el déficit de balanza de pagos que se ha generado. Luego, en una economía abierta con tipo de cambio fijo, la política monetaria resulta ineficaz para generar un aumento de la actividad económica por cuanto el impacto monetario expansivo es contrarrestado totalmente por el efecto monetario contractivo que produce la caída de reservas internacionales. Por otra parte si hubiera movilidad de capitales, el menor nivel de la tasa de interés  $i_1$  (en  $E_1$ ) que  $i^*$  hace más ineficaz aún la política monetaria por cuanto se genera una salida de capitales del país que responde así al diferencial de tasa de interés; este flujo sólo se detiene cuando la tasa de interés retorna al valor de  $i^*$ .

En una pequeña economía abierta con un régimen cambiario fijo y movilidad de capitales, resulta útil usar el gráfico de la IS/LM (de la economía cerrada) agregándole la relación de equilibrio correspondiente a la balanza de pagos. El equilibrio externo de dicha balanza corresponde a aquella situación en la cual no hay variaciones en las reservas internacionales del Banco Central; sea ésta la línea BP (gráficos 9 y 10). Luego, supongamos que se tiene un punto de equilibrio de la BP en el plano (Y,

i) de la IS/LM; si hay una expansión en el nivel de actividad económica Y, esto generará un déficit de balanza de pagos que requiere, para restablecer el equilibrio externo, que haya un aumento en la tasa de interés, para así atraer un flujo de capitales que financia y elimina dicho déficit; esto implica que el lugar geométrico de los puntos de equilibrio externo tiene pendiente positiva en el plano (Y, i), y esto es lo que muestra la línea BP de los gráficos 9 y 10. En los puntos que están hacia la derecha de BP, hay un déficit de balanza de pagos; en los que están hacia la izquierda, un superávit.

Supongamos que la pequeña economía abierta esté en la posición  $E_0$  de intersección de la IS y LM (gráfico 9), con un nivel de producto  $Y_0$  y tasa de interés  $i_0$ . Esta posición  $E_0$  está fuera de la línea BP; esto implica que hay un desequilibrio de balanza de pagos y en este caso, existe un déficit. Para lograr simultáneamente el equilibrio externo y el equilibrio interno en el mercado de bienes, la economía tiene que desplazarse de  $E_0$  hacia  $E_1$ , que es el punto de intersección de la IS y la BP. En este caso, si no hubiera una política de esterilización del Banco Central, el déficit de balanza de pagos genera una caída de reservas internacionales que contrae la oferta monetaria y desplaza la LM hacia la izquierda; esto hace subir la tasa de interés, lo cual atrae flujos de capitales financieros. Todo se traduce en que a la larga la LM va a cortar a la IS en el mismo punto  $E_1$ , que es donde se elimina el déficit que activa el mecanismo descrito. En este caso, la eliminación del desequilibrio externo se logra a ex-

piensas de una caída en el nivel de actividad económica ( $Y_0$  disminuye a  $Y_1$ ); esto es análogo a lo que se observaba en el modelo de absorción y en el EMBP; la diferencia central está relacionada con el mecanismo que elimina el desequilibrio externo, y que en este caso es exclusivamente la tasa de interés.

Supongamos ahora que la pequeña economía abierta está en una posición  $E_0$  de intersección de la IS y la LM con  $Y_0$  e  $i_0$  (gráfico 10) y que se quiere alcanzar la posición  $E_1$ , en la cual hay un nivel de actividad económica de pleno empleo  $Y_{PE}$  y equilibrio externo ( $E_1$  está sobre la BP). Para que la economía se mueva de  $E_0$  hacia  $E_1$  es necesario desplazar la IS y la LM simultáneamente de manera que se intersecten sobre la BP en  $E_1$ . En este caso es posible observar el papel que cumple la movilidad de capitales para eliminar el conflicto existente entre equilibrio interno y externo que está presente en el modelo de absorción. Como se vio previamente al referirse a este último modelo, a pesar de disponer de dos instrumentos, la política fiscal y la monetaria, no era posible lograr a la vez dos objetivos, es decir alcanzar simultáneamente el equilibrio interno y el externo. En cambio ahora esto es posible, e incluso hay cierta especificidad en el papel que desempeñan los instrumentos. La política fiscal desplaza a la IS hasta cortar a la BP en el punto  $E_1$  (gráfico 10) alcanzándose así el nivel de producto de pleno empleo  $Y_{PE}$ ; la política monetaria está orientada a incrementar la tasa de interés, lo cual atrae

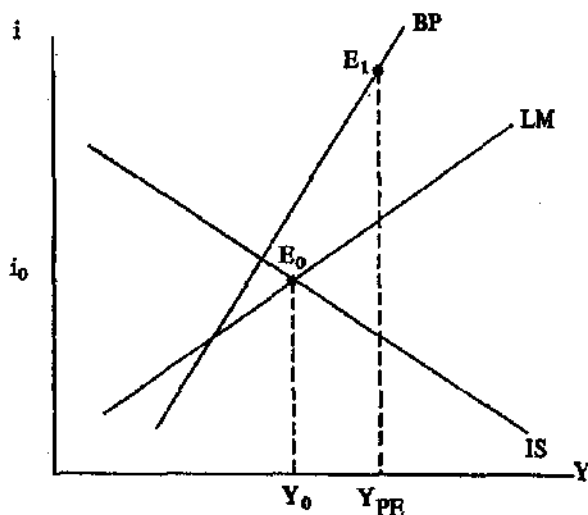
crédito externo que permite financiar la expansión de la actividad económica.

Todo esto se logra en un régimen de tipo de cambio fijo, es decir, sin modificación de los precios relativos. En este caso, la política fiscal está orientada a alcanzar el objetivo interno de pleno empleo, y la política monetaria, a través de la tasa de interés, se transforma en el mecanismo de obtención del equilibrio externo.

El análisis anterior está basado en el modelo tradicional de Mundell-Fleming; la versión más simple de este modelo supone la existencia de perfecta movilidad de capitales. Los supuestos básicos de este modelo son: a) Se tiene una pequeña economía abierta con un régimen cambiario fijo y sin expectativas de devaluación. b) Existe perfecta movilidad de capitales. Luego, dado el supuesto anterior, esto conduce a una tasa de interés exógena e igual a  $i^*$ . El supuesto de perfecta movilidad de capitales implica que hay sustitución perfecta entre los activos financieros internos y externos. Entonces, si la tasa de interés interna supera a  $i^*$ , los inversionistas extranjeros adquirirán activos internos (deuda); si la tasa de interés interna es inferior a  $i^*$ , los inversionistas del país van a adquirir activos externos, y los inversionistas extranjeros venderán sus activos internos. Esto implica que dicha economía enfrenta una oferta de capitales perfectamente elástica; luego, la línea BP de los gráficos 9 y 10 pasa a ser perfectamente elástica respecto de la tasa de interés  $i^*$ . c) El nivel de actividad económica está determinado por la demanda agregada.

El modelo de Mundell-Fleming con perfecta movilidad de capitales y ajuste instantáneo en el mercado de activos sugiere que el proceso de ajuste de la balanza de pagos ante un desequilibrio externo no es un proceso gradual en que la oferta monetaria de la economía del país se ajusta gradualmente a las pérdidas y ganancias de reservas internacionales originadas por desequilibrios en la balanza de pagos; en realidad se tiene un proceso de ajuste casi instantáneo, en que el nivel de reservas se ajusta rápidamente en respuesta a los movimientos de capitales. En este modelo, cualquier expansión de la oferta monetaria es inmediatamente neutralizada por los flujos de capitales. En efecto, supongamos que el Banco Central quiere expandir el nivel de producto a través de un aumento de la cantidad de dinero. La expansión monetaria hace disminuir la tasa de interés por debajo de  $i^*$ , lo que genera una "corrida" de

Gráfico 10



dinero y los activos del país, es decir, los agentes económicos adquieren activos extranjeros (por ejemplo, dólares y bonos extranjeros) del Banco Central, lo cual produce una contracción de la oferta monetaria, que sólo se detiene cuando la tasa de interés vuelve a recuperar el nivel de  $i^*$ . Por lo tanto, debido a la existencia de perfecta movilidad de capitales, la política monetaria es completamente ineficaz para alterar el nivel existente de la actividad económica; sin embargo, dicha política es un instrumento útil para regular y controlar el nivel de reservas internacionales del Banco Central.

Por otra parte, en el modelo de Mundell-Fleming se observa que una política fiscal expansiva es eficaz para aumentar el nivel de la actividad económica; debido a la perfecta movilidad de capitales, el aumento de los gastos fiscales (o disminución de los impuestos) se financia con endeudamiento externo.

En síntesis, el modelo de Mundell-Fleming muestra que en una pequeña economía abierta con tipo de cambio fijo, la política fiscal es muy eficaz, y la política monetaria totalmente ineficaz, para alterar el nivel de actividad económica.<sup>24</sup>

Ahora bien, si el tipo de cambio comienza a modificarse de acuerdo al saldo global de la balanza de pagos, una política expansiva que induce a una elevación de la tasa de interés interna puede producir una revaluación de la moneda del país. En efecto, supongamos que se aplica una política fiscal expansiva, que aumenta la demanda agregada o gasto interno; esto incrementa el nivel de producto e ingreso, y por lo tanto, la demanda de dinero. Luego, aun cuando el Banco Central mantenga constante la oferta monetaria, el aumento de la demanda de dinero hace subir la tasa de interés por sobre el valor  $i^*$ ; este diferencial positivo de tasa de interés atrae flujos de capitales hacia el país, y si no hay restricciones a su entrada, se puede producir un superávit de balanza de pagos. Este genera presiones para revaluar el tipo de cambio; la revaluación hace perder competitividad internacional al país, deteriorando así la balanza comercial, lo que a la larga afecta la expansión inicial de la producción. Luego, en este caso, el aumento de la tasa de interés interna, que induce el ingreso de capitales, produce una revaluación del tipo de cambio; de esta manera, el superávit

(o en general, el saldo) de la cuenta de capitales determina eventualmente lo que pasa con la cuenta corriente.

## 2. Modelos de stocks

El problema central que tienen los modelos de flujos recientemente descritos es que con sólo un pequeño diferencial de tasas de interés se produce un flujo permanente de capitales, independientemente de lo que suceda con la cartera de activos de los agentes económicos o de los países. Este problema teórico es resuelto en los modelos de activos de la cuenta de capitales; en este caso lo que se plantea es que los flujos financieros son el resultado de ajustes más generales de toda la cartera de los agentes económicos; en ella hay distintos tipos de activos, entre los cuales están el dinero del país y el dinero extranjero, los bonos del país y los extranjeros, etc.

Desde el punto de vista analítico, la transformación de un modelo de flujos a un modelo de stocks de la cuenta de capitales podría reducirse al sustituir la expresión  $F = F(i, i^*)$  por una de stocks de activos  $K$ , en que  $K = K(i, i^*)$ . Sin embargo, la modificación analítica es bastante más profunda. El mercado cambiario pasa a constituirse simplemente en uno más de los distintos mercados de activos, y el tipo de cambio se transforma en el precio de un activo más.

Como se señaló previamente, los modelos de activos están orientados básicamente a explicar la gran inestabilidad cambiaria que se ha observado en los países desarrollados durante los años setenta y ochenta bajo el régimen de tipo de cambio flotante. Dadas las variables y frecuentes fluctuaciones cambiarias, se ha inferido que éstas no pueden corresponder a lo que pasa en la parte real de la economía, por cuanto el mercado de bienes y los precios relativos de éstos no presentan una estructura tan inestable. Por analogía se ha concluido que el mercado cambiario tiene un comportamiento similar al mercado de acciones y de activos financieros; luego, es así como se ha asimilado las distintas monedas a distintos tipos de activos, entre los cuales puede que haya sustitución perfecta o imperfecta. Finalmente, se llega de este modo a la conclusión de que cada moneda es simplemente un activo más de la cartera de los inversionistas, y el precio de dicho activo o las fluctuaciones de este precio dependen de diferenciales de la tasa de interés y elementos de riesgo (Dornbusch, 1980b),

<sup>24</sup>Este tipo de conclusiones se revierte totalmente cuando se tiene un régimen de tipo de cambio libre.



Cuando hay mercados de capitales que están muy integrados, entonces tiene que haber arbitraje en la tasa de interés;<sup>25</sup> como las monedas de cada país son activos cuyo precio es fluctuante, entonces:

$$i = i^* + E(\hat{\epsilon}) \quad (4.1)$$

en que  $\hat{\epsilon}$  es la tasa de variación de  $\epsilon$  y  $E(\hat{\epsilon})$  es el valor esperado de la tasa de variación del tipo de cambio.

La relación (4.1) puede expresarse de esta otra manera:

$$E(\hat{\epsilon}) = i - i^* \quad (4.2)$$

En esta expresión (4.2) el diferencial existente entre la tasa de interés interna e internacional mide las expectativas de devaluación de los agentes económicos. Este es el significado que se le atribuía en algunas economías latinoamericanas (Argentina, Chile, etc.) al enorme valor relativo que alcanzó la tasa de interés interna a fines de la década de 1970.

En términos generales, la expresión (4.2) establece la relación existente entre la política monetaria y las fluctuaciones del tipo de cambio; es decir, la política cambiaria *no* es independiente de la política monetaria. Cuando existe un régimen de cambio libre, el tipo de cambio prevaiente y sus fluctuaciones son muy sensibles a las expectativas de los agentes económicos con respecto a lo que sucederá con la política monetaria; el Banco Central puede atenuar el efecto de éstas demostrando su decisión de ajustar la oferta monetaria de manera de permitir sólo pequeñas variaciones del tipo de cambio. En síntesis, la turbulencia observada en los mercados cambiarios es, según la expresión (4.2), consecuencia de políticas monetarias erráticas aplicadas por algunos Bancos Centrales (McKinnon, 1981).

### 3. Implicaciones de los enfoques de la cuenta de capitales

a) Los enfoques de las cuentas de capitales ilustran el papel que puede desempeñar la cuenta de capitales en una situación de desequilibrio externo. Por una parte, los flujos financieros pueden evitar el dilema entre desequilibrio interno y desequilibrio externo que se plantea en el modelo de absorción. Por otra parte, las políticas cambiarias basadas exclusivamente en lo que sucede con la cuenta co-

rriente pueden tener un impacto negativo sobre el mercado de activos; en este sentido, algunos fenómenos recurrentes en las economías latinoamericanas son el mayor precio de la divisa en los mercados cambiarios paralelos y la fuga de capitales.

b) No obstante lo anterior, una concentración exclusiva en la cuenta de capitales como elemento central de la balanza de pagos y de la determinación del tipo de cambio puede producir: una completa despreocupación del desequilibrio existente en la cuenta corriente; una revaluación del tipo de cambio, lo cual conduce a un deterioro creciente de la cuenta corriente. La economía del país pierde competitividad internacional y se reduce la producción de bienes transables. Si se recurre por un período prolongado al crédito externo para financiar el déficit de la cuenta corriente, la deuda externa puede alcanzar magnitudes relativamente elevadas, como ha sucedido recientemente en las economías latinoamericanas.

c) Una versión extrema del enfoque de la cuenta de capitales es aquella que plantea que el desequilibrio externo es consecuencia exclusiva del desequilibrio existente en dicha cuenta; es decir, lo que sucede con la cuenta corriente depende de lo que sucede con la cuenta de capitales. Examinemos esto con mayor detalle.

A partir de la identidad contable básica de cuentas nacionales para la economía abierta:  $Y \equiv C + I + G + X - M$ , es posible sustituir  $Y - C \equiv A + T$ , en que  $A$  es el ahorro privado y  $T$  son los impuestos; es decir, la diferencia entre ingreso y consumo corresponde a ahorro e impuestos. Luego:

$$(A - I) + (T - G) = X - M \quad (4.3)$$

En esta expresión (4.3)  $(T - G)$  representa el déficit fiscal del gobierno y  $(A - I)$  corresponde al déficit que tiene el sector privado en sus decisiones de ahorro-inversión (se supone implícitamente que toda la inversión es privada).

El segundo miembro de la expresión (4.3) corresponde a la balanza comercial (o cuenta corriente). Si hay un desequilibrio en la balanza comercial, esto implica que tiene que haber un desequilibrio en el primer miembro de (4.3), es decir, en las decisiones de ahorro-inversión de la economía del país. En el enfoque de la cuenta de capitales se sugiere que es el desequilibrio en las decisiones de

<sup>25</sup>Si el tipo de cambio está fijo y no hay expectativas de que fluctúe entonces se llega a la paridad de tasas de interés:  $i = i^*$

ahorro-inversión lo que genera el desequilibrio en la cuenta corriente; aún más, en última instancia, el problema está radicado en el déficit fiscal.

Si se supone que existe un mercado de capitales perfectamente integrado, entonces el sector privado utiliza la  $i^*$  como variable central en la toma de decisiones; los ahorradores utilizan la  $i^*$  en las decisiones de adquisición de activos, mientras que los inversionistas comparan la tasa de retorno de los distintos proyectos con el valor de  $i^*$ . Si hay una diferencia apreciable entre el ahorro privado y la inversión privada, se producirá una acumulación o desacumulación de activos financieros externos por parte de los agentes privados de la economía del país, y es este fenómeno lo que determina el déficit que se genera en la balanza comercial. En otras palabras, es la insuficiencia de ahorro (interno) de la economía del país lo que genera el requerimiento de ahorro externo o desequilibrio de la cuenta corriente; es decir, el desequilibrio de la cuenta de capitales es el factor determinante del déficit de la cuenta corriente.

En líneas generales, si el déficit de la balanza comercial se incrementa, esto se puede deber ya sea a un aumento en el déficit del sector privado o del gobierno. Suponiendo que el déficit del sector privado es muy pequeño en relación al déficit del gobierno (o bien que hay un equilibrio en las decisiones de ahorro-inversión del sector privado), entonces el déficit fiscal resulta ser el factor determinante del desequilibrio externo.

Con este tipo de argumentación, McKinnon (1981) y en cierta medida el FMI, concluyen que la causa básica de un desequilibrio externo está en la existencia de un déficit fiscal. Luego, para resolver un problema de desequilibrio de la cuenta corriente, lo que hay que hacer es eliminar el déficit fiscal; incluso, no sería necesario modificar el tipo de cambio, por cuanto el tipo de cambio es un precio que se determina en el mercado de los activos. Desde este punto de vista, el tipo de cambio no es el instrumento más adecuado para determinar el equilibrio entre las decisiones de ahorro-inversión de la economía del país (McKinnon, 1981).

Sin embargo, el planteamiento anterior es cuestionable: es posible tener una economía en la cual haya incluso superávit fiscal, y cuyo desequilibrio externo se origine por un súbito deterioro en los términos de intercambio; en este caso, sería el deterioro de la balanza comercial lo que podría transformar un superávit fiscal en déficit fiscal a través de la caída de la recaudación tributaria que genera la pérdida de ingresos del sector exportador.

d) Una de las principales conclusiones de los enfoques de la cuenta de capitales es que la política monetaria y la política cambiaria no son independientes. La libre movilidad de capitales y la libre convertibilidad entre distintas monedas implica que los Bancos Centrales tienen serios problemas para controlar el tipo de cambio y ajustar la oferta monetaria mediante intervenciones oficiales. Las alteraciones que realizan los agentes económicos (empresas transnacionales, bancos comerciales, inversionistas privados, etc.) en sus carteras pueden dificultar, e incluso neutralizar, la política monetaria (autónoma) que quiera aplicar el Banco Central de una pequeña economía abierta con régimen cambiario fijo.

La libre movilidad de capitales implica que la tasa de interés interna se igualará eventualmente a la tasa de interés internacional; luego, el Banco Central no puede regular la tasa de interés, por cuanto ésta pasa a ser exógena a la economía del país. Si además se tiene un régimen cambiario fijo, la política monetaria pasa a ser endógena. En síntesis, el Banco Central de una pequeña economía abierta, con libre movilidad de capitales y tipo de cambio fijo, pierde instrumentos de política económica.

e) En una pequeña economía abierta con un régimen cambiario fijo y libre movilidad de capitales, la política monetaria es totalmente ineficaz para alterar el nivel de actividad económica, por cuanto los flujos de capitales contrarrestan cualquier contracción o expansión monetaria. En cambio, la política fiscal es muy eficaz para incrementar el nivel de producción interna, por cuanto los flujos de capitales financian la expansión interna.

## V

El programa de ajuste del FMI<sup>26</sup>

En esta sección se examinan los fundamentos y la lógica económica del programa de ajuste del Fondo Monetario Internacional (FMI), y además, se señalan las objeciones que se han hecho en las publicaciones especializadas latinoamericanas respecto de dicho programa.

Si bien el programa del FMI ha permitido, en general, a las economías latinoamericanas lograr el objetivo de reducir el desequilibrio externo, el costo interno consiguiente ha sido alto, en términos de caídas del empleo y del producto, reducción del ingreso real y disminución de los salarios reales. La distribución de este costo resulta al mismo tiempo poco equitativa, pues afecta especialmente a los trabajadores y a los grupos sociales de menores ingresos.

Dado lo anterior, surgen distintos interrogantes. ¿Es realmente necesario que para lograr el ajuste externo haya que incurrir en un costo interno tan elevado? ¿Qué tipo de modificaciones habría que introducirle al programa del FMI para reducir los costos del ajuste? ¿Serían estas modificaciones del tipo de políticas o sólo del nivel en que se aplican?

### 1. Marco conceptual del programa del FMI

El planteamiento central del FMI se basa en que el desequilibrio externo es generado por el desequilibrio interno. Si un país tiene un déficit de balanza de pagos, esto se debe a que está gastando más de lo que produce, es decir, está viviendo por encima de sus medios. Luego, el programa del FMI se orienta a ajustar el nivel de gastos al nivel de ingresos.

Existen dos tipos de desequilibrios de balanza de pagos: los transitorios o temporales, y los fundamentales o permanentes. Los desequilibrios temporales son aquellos originados generalmente por factores de naturaleza monetaria; pueden deberse a "políticas erróneas" aplicadas por los países que acuden al FMI. Luego, si el país modifica la respectiva política pone fin al desequilibrio de balanza de

pagos; esto quiere decir que los desequilibrios transitorios son reversibles, y en consecuencia, por consideraciones de eficiencia deberían ser corregidos fundamentalmente mediante financiamiento. La posibilidad de hacerlo dependerá del monto de recursos con que pueda contar el país afectado. Un desequilibrio fundamental, por su parte, es de naturaleza más permanente, y generalmente se origina en factores reales. En este caso, las razones de eficiencia sugieren que debería ser más decisivo el componente de ajuste que el de financiamiento. No obstante esta clasificación, no siempre resulta fácil identificar un desequilibrio como transitorio o permanente.

La función principal del FMI fue originalmente proporcionar liquidez o financiamiento de corto plazo a los países (miembros) con desequilibrios externos transitorios; además, el FMI también debiera proporcionar cierto financiamiento a aquellos países con desequilibrios fundamentales, para facilitar en parte el consiguiente ajuste en el país afectado.

Podrían distinguirse conceptualmente dos tipos de programas del FMI (Buirá, 1983; Ground, 1984): i) El acuerdo de derecho de giro (*stand-by*) y la programación financiera, que estaban orientados a que un país modificara su "política errónea" para eliminar así el desequilibrio transitorio de balanza de pagos. En este marco analítico está excluida la devaluación, lo cual es totalmente consistente con una de las funciones principales que originalmente debía cumplir el FMI (velar para que los países no modifiquen su paridad cambiaria). En este contexto, el desequilibrio externo es producido por la existencia de un desequilibrio monetario; hay un exceso de cantidad de dinero que hay que eliminar para así reducir el nivel de gastos de la economía. ii) La devaluación, instrumento central para poder corregir un desequilibrio fundamental de balanza de pagos. En este sentido, inicialmente, los programas financieros del FMI y la devaluación eran considerados conceptualmente como "líneas de política que eran mutuamente excluyentes" (Buirá, 1983). Sin embargo, desde 1947 (año de inauguración del FMI) hasta 1971-1973 (fin de Bretton-Woods) se produjeron más de 200 devaluaciones de países miembros del FMI, y gran parte de éstas tuvo lugar como un componente

<sup>26</sup>Referencias bibliográficas utilizadas en esta sección: Bacha (1983), Buirá (1983), Massad y Sahler (1984), Ground (1984), Dornbusch (1982), Williamson (1983b), Killick (1984).

central de los programas de ajuste del FMI, particularmente en los países latinoamericanos.

Para simplificar la discusión del marco conceptual del programa de ajuste del FMI, se mantendrá la clasificación descrita en el párrafo anterior. En este sentido se examinará un marco teórico exclusivamente monetarista, cuya base correspondería al enfoque monetario de la balanza de pagos y que excluye el uso de la devaluación; luego se examinará un marco teórico keynesiano que corresponde a la síntesis de los enfoques de absorción y elasticidades. Los programas de ajuste del FMI son generalmente una combinación híbrida de ambos.

Como se señaló previamente, según el FMI el problema de fondo que origina un déficit de balanza de pagos es el hecho de que un país gaste más de lo que produce; en consecuencia, es preciso restringir el nivel de gastos internos. Para el enfoque monetarista, la política monetaria es el instrumento central para controlar la demanda agregada interna; luego, si se controla la cantidad de dinero será posible reducir el nivel de gastos internos.

Es así como el llamado programa financiero, orientado a determinar la expansión del crédito interno, constituye el mecanismo principal utilizado por el FMI para controlar la evolución de la economía de un país. Como se vio previamente al analizar el enfoque monetario de la balanza de pagos, la expansión del crédito interno genera una pérdida de reservas internacionales. Por esto el FMI asigna un papel tan preponderante en su programa financiero al control de la expansión del crédito interno. Si no hay política de esterilización, la reducción de reservas producirá una contracción en la cantidad de dinero; esto haría funcionar un mecanismo automático similar al del patrón oro, que a la larga eliminaría el déficit de balanza de pagos.

La aplicación del programa financiero del FMI tiene las siguientes etapas:

a) La proyección de la balanza de pagos proporciona el límite para el déficit de la cuenta corriente. Esta proyección se hace estimando el monto de exportaciones, el pago de intereses, los ingresos netos de capitales financieros y la inversión extranjera; el nivel de importaciones (o capacidad de importar) se obtiene como residuo. Luego, este nivel de importaciones determina (a través de la elasticidad-ingreso de las importaciones) el nivel del PGB y en consecuencia, la tasa de crecimiento económico; es posible realizar ajustes a la tasa de crecimiento económico resultante, lo cual afectará al nivel re-

querido de importaciones. Este tipo de ajuste estará restringido por las variaciones que experimentarán las reservas internacionales  $\Delta R$ . Las variaciones de reservas  $\Delta R$  serán uno de los indicadores controlados por el FMI.

b) La expansión de la cantidad de dinero se obtiene a partir de la demanda de dinero. Para este efecto es muy importante el supuesto básico monetarista de que la demanda de dinero es una función estable. Luego, a partir de la demanda nominal de dinero del año anterior ( $t-1$ ), agregándole a ésta la tasa esperada de inflación y de crecimiento económico, es posible proyectar la demanda nominal de dinero del año  $t$ . Como el mercado monetario tiene que equilibrarse, esto proporciona la variación que experimentará el stock de dinero de la economía,  $\Delta M_1$ . Es posible observar que en este cálculo de  $\Delta M_1$  se ha utilizado la tasa esperada de inflación; esta proyección puede ser un objetivo de política económica. Bacha (1983) critica al FMI señalando que éste tiende a subestimar la inflación esperada para el año en curso, haciendo así más restrictiva la expansión monetaria.

c) Puesto que ya se ha establecido previamente la variación de reservas  $\Delta R$  y la variación de la cantidad de dinero  $\Delta M_1$ , entonces queda determinada residualmente la variación del crédito interno, por cuanto  $\Delta C_i = \Delta M_1 - \Delta R$ . La expansión del crédito interno será otro de los indicadores claves que serán controlados por el FMI; de esta forma, la expansión del crédito interno constituye una restricción de la evolución de la economía que es consistente con el objetivo de balanza de pagos (y de estabilización de precios).

d) Otro mecanismo complementario utilizado por el FMI para controlar la expansión del crédito interno está relacionado con el déficit fiscal. Al disminuir este último se reduce un elemento importante de presión sobre la expansión del crédito interno. Además, la menor presión del sector fiscal (y público) sobre el crédito interno permite que un mayor porcentaje de éste sea utilizado por el sector privado, lo cual supuestamente favorece una mayor expansión relativa de la producción de bienes transables; con ello se ayudaría a reducir y eliminar el desequilibrio externo.<sup>27</sup> Es así como el nivel del défi-

<sup>27</sup> Sin embargo, este razonamiento no es válido para el caso en que hay empresas estatales que producen bienes exportables; ej., cobre en Chile, petróleo en México y Venezuela, etc.

cit fiscal constituye otro indicador de control de la evolución del país utilizado por el FMI.

• En síntesis, para asegurarse de que un país (latinoamericano) va a cumplir con el programa del FMI y en consecuencia, podrá supuestamente resolver su problema de desequilibrio externo, el FMI controla los siguientes cuatro indicadores: el nivel de reservas internacionales, la inflación interna, el volumen de expansión de crédito interno y el déficit fiscal.

Veamos a continuación otro marco conceptual. Utilizando la síntesis de los enfoques de la cuenta corriente, e introduciendo una causalidad específica a la relación básica contable de las cuentas nacionales:  $Y - Z = X - M$ , es posible plantear lo siguiente: si un país gasta más de lo que produce, o sea, "vive de prestado", se genera un déficit en la balanza comercial; luego, sería el desequilibrio interno lo que generaría el desequilibrio externo. Si además se supone que el sector privado tiene un comportamiento equilibrado (es decir, gasta de acuerdo a su nivel de ingresos), entonces se concluye que el desequilibrio interno está concentrado en el sector público. En síntesis, el déficit fiscal sería la causa central del desequilibrio externo.

Por otro lado, para financiar el déficit fiscal se recurre en América Latina fundamentalmente a la emisión, lo cual causa inflación y en consecuencia, desequilibrio interno. Esta inflación interna produce una sobrevaluación de la moneda del país respectivo y en consecuencia una pérdida de competitividad internacional, lo cual agrava el desequilibrio externo y lo transforma en un desequilibrio fundamental (o permanente). Dentro de este marco conceptual, el programa del FMI tiene dos objetivos básicos: lograr la disciplina fiscal y establecer el nivel real de equilibrio del tipo de cambio. Si bien el papel del FMI consiste en ayudar a los países a resolver el desequilibrio externo, según la perspectiva del Fondo el desequilibrio externo se origina en el desequilibrio interno, por lo que se explicaría la motivación del FMI para intervenir en el manejo de la economía interna de un país.

El programa de política económica que aplica el FMI en este caso es el siguiente:

a) Reducción del déficit fiscal. Por lo general, esto implica una reducción del gasto público, lo cual lleva a ajustar la absorción interna al nivel de ingreso interno.

b) Aumento de la competitividad internacional de la economía del país. Para este efecto se requiere:

i) devaluar la moneda del país; ii) controlar la infla-

ción interna para asegurar que la devaluación sea exitosa. Para lograr esto último se recurre a la contracción monetaria, con miras a eliminar las presiones inflacionarias por exceso de demanda, y se utiliza también el control salarial, para evitar las presiones por inflación de costos.

Según el FMI, para que este programa cumpla sus objetivos y logre resolver los desequilibrios externo e interno, debe aplicarse en su totalidad, por cuanto los distintos componentes del programa son complementarios; es decir, el programa del FMI es supuestamente "un paquete indivisible". En efecto, por una parte el impacto inflacionario de la devaluación se ve compensado por el impacto deflacionario de la reducción del déficit fiscal y de la contracción monetaria; de esta manera se asegura el éxito de la devaluación, logrando que la devaluación nominal pase a ser real. Por otra parte, el impacto contractivo de la reducción del déficit fiscal y de la disminución de la cantidad de dinero se ve compensado por el impacto expansivo de la devaluación que incentiva el incremento de la producción de bienes transables (exportables y que pueden competir con importaciones).

## 2. Críticas al programa del FMI

### a) Cuestionamiento teórico

En este plano hay tres objeciones:

i) El diagnóstico del FMI para evaluar una situación de desequilibrio externo es siempre el mismo: en la economía del país existe un exceso de gasto interno generado por el déficit fiscal que produce el desequilibrio. Sin embargo, en una economía en la cual hay desocupación y capacidad ociosa, ¿cómo puede haber un exceso de demanda agregada? Por otra parte, en el caso de haber un déficit fiscal, resulta necesario determinar qué parte de éste se debe a la situación recesiva que está viviendo la economía y qué parte es consecuencia de factores estructurales. Por ello resulta cuestionable que ante cualquier desequilibrio de balanza de pagos, el FMI aplique siempre básicamente el mismo programa económico, independientemente de la causa del problema.

ii) Hay un cuestionamiento teórico respecto del impacto de corto plazo de las medidas específicas sugeridas por el FMI. En efecto, se ha planteado por una parte que una devaluación puede tener efectos contractivos y no expansivos, y empeorar el déficit

de balanza de pagos; por otra, se dice que una contracción monetaria, al incrementar el costo del crédito, produce un aumento en los costos financieros de los sectores productivos, lo cual genera mayores presiones inflacionarias. Este tipo de críticas cuestiona la efectividad del programa económico del FMI y sugiere que éste tendería a agravar los desequilibrios externo e interno.

iii) Se ha cuestionado la asimetría existente con respecto a la reducción de una situación de desequilibrio externo. Si hay países que tienen un déficit en la cuenta corriente, tiene que haber países que poseen un superávit en dicha cuenta. Luego, ¿por qué el ajuste ante el desequilibrio existente en la cuenta corriente tiene que ser realizado exclusivamente por los países que tienen déficit? ¿Por qué los países que presentan superávit no participan en los costos de ajuste del desequilibrio? Esta ha sido una antigua crítica en las publicaciones especializadas latinoamericanas. Hoy día es posible observar que al tener Estados Unidos problemas de déficit en su cuenta corriente, ha presionado a países superavitarios (como Japón) para que contribuyan a resolver el problema del desequilibrio externo. En otras palabras, si los países que poseen superávit en su cuenta corriente dieran más acceso a las exportaciones latinoamericanas, las economías de América Latina podrían resolver su desequilibrio externo sin incurrir en elevados costos de ajustes. Por otra parte, mientras más asimétrico es el proceso de ajuste, mayor será la reducción de importaciones y mayor el costo del ajuste que deberán efectuar los países con déficit de balanza de pagos (Massad, 1985).

#### b) *El problema del corto y largo plazo*

El horizonte de tiempo que fija el FMI para lograr el ajuste del desequilibrio externo fluctúa entre 12 y 24 meses; por lo general, la economía del país prácticamente tiene que efectuar gran parte del ajuste en el período de un año. Si los desequilibrios existentes son a veces de magnitudes considerables, ¿por qué es necesario realizar el ajuste de la economía en un período tan corto? No es obvio que la duración del período de ajuste tenga que coincidir con el período de duración del programa del FMI.

Aún más, el FMI tiene un sistema de observación (*monitoring*) de la economía en períodos trimestrales. Esto implica que el país tiene que cumplir metas trimestrales con respecto al nivel de los indicadores claves del programa del FMI (reservas internacio-

nales, crédito interno, etc.). Si no lo hace, no recibe los desembolsos financieros trimestrales de los préstamos del FMI y de la banca internacional que le permiten cubrir el déficit del sector externo. Luego, la preocupación central de los ministros de hacienda y economía pasa a ser cumplir con las metas trimestrales del FMI, y su gestión se considera exitosa sólo si cumple con dichas metas. En síntesis, toda la economía empieza a funcionar por períodos trimestrales.

#### c) *El impacto distributivo del costo del ajuste*

El costo interno del ajuste del programa del FMI tiene, en general, consecuencias regresivas desde el punto de vista redistributivo; es decir, la mayor parte del ajuste es absorbido por los grupos de menor ingreso relativo. En efecto, la devaluación ligada a un control salarial significa una caída del salario real de los trabajadores. La reducción del gasto público produce un aumento de la desocupación al reducirse la inversión pública; además la eliminación de subsidios a bienes de primera necesidad (alimentos, movilización colectiva, etc.) y la contracción del gasto social (salud, vivienda, etc.) implican una disminución en la función de bienestar de los grupos de más bajos ingresos.

#### d) *Intervención del FMI en problemas internos*

Las prioridades económicas del FMI no tienen por qué coincidir con las de la economía del país. Sin embargo, el FMI les impone sus propias prioridades, que básicamente consisten en eliminar el déficit de balanza de pagos y reducir la inflación. Por otra parte, el programa del FMI tiende a reducir el grado de intervención del Estado en la economía del país: en efecto, una parte importante del ajuste interno está orientado a ser absorbido por el sector público. Esto se observa en los límites que se le imponen al endeudamiento interno del sector público, para permitirle así al sector privado utilizar el reducido crédito interno disponible.

Por ejemplo, si Chile o Brasil tienen que elaborar un programa de austeridad interna, ¿por qué interviene el FMI en tal elaboración? El precio del pan, el de la leche y en general, toda la política agrícola "son cuestiones internas y de exclusiva atinencia interna del país" (...) "¿por qué la eliminación del subsidio al trigo va a resolver el problema del desequilibrio externo de Brasil? ¿dónde está el análisis macroeconómico que prueba esto?" (Díaz-Ale-

jandro, 1983). Además, ¿por qué la reducción de los salarios reales de los profesores de las escuelas públicas ayuda a aumentar la competitividad internacional del país?

Por otra parte, para asegurar que no se van a sobrepasar las metas de expansión del crédito interno, el FMI establece controles específicos para el crédito destinado al sector público; al señalar cómo asignar el crédito interno, el FMI está claramente interviniendo en un área que está fuera de su competencia, e introduciendo un elemento ideológico en su programa, pues está tratando de "eliminar la presencia del sector público del mercado interno del crédito" (Bacha, 1983).

### e) *Consistencia del programa del FMI*

La predicción de ciertos objetivos económicos, que el FMI utiliza en la elaboración de su programa, ha sido cuestionada por su falta de realismo. A este respecto, lo sucedido en Brasil en 1983 es un buen ejemplo. La proyección de una tasa de inflación de 87% para 1983 fue la base para la expansión monetaria de 50%; como se sabe, la inflación de 1983 alcanzó a 211%. Este nivel de inflación duplicó al del año anterior, antes de que se aplicara el programa económico del FMI. Por otra parte, en el año 1983, Brasil cumplió holgadamente el objetivo externo fijado por el FMI, pero simultáneamente se generaron serios desequilibrios internos. Se plantea entonces la siguiente duda: ¿cuál era la coherencia que tenía el programa del FMI para ese año, puesto que fue posible cumplir con el objetivo externo, con notable desmedro del objetivo interno?

### f) *Sesgo recesivo del programa del FMI*

Existe consenso en torno a la necesidad de modificar el carácter excesivamente severo y recesivo (de *over-kill*) que tiene el programa del Fondo. Algunos elementos que contribuyen al sesgo recesivo del programa son: i) la dificultad de controlar totalmente los instrumentos económicos mediante los cuales el programa se lleva a la práctica (la oferta monetaria, por ejemplo, es en gran medida endógena), lo que induce a la aplicación de políticas aún más restrictivas, ante la posibilidad de poner en peligro el financiamiento en caso de no cumplirse las metas trimestrales establecidas por el FMI; y ii) la fijación de las metas en valores absolutos, e incluso por períodos trimestrales (lo que implica otorgar a la ciencia económica un grado de precisión y control de

los fenómenos económicos que está lejos de poseer), en vez de fijar rangos plausibles para el cumplimiento de los distintos objetivos, y reducir así la presión sobre la economía.

### 3. *El papel del FMI*

A pesar de las severas críticas que se han hecho al papel del FMI, debiera haber conciencia de que el Fondo no es el causante de los problemas económicos existentes; los desequilibrios de las economías latinoamericanas existían antes de su intervención. De hecho, los países latinoamericanos sólo acuden al FMI en última instancia, cuando aparentemente ya no tienen nada más que hacer. El ajuste, ante un desequilibrio externo, implica necesariamente incurrir en costos, con o sin el FMI.

Cuando un país enfrenta un desequilibrio externo, tiene aparentemente dos opciones distintas: ajuste y financiamiento. Sin embargo, estas dos alternativas están interrelacionadas. Si bien la opción del financiamiento implica postergar para el futuro el ajuste, los acreedores que proporcionan los recursos para financiar el desequilibrio externo sólo lo harán si observan que el país en cuestión adopta ciertas medidas que sugieren que dicho ajuste futuro efectivamente se realizará. En este sentido, el FMI presta sus recursos por un período fijo, pero sujeto a que el país acepte la condicionalidad del FMI, que se orienta a la eliminación del desequilibrio externo existente.

El FMI desempeña distintos papeles. Por una parte, es una institución que fue creada para prestar recursos financieros a países con problemas de liquidez externa. Por otra, puede ser considerado como un "club" de crédito, que aplica ciertas reglas para salvaguardar el bienestar global de todos sus miembros; es decir, el FMI tiene que conciliar los intereses específicos nacionales durante el período de ajuste con los intereses generales del resto de los miembros del club (especialmente de los países acreedores, que aportan el grueso de los recursos financieros del FMI). Algunas de estas reglas son la libre convertibilidad de las monedas, el libre acceso al mercado cambiario y la apertura ante las importaciones. En tercer lugar, puede pensarse que el FMI actúa como catalizador del financiamiento proveniente de otras fuentes. En este sentido, el FMI y su programa económico constituyen los prerrequisitos que exigen la banca privada internacional y los gobiernos para la

concesión de créditos a un país con dificultades de balanza de pagos. Por último, en los años ochenta, el FMI ha actuado como el mediador entre los bancos acreedores y los países deudores. Luego, en vez de limitarse al problema de desequilibrios de flujos de la balanza de pagos de un país, el FMI aborda actualmente el problema del stock total de la deuda externa y el proceso de ajuste de un país para poder cumplir con su servicio. Esto implicaría que el FMI se ha transformado para los acreedores en una especie de inspector de largo plazo, que verifica que los países deudores estén aplicando una línea de política económica que les permita cumplir con el compromiso de la deuda externa (Bacha, 1985). En este sentido, el papel del FMI en el manejo de la deuda externa ha sido vital para evitar una catástrofe en el mercado internacional de capitales. Sin embargo, los costos de evitarla han sido asumidos fundamentalmente por los países deudores (Massad, 1985). Si es de interés de todos los países impedir la quiebra del sistema financiero internacional, ¿por qué el costo de evitarla tiene que ser absorbido solamente por los países deudores?

#### 4. Algunas sugerencias al programa de ajuste del FMI

En el programa económico del FMI hay una especie de identificación entre ajuste y recesión. En algunos casos, la magnitud del ajuste alcanza niveles considerables. Si la tasa de crecimiento anual de América Latina en el trienio 1981-1983 hubiera sido siquiera la mitad de la registrada (como promedio anual) durante el decenio de 1970, el PGB de América Latina habría sido 150 mil millones de dólares más de lo que efectivamente fue; esta magnitud representa casi un 50% del monto de todo el stock de la deuda externa latinoamericana (Massad y Zahler, 1984). El ajuste no ha estado determinado tanto por las causas o factores que han generado el desequilibrio externo, sino que por el monto de recursos financieros disponibles; en otras palabras, la escasez de financiamiento ha implicado que el proceso de ajuste haya sido muy costoso. Sin embargo, por otra parte se observa que la salida de capitales de América Latina durante el período 1980-1983 alcanzó la cifra de cien mil millones de dólares (Massad y Zahler, 1984).

El programa económico del FMI tiene una visión de muy corto plazo; para reducir el desequilibrio externo, se recurre a políticas macroeconómicas que

fundamentalmente bajan la demanda agregada a un nivel compatible con el del financiamiento existente. Luego, en este enfoque de corto plazo, no se toma en cuenta lo que sucede con la oferta agregada.<sup>28</sup> Un país que tiene un déficit de balanza de pagos tiene que transferir recursos a los países acreedores; para poder hacerlo, debe orientar e incrementar su capacidad productiva para generar los recursos productivos necesarios. Para ello es vital aumentar la inversión y el uso de la capacidad instalada, lo que se contradice con políticas macroeconómicas exclusivamente contractivas. También se requiere que los países acreedores estén dispuestos a recibir los bienes exportados por los países deficitarios en vez de ponerles restricciones.

El proceso de ajuste ante un desequilibrio externo de balanza de pagos no puede estar guiado exclusivamente por consideraciones de corto plazo; es necesario incorporar consideraciones de mediano y largo plazo. En efecto, un ajuste de "shock" de corto plazo puede generar en el largo plazo una situación peor de balanza de pagos que un ajuste gradual. Con esto no pretende afirmarse que un ajuste gradual sea siempre superior (en el largo plazo) a un ajuste de "shock"; la cuestión de fondo es la necesidad de evaluar distintas alternativas, y la falta de una metodología adecuada para hacerlo. Los diversos enfoques macroeconómicos se han limitado a comparar dos situaciones en equilibrio, pero muy poco se sabe con respecto a la comparación y análisis de las distintas trayectorias de ajuste que conectan ambas situaciones de equilibrio.

Un corolario de lo anterior puede ser que algunos elementos de la política económica deberían orientarse a minimizar los costos del ajuste; desde el punto de vista interno del país, también sería pertinente una distribución equitativa de dichos costos. Esto podría llevarse a la práctica a través de la fijación de límites máximos al costo interno; es decir, no podrían sobrepasarse determinados niveles de desocupación, de caídas del producto y de salarios reales, para reducir el desequilibrio externo. Lo que se sugiere es una política gradualista que alargue el plazo para lograr el ajuste externo, de manera de no incurrir en costos internos excesivos.

En otras palabras, de manera análoga a como el programa del FMI fija indicadores cuantitativos con respecto al déficit fiscal, nivel de reservas internacio-

<sup>28</sup>Sobre este tema, ver Killick (1984).



nales, etc., habría que poner un tope máximo al nivel de desocupación, al descenso del PGB y a la caída de los salarios reales.

En cuanto a la distribución equitativa del costo del ajuste, habría que examinar el tipo de mecanismos necesarios para lograr que el costo de la economía sea absorbido por todos los agentes económicos. Si todos los agentes económicos del país

van a beneficiarse con el restablecimiento del equilibrio macroeconómico, ¿por qué sólo una parte de la población debe cargar con el costo del ajuste? De esto se desprende que, a través de algún mecanismo, probablemente tributario, los agentes económicos que mantienen su empleo y su nivel de ingreso real deberían compensar a los desocupados y a los que sufren una caída de dicho ingreso.

## VI

### Algunas consideraciones finales

Los distintos enfoques teóricos sobre ajuste externo pueden proporcionar respuestas muy divergentes en cuanto a la evaluación de una situación concreta. En efecto, mientras un enfoque puede sugerir que hay un estado crítico en el sector externo, otro enfoque puede plantear que no hay motivo alguno de preocupación. A este respecto es ilustrativa la discusión producida en Chile en el segundo semestre de 1981: algunos economistas creían que había una situación muy delicada de desequilibrio externo, por cuanto el déficit de la cuenta corriente había alcanzado una magnitud considerable; en consecuencia, era urgente devaluar. Otros creían que la situación del sector externo era holgada y favorable, por cuanto había superávit en la balanza de pagos, y en consecuencia era necesario revaluar. Por último, había quienes sostenían que no había que tocar el tipo de cambio, por cuanto éste era el ancla nominal de la economía chilena, y era el mecanismo central que guiaba las expectativas y frenaba la inflación.

En síntesis, cada enfoque puede proporcionar una diferente percepción sobre la existencia o inexistencia de un problema de balanza de pagos, y en consecuencia, plantear distintas sugerencias de política económica (en el ejemplo reciente, de política cambiaria).

No obstante lo anterior, los distintos enfoques son en cierta medida complementarios. Cada uno considera distintos aspectos de un mismo fenómeno, y examina sus efectos a distintos plazos. Por una parte, los enfoques keynesianos de la cuenta corriente analizan el problema del desequilibrio externo (de flujos) en el corto y mediano plazo (entre 3 meses y 2 años); los enfoques de la cuenta de capitales, por su parte, se interesan en las variaciones

cambiarías en el muy corto plazo (entre una semana y un mes), mientras que el enfoque monetarista de la balanza de pagos analiza el largo plazo, cuando se llega a lograr un ajuste completo de todos los stocks de activos.

Ha habido distinto tipo de intentos de obtener la síntesis entre estos enfoques. Sin embargo, por razones de simplicidad, entre otras, parece más conveniente mantenerlos por separado; en determinados momentos de la evolución de la economía, uno de estos enfoques parciales puede proporcionar una visión bastante completa de lo que está sucediendo. Obviamente, un enfoque puede ser el más adecuado en un año  $t_1$  y el más inadecuado en un año  $t_2$ ; por ello que resulta crucial tener presentes los supuestos básicos que determinan el *modus operandi* de cada enfoque.

El sector externo presenta diferentes dilemas a la economía de un país. En particular, las economías latinoamericanas están expuestas a distintos tipos de perturbaciones exógenas; el interrogante que surge es: ¿cuáles son las políticas económicas más adecuadas para neutralizar los distintos tipos de *shocks*? Desde un punto de vista más global, las preguntas serían: ¿cuál es la estructura o institucionalidad que debiera tener la economía de un país para poder tener una política autónoma, mínimamente afectada por las perturbaciones externas? ¿Es esto último posible en un mundo en el que se observa una creciente interdependencia e integración en los distintos mercados? La eficiencia relativa de distintos instrumentos para neutralizar un determinado trastorno depende del tipo de estructura e institucionalidad económica. Las economías latinoamericanas suelen estar aquejadas por problemas

de desequilibrio interno (inflación, desempleo); luego, los efectos de *shocks* externos (adversos) se superponen a esa situación anterior. Es muy posible que en tales circunstancias no se puedan usar los instrumentos que podrían neutralizar el shock externo, pues podrían a su vez agravar aún más el desequilibrio interno. Así surge para un país el antiguo conflicto entre tratar de tener una política interna autónoma y seguir siendo un miembro activo del "club" económico internacional.

Uno de los aspectos de mayor interés para los países latinoamericanos ha sido prácticamente omitido en los enfoques teóricos de ajuste externo: se trata del problema de cuál sería la óptima entre las distintas trayectorias de ajuste. El criterio básico debiera ser la minimización del costo del ajuste, sujeto a la obtención de una determinada reducción del nivel de desequilibrio externo. ¿Qué tipo de trayectoria produce un determinado programa económico? ¿Cómo comparar distintas trayectorias de ajuste? Estos son algunos interrogantes que requieren un análisis dinámico. La velocidad, intensidad y secuencia del ajuste son también dimensiones que hay que considerar. Ya se ha esbozado el tema al hablar de gradualidad y *shock*; desde el punto de vista económico, podría argumentarse que el ajuste gradual sería preferible al *shock* en el caso de un desequilibrio externo, pues de esta forma se minimizaría el trastorno de la actividad económica. Sin embargo, esta lógica económica no necesariamente coincide con la lógica política, la cual puede estar más preocupada de la tendencia con la cual se llega a la situación final que del valor absoluto de ésta.<sup>29</sup>

Otro de los aspectos de las trayectorias de ajuste está vinculado a la interrelación entre el corto plazo y el largo plazo. Una política contractiva de corto plazo puede tener efectos negativos sobre el crecimiento de la economía en el largo plazo. En efecto, una política monetaria de corto plazo puede contribuir a reducir el desequilibrio externo; sin embargo, el incremento de la tasa de interés (interna) desin-

centiva al mismo tiempo la inversión, y esto afecta al crecimiento futuro de la economía. Es necesario, en consecuencia, examinar la relación existente entre el corto y el largo plazo; de esta forma se podrían evaluar las políticas económicas que se pueden utilizar en el corto plazo para enfrentar un desequilibrio externo y con el menor costo posible, de modo que en el largo plazo la economía retome la misma trayectoria de crecimiento estable.

Un tema candente en América Latina, al que no hacen referencia las publicaciones consultadas, es el del costo del ajuste. ¿Quién lo paga? ¿Cuál es la conexión entre distintas políticas para enfrentar un ajuste externo y su impacto distributivo? ¿Cómo podrían distribuirse los costos del ajuste de una manera más equitativa?

Las publicaciones económicas hoy en boga tienen un sesgo favorable al uso del mercado y del sistema de precios libres como mecanismo regulador de cualquier desequilibrio; la casi totalidad de los modelos utiliza implícitamente este esquema. Sin embargo, las economías latinoamericanas se caracterizan por poseer distintos tipos de mecanismos de control para regular el sector externo. En períodos de desequilibrio externo, los diferentes controles pueden desempeñar un papel importante en la reducción del costo del ajuste en el corto plazo. Sería de interés un análisis sobre este tema, y la comparación con los resultados que se obtienen con un sistema sin tales controles. Por otra parte, las políticas económicas tienen efectos diferentes en contextos en que los controles son diversos; un ejemplo de ello es el efecto de una devaluación que, acompañada de la eliminación de controles, podría reducir el precio de bienes importados. Por último, dada la existencia de los controles, ciertos fenómenos adquieren especial relevancia; algunos ejemplos son el precio del dólar en el mercado "negro", la subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones, el problema del contrabando de artículos importados y la fuga de capitales. En síntesis, el funcionamiento de una economía con controles y el problema de su ajuste ante un desequilibrio externo no es tomado en cuenta en los enfoques globales de las publicaciones especializadas actuales.

Por último, el pensamiento central en América Latina hoy día, ante el elevado nivel de la deuda externa, cuestiona implícitamente la visión tradicional sobre el problema del ajuste externo. La región plantea la necesidad de crecer para tener la ca-

<sup>29</sup>Por ejemplo, supongamos que el consumo por habitante está a un nivel de 100 en el año  $t$ . La aplicación de un ajuste gradual puede hacer que dicho consumo se mantenga constante durante cuatro años. Por otra parte, un ajuste de *shock* puede implicar una caída de 10% del consumo per cápita en el primer año, y luego un incremento de 3% anual, alcanzándose un nivel de 98.3 al cabo de tres años seguidos. Desde el punto de vista de la lógica política, si hay elecciones en el año  $t + 4$ , parecería preferible este segundo tipo de ajuste.

pacidad de servir la deuda externa. En otras palabras, "ajuste con crecimiento", por cuanto es más factible y más fácil servir la deuda externa en una economía que se expande que en una que se contrae.

El enfoque tradicional conduce a que el ajuste ante un desequilibrio externo se base—teórica y empíricamente— casi exclusivamente en una contracción de la demanda agregada. Sin embargo, no es en absoluto obvio que una vez que ha habido una caída significativa del nivel de actividad económica del país, se facilitará la acción de un mecanismo de fuerzas que incentive el crecimiento; en otras palabras, la simple caída de la demanda agregada no tiene por qué conducir automáticamente a un mejoramiento del funcionamiento de la economía. Hoy día surge un planteamiento alternativo (y probablemente complementario) que se centra en examinar

cómo estimular la oferta agregada. Dentro de este planteamiento, hay dos enfoques diferentes que probablemente concentrarán la discusión en el futuro próximo, sobre todo si se considera la mayor importancia relativa que adquirirán los préstamos para ajuste estructural (*structural adjustment lending—SAL*) del Banco Mundial. Estos enfoques son: i) Lograr la máxima eficiencia microeconómica a través de la eliminación de distorsiones e imperfecciones, para que prevalezca el libre funcionamiento de las fuerzas del mercado. ii) Identificar sectores claves en la economía de cada país, y canalizar hacia ellos la inversión, a través de incentivos especiales (subsídios tributarios, créditos preferenciales, etc.). La investigación sobre estos temas tan relevantes para las economías latinoamericanas, y países en desarrollo en general, sólo recién comienza.

#### Referencias bibliográficas

- Bacha, E. (1962): Crescimento com oferta limitada de divisas: uma reavaliação do modelo de dois hiatos, *Pesquisa e planejamento econômico*, vol. 12, N° 2, agosto, pp. 285 a 310.
- (1963): Prologo para a terceira carta. Forum Gazeta Mercantil (comp.). *FMI x Brasil. A armadilha da recessão*. Sao Paulo, pp. 113 a 128.
- (1985): *The future role of the International Monetary Fund in Latin America: Issues and proposals*. Río de Janeiro: Universidad Católica, junio, mimeo.
- Branson, W. H. (1963): Economic structure and policy for external balance, *IMF staff papers*, vol. 30, N° 1, marzo, pp. 39 a 66.
- Bruce, N y D. D. Purvis (1985): The specification of goods and factor markets in open economy macroeconomic models, R. W. Jones y P. B. Kenen (comp.). *Handbook of international economics*, vol. 2. Amsterdam: North Holland, pp. 807 a 857.
- Buira, A. (1983): La programación financiera y la condicionalidad del FMI. *El trimestre económico*, vol. L(1), N° 197, enero-marzo, pp. 117 a 149.
- Corden, W. M. (1977): *Inflation, exchange rates and the world economy*. Chicago: University of Chicago Press.
- Chacholiades, M. (1978): *International monetary theory and policy*. Nueva York: McGraw Hill.
- Dam, K. W. (1982): *The rules of the game*. Chicago: University of Chicago Press.
- Díaz-Alejandro, C. F. (1983): Some aspects of the 1962–83 Brazilian payment crisis, *Brookings papers on economic activity*, N° 2, pp. 515 a 552.
- Dornbusch, R. (1980a): *Open economy macroeconomics*. Nueva York: Basic Books.
- (1980b): Exchange rate economics: Where do we stand?, *Brookings papers on economic activity*, N° 1, pp. 143 a 206.
- (1982): Stabilization policies in developing countries: What have we learned?, *World development*, vol. 10, N° 9, septiembre, pp. 701 a 708.
- Frenkel, J. A. y H. G. Johnson (comps.) (1976): *The monetary approach to the balance of payments*. Londres: Allen and Unwin.
- Frenkel, J. A. y M. L. Mussa (1985): Asset markets, exchange rates and the balance of payments. R. W. Jones y P. B. Kenen (comps.), *op. cit.*, pp. 679 a 747.
- Ground, R. L. (1984): Los programas ortodoxos de ajuste en América Latina: un examen crítico de las políticas del Fondo Monetario Internacional. *Revista de la CEPAL*, N° 23, agosto, pp. 47 a 84. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.84.II.G.4.
- Hahn, F. H. (1977): The monetary approach to the balance of payments, *Journal of international economics*, vol. 7, N° 3, agosto, pp. 231 a 249.
- Johnson, H. G. (1961): Towards a general theory of the balance of payments. H. G. Johnson, *International Trade and Economic Growth*. Cambridge: Harvard University Press, pp. 153 a 168. (Existe una traducción al español titulada Hacia una teoría general del balance de pagos en H. G. Johnson, *Comercio internacional y crecimiento económico*. Buenos Aires: Amorrortu Editores, 1971.)
- (1976a): The monetary approach to balance of payments theory, J. A. Frenkel y H. G. Johnson (comps.), *op. cit.*, pp. 147 a 167.
- (1976b): The monetary theory of balance of payments policies, J. A. Frenkel y H. G. Johnson (comps.), *op. cit.*, pp. 262 a 284.
- Jones, R. W. y P. B. Kenen (comps.) (1985): *Handbook of international economics*, vol. 2. Amsterdam: North Holland.
- Kenen, P. B. (1985a): Macroeconomic theory and policy: how the closed economy was opened. R. W. Jones y P. B. Kenen (comps.), *op. cit.*, pp. 226 a 677.

- (1985b): *The International Economy*. Londres: Prentice-Hall.
- Killick, T. (comp.) (1984): *The quest for economic stabilization: the IMF and the Third World*. Nueva York: St. Martin's Press.
- Krueger, A. O. (1983): *Exchange-rate determination*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Marston, R. C. (1985): Stabilization policies in open economies, R. W. Jones y P. B. Kenen (comps.), *op. cit.*, pp. 859 a 916.
- Massad, C. y R. Zahler (1984): The adjustment process, K. Haq y C. Massad (comps.), *Adjustment with growth*, North-South Roundtable. Islamabad, Pakistán, pp. 43 a 80.
- Massad, C. (1985): La deuda: un panorama general, *Revista de la planificación del desarrollo*, N° 16, octubre, pp. 3 a 24. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.85.II.A.12.
- McKinnon, R. I. (1981): The exchange rate and macroeconomic policy: changing postwar perceptions, *Journal of economic literature*, vol. 19, N° 2, junio, pp. 531 a 557.
- Nichans, J. (1984): *International monetary economics*. Baltimore, M.D.: Johns Hopkins University Press.
- Williamson, J. (1983a): *The open economy and the world economy*. Nueva York: Basic Books.
- (comp.) (1983b): *IMF conditionality*. Cambridge: MIT Press.