

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**



TESIS DOCTORAL

**La proyección del enfoque monetario de la balanza de pagos  
en la política económica**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR  
PRESENTADA POR

**Luis Ravina Bohórquez**

DIRECTOR:

**Javier Irastorza Revuelta**

Madrid, 2015

TP  
1987  
037

Luis Ravina Bohórquez



\* 5 3 0 9 8 7 1 3 4 2 \*  
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE

x - 53-124768 - 5

LA PROYECCION DEL ENFOQUE MONETARIO  
DE LA BALANZA DE PAGOS SOBRE LA POLITICA ECONOMICA

Departamento de Política Económica  
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
Universidad Complutense de Madrid  
1987



LIBRERIA

Colección Tesis Doctorales. Nº 37/87

© Luis Ravina Bohórquez  
Edita e imprime la Editorial de la Universidad  
Complutense de Madrid. Servicio de Reprografía  
Noviciado, 3 28015 Madrid  
Madrid, 1987  
Xerox 9400 X 721  
Depósito Legal: M-15173-1987

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

LA PROYECCION DEL ENFOQUE MONETARIO DE LA BALANZA  
DE PAGOS EN LA POLITICA ECONOMICA

Luis Ravina Bohórquez

Tesis doctoral dirigida por  
el prof. Dr. Javier Irastorza Revuelta

Madrid 1983



I N D I C E



"La Proyección del enfoque monetario de la balanza de pagos en la Política Económica".

Introducción.

Cap. I La Balanza de Pagos

- A.- Concepto de Balanza de Pagos. (2)
- B.- El Balance Contable. (3)
- C.- La Posición de Liquidez Exterior Neta. (4)
- D.- El Sistema Normalizado de la O.C.D.E. (8)
- E.- El Cuarto Manual del Fondo Monetario Internacional. (14)
- F.- Balance de Previsión. (17)
- H.- La Balanza de Mercado. (18)
- I.- Necesidad de un enfoque macroeconómico para solucionar los problemas de la balanza de pagos. (19)

Cap. II Los distintos enfoques del ajuste de la balanza de pagos

- A.- El mecanismo de ajuste clásico. (29)
- B.- El enfoque elasticidades. (31)
- C.- La Teoría del Multiplicador del Comercio Exterior. (43)
- D.- El Enfoque Absorción. (47)
- E.- El Enfoque de Política Económica de Meade y Tin -- bergen. (56)
- F.- La Nueva Escuela de Cambridge. (67)

Cap. III El enfoque monetario de la balanza de pagos: Conceptos-introductorios.

- A.- La vuelta a la concepción monetaria. (78)
- B.- Características del enfoque monetario. (89)
- C.- Orígenes históricos del enfoque monetario de la -

Balanza de Pagos. (97)

- A.- La integración mundial. (107)
- B.- La distribución natural del dinero entre -  
países. (109)
- C.- Absorción versus precios relativos. (111)
- D.- La política monetaria y la balanza de pagos  
(112)

Cap. IV Críticas al enfoque monetario de la balanza de pagos.

- A.- La necesidad de unir los modelos de ajuste. (123)
- B.- Las complicaciones del efecto riqueza. (128)
- C.- La integración entre los factores reales y moneta-  
rios. (129)
- D.- El enfoque monetario y los "Monetaristas globales"  
(149)
- E.- La aportación del enfoque monetario en un marco --  
IS-LM. (162)
- F.- Algunas puntualizaciones al marco teórico utilizado  
(164)
- G.- Las rectificaciones de Rudiger Dornbusch. (167)

Cap. V El Enfoque Monetario y la Política de Estabilización

- A.- La Política de Estabilización con tipos de cambio  
fijo. (187)
  - 1.- La efectividad de la Política Monetaria -  
y Fiscal. (183)
  - 2.- El problema de la Transmisión de la Infla -  
ción. (217)
  - 3.- El equilibrio en la selección de activos.  
(225)
- B.- La Política de Estabilización con tipos de cambio  
flexible. (232)
  - 1.- La Política Monetaria Fiscal y la estabili-  
zación del tipo de cambio. (233)

2.- Las Expectativas. (256)

C.- Algunas Extensiones.

1.- La flotación controlada. (277)

2.- El sistema de crawling-peg (284)

3.- El mercado negro. (287)

CONCLUSIONES (300)

BIBLIOGRAFIA (313)



INTRODUCCION



## I

Keynes escribió la General Theory bajo la hipótesis de una economía cerrada. Se dejaba a los teóricos del comercio internacional la tarea de desarrollar modelos acerca de las consecuencias internacionales de la teoría de la demanda efectiva. Esto llevó durante los años 50 y 60, a una reorientación del área de estudio de la economía internacional dándole una forma y estructura nueva. Una pequeña muestra de los nombres relevantes incluiría: Corden, Haberler, Lypsey, Kindleberger, Machlup, Meade, Scitovsky, Triffin, entre otros.

Durante estos años dos objetivos claros de política económica son la estabilidad en pleno empleo y una balanza de pagos equilibrada. Los trabajos que se realizan para lograr estos dos objetivos son consecuencia de la mezcla de dos revoluciones de los años treinta; la revolución Keynesiana, que contribuyó con el principio básico de determinación del nivel de empleo por la demanda agregada, operando por medio del multiplicador, y la revolución de la competencia imperfecta, que contribuyó con el principio de manejar los aspectos referentes del comercio internacional de la demanda agregada, tratando a los países participantes de forma equivalente a las firmas imperfectamente competitivas, cuyos volúmenes de ventas dependen de los precios relativos que fijan, estando éstos determinados por sus niveles de salarios monetarios interiores supuestamente rígidos y sus tipos de cambio. Esto llevó al auge primero de la teoría de las elasticidades y a continuación el multiplicador, la teoría de la absorción y la excelente obra de James Meade.

## II

Los modelos resultantes fueron contruidos para solucionar básicamente problemas de déficit o superávit a corto plazo de la balanza de pagos; el ajuste a largo plazo y los problemas monetarios eran analizados como un factor secundario. Como respuesta a estos defectos, bajo el impulso fundamentalmente de la Universidad de Chicago y del Fondo Monetario Internacional, nace en lo que en la actualidad se denomina el enfoque monetario de la balanza de pagos. Responde a dos preguntas centrales: ¿qué importancia tienen los factores monetarios en el ajuste de la balanza de pagos? y ¿es cierto que el déficit y superávit de la balanza de pagos es el resultado del exceso o defecto de la oferta monetaria?.

Durante mis años de licenciatura y los que llevo dando clase en la universidad, he sentido una especial atracción por dos campos importantes: la política monetaria y la economía internacional, especialmente la llamada economía monetaria internacional. Comencé leyendo varios artículos sobre el enfoque monetario, me llamó la atención la superficialidad con que era tratado, unas veces criticado, sin buenos fundamentos, y otras defendido, en mi opinión, un poco ingenuamente. Los buenos artículos, sobre todo en castellano, se puede decir que eran escasos. El tema, sin embargo, tiene una gran importancia para la política económica actual. Estas razones y las sugerencias del profesor Irastorza me llevaron a elegirlo como tema de tesis.

El trabajo pretende profundizar en el enfoque monetario de la balanza de pagos y en especial analizar las consecuencias que

### III

tiene la utilización de éste en la política económica. Comienza con una introducción a la balanza de pagos; son explicados con-ceptos como balance contable, con especial referencia al modelo de la O.C.D.E. y el cuarto manual del Fondo Monetario Internacional, balance de mercado, balance de previsión y posición de li-quidez exterior neta. Todo ello es importante debido a que los defectos de medición se transforman frecuentemente en defectos de política. Este capítulo finaliza destacando la necesidad de utilizar un enfoque macroeconómico para solucionar los problemas; de la balanza de pagos.

Como se señala en esta introducción, el enfoque monetario es -- respuesta a los defectos de los anteriores, el capítulo segundo es dedicado al estudio del ajuste de la balanza de pagos según el mecanismo clásico, elasticidades, el multiplicador keynesiano del comercio exterior, enfoque absorción y los trabajos de Meade y Tinbergen. No se pretende explicar las características de estos trabajos, sino que éstos son expuestos con la finalidad de descubrir sus defectos y la influencia que tienen en el desarrollo del enfoque objeto de estudio y posteriores extensiones. Concluye con una descripción de la Nueva Escuela de Cambridge - que aunque posterior tiene importantes conexiones con el monetario.

El capítulo tercero tiene como finalidad clarificar las características esenciales del enfoque sobre todo dada la variedad de - autores que han escrito sobre el tema. Comienza con una breve - explicación de los inicios de la actual versión. Para mejor en-

#### IV

tender se incluyen los orígenes recientes, especialmente los trabajos empíricos del Fondo Monetario Internacional y los teóricos de autores como Mundell, Johnson y Frenkel. El segundo apartado es dedicado a las características comunes a todos los trabajos, se destaca la dificultad para clasificarlas debido a la variedad en la procedencia teórica de los autores.

Hay que tener en cuenta que las recomendaciones de política económica que se deducen no son en muchos casos compatibles, incluso contradictorias. Finaliza con los orígenes históricos, remontándose hasta Adams Smith, en especial su relación con el price-specie-flow mechanism de David Hume.

Lo que se podría llamar el objetivo principal se encuentra en el capítulo cuarto y quinto. El cuarto es dedicado al repaso y contrastación de las principales críticas que el enfoque ha recibido a lo largo de los últimos años, se encuentran autores como Branson, Currie, Haberler, Isard, Porter, Whitman y rectificaciones como las de Dornbusch. Hace especial énfasis en las medidas de política económica como la devaluación, política monetaria, fiscal y arancelaria. Todo esto es útil para comprobar como el enfoque monetario no es la última palabra sobre el problema del ajuste exterior sino que tiene importantes defectos sobre todo por el desprecio que éste hace de los llamados factores reales y de las aportaciones de otros enfoques. El problema se agudiza cuando se aplica al campo práctico de la política económica sobre todo en temas como la velocidad del ajuste.

El último y más extenso es dedicado a la política de estabiliza

V.

ción, en especial al papel de la política monetaria y fiscal. Se sigue la división entre tipos de cambio fijos y flexibles. Con tipos de cambio fijo el análisis se centra en la estabili-dad de la balanza de pagos; repercusiones de la utilización de la política monetaria y fiscal, la transmisión de la inflación y el equilibrio en la relación de activos.

Con tipos de cambio totalmente flexibles desaparecen los défi-cit y superávit de la balanza de pagos, así como las posibilida-des de pérdidas o ganancias de reserva motivada por la política económica exterior. Bajo este régimen, el interés se centra en explicar qué factores inciden sobre la formación del tipo de cam-bio. Se analizan las políticas de estabilización y la importan-cia que adquieren las expectativas. Finaliza con algunas exten-siones de importancia práctica en la actualidad, como son la -flotación controlada o "flotación sucia", el sistema de crawling-peg y el mercado negro.

La bibliografía es extensa y variada; en ella se encuentran --- tratados clásicos de balanza de pagos, los principales estudios sobre su ajuste, textos de teoría monetaria internacional y lóg-icamente abundantes trabajos sobre el enfoque monetario, teóri-cos y prácticos, a favor y en contra, de reciente publicación - como los que podríamos llamar pioneros.

No quiero dejar de resaltar la valiosa ayuda de mis compañeros del departamento de política económica y en especial de su di-rector y director de la tesis Dr. D. Javier Irastorza Revuelta. Sin su orientación, paciencia e indicaciones no hubiera sido po-

VI

sible el presente trabajo.

Finalmente no puedo dejar de agradecer la colaboración de aquellos que han facilitado la elaboración material de nuestro trabajo, principalmente los señores: Ernesto Calmarza, Jesús Moreno, Angel Sánchez-Palencia y Carlos Sayago.

I. LA BALANZA DE PAGOS

## I. LA BALANZA DE PAGOS

### A. Concepto de Balanza de Pagos.

Un problema que se presenta al realizar un análisis de la Balanza de Pagos es la no existencia de una definición precisa y clara de que se pretende decir con este término. La elección del grupo de transacciones económicas que deben formar parte de la Balanza de Pagos y su posterior ordenación en las distintas sub-balanzas es una cuestión doble: Por una parte técnica, comporta aspectos técnicos, (En el sentido de que cada grupo de transacciones puede ofrecer un interés particular desde cierto punto de vista) pero al mismo tiempo comporta aspectos normativos (En el sentido de que las recomendaciones que se deriven para la política económica vendrán influenciadas por las distintas concepciones de la Balanza de Pagos.)

Hay que diferenciar el concepto de Balanza de Pagos que describiremos en este capítulo, del de equilibrio de la Balanza de Pagos o equilibrio externo, analizado en posteriores capítulos, que puede definirse en principio como "Una situación en la que la demanda agregada de moneda extranjera, no es ni persistentemente superior a la oferta disponible de moneda extranjera ni persistentemente menor que dicha oferta a lo largo de un período de tiempo dado de año y medio a tres años; por ejemplo (1).

Machlup (2) en su clásica obra "Three concepts of the Balance of Payments and the so-called Dolar Shortage" introdujo tres conceptos de Balanza de Pagos: A) Un balance contable esto es, un balance de créditos y débitos; B) Un balance de previsión, es decir un

balance de necesidades y deseos; C) Un balance de Mercado, esto es, un balance de oferta y demanda. Estos tres conceptos enunciados y todos, figuran en las diferentes elaboraciones de la Balanza de Pagos.

#### B. El Balance Contable.

En un sentido contable, la definición de los superávit y déficit es la cuestión más controvertida de la metodología de la Balanza de Pagos (3). Teniendo en cuenta esta polémica existente, se utilizan diversas definiciones de la Balanza de Pagos. Para la OCDE se trata de un análisis ex-post de todas las transacciones económicas que se dan en un periodo de tiempo entre los residentes y no-residentes de un país. Este concepto difiere de los análisis ex-ante como "La Balanza de Pagos de pleno empleo en ausencia de restricciones" propuesto por F.Hirsch (4) que se puede equiparar al balance de previsión de F.Machlup. El Fondo Monetario Internacional (5) en su manual de la Balanza de Pagos, 4ª edición distingue entre; A) Transacciones en bienes, servicios y rentas, entre una economía y el resto del mundo; B) Cambios de propiedad y otros cambios en el oro monetario, derechos especiales de giro y créditos y deudas con el resto del mundo, y C) Todas las entradas y cambios que, en un sentido contable, no son mutuamente compensados. D.G.Pierce y D.M.Shaw en su manual de economía monetaria (6) dan la siguiente definición: "La Balanza de Pagos internacional puede definirse como una afirmación sistemática de todos los movimientos de recursos reales, activos financieros y activos de reserva entre un país y el resto del mundo, a lo largo de un periodo de tiempo determinado (normalmente un año) y compilada según

los principios de contabilidad de partida doble". Una definición global de la Balanza de Pagos claramente influenciada por las concepciones monetarias la tenemos en Harry G. Johnson "la Balanza de Pagos correctamente definida es el flujo neto de reservas internacionales (dinero internacional hacia o desde la economía nacional)" (7). Este grupo de definiciones -no exhaustiva- da una idea de los principales factores -reales y monetarios- que intervienen en la Balanza de Pagos.

#### C. La Posición de Liquidez Exterior neta.

Debido a que los defectos de medición se transformarán frecuentemente en defectos de política, las distintas formas de presentación de las estadísticas y la definición que se emplea de Balanza de Pagos (refiriéndose en este caso a un sub-conjunto de las partidas) se convierte en un tema controvertido. Algunos autores opinan que debe expresar el grado en que ellos viven de acuerdo con sus posibilidades. Otros destacan la "solvencia" y otros que expresa el grado de dependencia del comercio internacional. De todos estos criterios destaca el de "posición de liquidez neta" que puede definirse como "La existencia de activos convertibles y medios de pago neto de obligaciones exteriores, a la disposición de un país, para el pago de las deudas internacionales netas". Bajo este objetivo no existe incongruencia alguna, si se tiene en cuenta que el déficit o superávit no representa el saldo de todas las partidas, sino solo el saldo de un determinado grupo de transacciones previamente seleccionadas.

Las partidas de la Balanza de Pagos se dividen así en transacciones "sobre la línea" y "debajo de la línea". Las transacciones

que se colocan "sobre la línea" son aquellas que se creen reflejan de forma más apropiada las variaciones en la liquidez externa de un país. Si hay, por lo tanto, un exceso de pagos sobre ingresos en las transacciones "sobre la línea" la posición de liquidez externa neta se estará deteriorando. Las transacciones registradas "bajo la línea" constituyen la variable relevante desde el punto de vista de la liquidez.

El primer criterio es el expuesto por Meade (8) que distingue - las transacciones autónomas y las compensatorias. Por las primeras se entiende aquellas que se realizan por ellas solas, bien - por las ganancias financieras que implican o por la satisfacción que da su posesión y /o consumo. Son de naturaleza "voluntarias" y se supone que vienen motivadas por cambios en los niveles de - renta, los tipos de interés y los precios relativos. Se supone - que incluyen todas las transacciones visibles e invisibles sobre las cuentas comerciales, es decir M,X y además todos los movi - mientos de activos ya sean a largo o a corto plazo, que sean motivados por diferencias en la productividad mundial y los tipos de interés. Se llaman autónomas por su carácter expontáneo e independiente de los acontecimientos de los demás componentes de la Balanza de Pagos. Por el contrario, las transacciones compensatorias, se relacionan de una forma específica con lo que está suce - diendo en las otras transacciones autónomas. Debido a que los ingresos y pagos ex-ante no necesitan ser necesariamente iguales, las autoridades tienen que inducir ciertas transacciones compensatorias que eliminen o impidan la posición deudora o acreedora neta real proveniente de las transacciones autónomas. La caracte

rística básica de estas partidas compensadoras son su entidad monetaria, es decir, son esencialmente movimientos de dinero y activos líquidos a corto plazo.

Se ha sugerido que se coloquen las transacciones autónomas "por encima de la línea" en las cuentas internacionales y las transacciones compensatorias "por debajo de la línea". Según esto las - partidas por debajo de la línea representan los cambios en la - existencia de liquidez exterior neta. Esta distinción es, no obstante, enormemente subjetiva y, por eso, en la práctica es virtualmente imposible de distinguir entre los dos tipos de transacciones. Debido a esta arbitrariedad, se han expuesto criterios alternativos.

Lary (9) distingue entre "transacciones básicas" y "transacciones sensibles de la política monetaria". Es un enfoque parecido al de Meade solo que Lary distingue entre fuerzas monetarias iniciadas a discreción de las autoridades monetarias y fuerzas espontáneas. Las transacciones básicas incluyen las exportaciones, importaciones y capital a largo plazo etc. y las transacciones - sensibles de la política monetaria incluyen los movimientos de - capital privado a corto plazo así como las transacciones oficiales. Las primeras se colocarían sobre la línea y las segundas debajo de la línea. Padece el mismo defecto que la de Meade, su - arbitrariedad.

Lederer (10) critica las distinciones de Meade y Lary aduciendo que no expresan adecuadamente la posición de liquidez externa neta de un país. Duda, por ejemplo, que sea válido incluir entre -

los recursos financieros líquidos de un país sus tenencias de ac tivos privados extranjeros líquidos a corto plazo sino se encuen tra directamente bajo el control de la autoridad monetaria porque puede que no esten necesariamente disponibles para defender el valor de cambio de la moneda del país, cuando haga falta.

Gardner (11) distingue entre los grados de "estabilidad" en las transacciones internacionales. Diferencia entre transacciones - fróncamente estables a corto plazo y que sólo cambian lentamente en el tiempo en respuesta a movimientos básicos en los gustos, - progreso técnico, y transacciones que tienden a ser altamente vo látiles a corto plazo, y son capaces de cambios frecuentes e im- previsibles. Esta clasificación, es artificial.

Un cuarto criterio de clasificación es el que centra su atención en quien efectua la transacción. Distingue entre transacciones - emprendidas por privados y por el gobierno, de las emprendidas - por la institución monetaria oficial: el banco central. Al igual que en las anteriores distinciones hay puntos muy dudosos.

Los cuatro criterios antes expuestos, expresan la posición neta de liquidez, pero todos ellos carecen de precisión. De ahí que - los distintos países hayan utilizado representaciones "híbridas" de una balanza de pagos de acuerdo con el entorno internacional, es decir, si otros países emplean la moneda del país para pagar deudas internacionales; si el país tiene un mercado establecido de capital a corto plazo y si las autoridades de un país, pueden controlar las posesiones de activos en el exterior de sus resi - dentes, etc. La mayoría de los países emplean como punto de par-

tida para sus transacciones alguna distinción entre las partidas autónomas y compensatorias y cualquier "matización" de las estadísticas será dedicada a la valoración de la importancia de los elementos volátiles y estables en sus transacciones en el exterior de ese país, o su supuesta sensibilidad a la política monetaria y, sobre todo, el papel de las transacciones oficiales en el exterior.

D. El Sistema Normalizado de la OCDE.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, se han elaborado distintos modos normalizados de la Balanza de Pagos entre los que destacan el del Fondo Monetario Internacional y el de la O.C.D.E. Ambos dan libertad a los distintos países miembros para que la clasificación de las partidas se hagan en función de criterios económicos que pueden muy bien ser diferentes. En España se añade la característica de que el Banco de España recoge los flujos monetarios mientras que la Secretaría General Técnica del Ministerio de Economía y Comercio se efectúa sobre flujos reales.

El sistema normalizado de la OCDE es analizado, con bastante acierto, por Erwin Veil (12). Estima que para el estudio de esta cuestión es preciso ante todo tener en cuenta los siguientes puntos, algunos derivados de la posición anterior: 1) Debe adaptarse un enfoque ex-post, es decir, la balanza de pagos reflejará las transacciones que han tenido lugar en un periodo de tiempo pasado. 2) Un superávit o déficit de la balanza de pagos se refiere siempre al saldo de una cierta relación de transacciones dentro de dicha balanza. 3) Para obtener el saldo de un concepto

dado se dividen los epígrafes en "sobre la línea" y "por debajo de la línea".

Como comprobamos en la representación analítica de la balanza de pagos de la OCDE, pueden identificarse cuatro conceptos básicos:

**Balanza Corriente.**- Se define como la suma de los saldos de la balanza de bienes, servicios y transferencias unilaterales. Si incluye sólo el saldo de la balanza de bienes y servicios, la balanza corriente mide la transferencia neta de recursos reales al o del resto del mundo. Es decir, como  $Y + M = X + C + I$ ,  $Y - C - I = X - M$ . En esta expresión un exceso de renta sobre el consumo y la inversión equivale al superávit de exportación en la balanza de bienes y servicios, y viceversa.

Si se tienen en cuenta las transferencias, el saldo de la balanza corriente equivale a la diferencia entre las inversiones internas (I) y el ahorro interno (S). En efecto  $S = Y + T - C$ , y puesto que  $Y - C = X - M + I$  puede obtenerse que  $S = T + X - M + I$ , o lo que es igual  $S - I = X - M + T$ . Esta relación denota que un país no puede invertir más de lo que ahorra sin riesgo de incurrir en déficit por cuentas corrientes de su balanza de pagos.

**Representación Analítica de la Balanza de Pagos de la OCDE.**

Exportaciones F.O.B.

- Importaciones F.O.B.

= Balanza comercial

+ Servicios netos

= Balanza de bienes y servicios

- + Transferencias privadas, neto
- + Transferencias oficiales, neto
- = Balanza corriente
- + Capital a largo plazo ( Excluyendo transacciones especiales)
- a) Privado
- b) Oficial
- = Balanza Básica
- + Capital privado a corto plazo no monetario
- + Capital oficial a corto plazo no monetario
- + Errores y omisiones
- = Balanza de Transacciones no monetarias
- + Capital a corto plazo de instituciones monetarias privadas
- a) Activos
- b) Pasivos
- = Balanza de transacciones oficiales
- = Variación de las reservas
- a) oro
- b) divisas
- c) Posición en el FMI
- d) Derechos especiales de giro (DEG)
- + Uso del crédito del FMI
- + Transacciones especiales
- + Cuentas oficiales diversas (Otros activos y pasivos)
- + Asignación de derechos especiales de giro

La balanza corriente posee dos características; primera: las transacciones son de naturaleza definitiva en contraposición a los movimientos de capital. Segunda: la balanza corriente, es.

en general, más estable a corto plazo que las otras balanzas.

**Balanza Básica.-** Incluye sobre la línea la balanza corriente y la de capital a largo plazo. La balanza básica tiende a subrayar las transacciones que se ven afectadas por las fuerzas económicas generales o por objetivos políticos, son por tanto, bastante estables a corto plazo y su ajuste es lento. Estas transacciones básicas precisan separarse de aquellas que son sensibles a cambios a corto plazo en las condiciones monetarias y en las expectativas o alteraciones financieras temporales o excepcionales. En definitiva, con la exclusión de los movimientos de capital a corto plazo la balanza básica se ve libre de la clase de transacciones más volátiles.

**Balanza de transacciones no monetarias.-** Corresponde esta balanza debajo de la línea a la balanza de transacciones oficiales más el saldo de capital a corto plazo de los bancos comerciales. Su significado es doble. Primero, el saldo es un indicador del impacto de las transacciones exteriores, sobre la liquidez interna. En este sentido, un superávit o un déficit de la balanza de pagos conducirá a un incremento o una reducción de los activos líquidos en manos del sector privado no bancario. Segunda, esta balanza es relevante cuando las transacciones de los bancos comerciales están o pueden verse sujetas al control de las autoridades monetarias. Así en períodos de crisis de balanza de pagos, algunas autoridades monetarias pueden movilizar los activos de cambio exterior de los bancos comerciales, con el fin de mitigar el impacto de los desequilibrios en las reservas oficiales.

En situación de crisis, las variaciones en las reservas oficiales netas nos muestran el "gap" total de cambio exterior que habría de ser financiado por las autoridades monetarias y proporcionan una medida incompleta de la presión a que la moneda nacional se encuentra expuesta en el mercado.

En estos casos, los datos sobre las posiciones a corto plazo de los bancos Comerciales han de añadirse a las variaciones netas de las reservas oficiales en sentido estricto, cuando las transacciones de los bienes comerciales dejan de ser autónomos. Por este motivo, los tres países importantes, con control estricto sobre sus bancos comerciales - Japón, Francia e Italia - han elegido el concepto de balanza de transacciones no monetarias como principal indicador de déficit o superávit global.

Balanza de Transacciones oficiales.- El concepto de transacciones oficiales centra la atención sobre la balanza de todas las transacciones que las autoridades llevan a cabo para influir en los tipos de cambio. Estas transacciones se caracterizan como transacciones de "financiación oficial" "compensatorias" o "acomodantes" y se registran debajo de la línea mientras que el resto de las transacciones (caracterizadas como "autónomas" porque se efectúan por razones comerciales o políticas más que por consideraciones de Balanza de Pagos) se registran sobre la línea.

Bajo un sistema de tipos de cambio fijos la balanza de transacciones oficiales de un país es un indicador de la posición de su moneda en el mercado, porque las presiones en este mercado se reflejan principalmente en variaciones de las reservas oficiales y

de las obligaciones para con las autoridades monetarias extranje ras. Un superávit de esta balanza (que equivale a un aumento de los activos netos debajo de la línea) es un signo de fortaleza y un déficit un signo de debilidad.

Con la generalización del sistema de tipos de cambio flexibles - la balanza de transacciones oficiales es un indicador de las pre siones del mercado de cambios menos significativo, ya que estas presiones se reflejan, al menos parcialmente, en variaciones de los tipos de cambio. En ausencia de intervención (flotación simple), la balanza de transacciones oficiales debería aproximarse a cero, dado que todas las presiones en el mercado se incorporarían al tipo de cambio. Un juicio sobre la fortaleza o debilidad de la moneda en un sistema de cambios flexibles no puede basarse sólo en la balanza de transacciones oficiales; requiere, además, el análisis de la dirección y magnitud de las variaciones del ti po de cambio.

Si las autoridades monetarias ejercen una influencia directa sobre la posición exterior de los bancos comerciales o si intervie nen en el mercado de futuros; la relevancia de la balanza de transacciones oficiales como indicadora de las posiciones del mercado de cambios puede verse disminuida.

La balanza de transacciones oficiales es, no obstante, un indica dor importante para la política económica. Los países normalmente fijan sus objetivos en la relación con las variaciones de las reservas oficiales que consideran favorables o tolerables. Los dé ficits, que suponen reducción de reservas, o adopción de créditos,

no pueden ser sostenidos indefinidamente ya que ni las reservas, ni las facilidades de crédito son ilimitados. Los superávits, a su vez plantean también problemas dado que originan alteraciones internacionales y pueden tener un impacto inflacionista sobre la economía.

El economista para poner en práctica una política económica determinada debe tener en cuenta el peligro de conflicto entre políticas nacionales, debido al hecho de que diferentes países empleen diferentes medidas de equilibrio. Ha de tener en cuenta, - del mismo modo que la balanza contable por sí sola proporciona - una base de información insuficiente para formular y realizar la política de pagos. Emplearla aisladamente para establecer los objetivos de la política es hacer un mal uso de ella. Es mejor aplicarla como un suplemento de otros instrumentos de análisis.

E. El 4º Manual del Fondo Monetario Internacional.

El sistema normalizado del Fondo Monetario Internacional es analizado por John S. Smith y por el propio organismo en su cuarto manual de la Balanza de Pagos (13). El fondo editó su primer manual en 1948 como guía para países miembros en la comunicación de los datos estadísticos de la Balanza de Pagos; a esta edición han seguido varias siendo una de las más importantes la de 1961. Los cambios en la marcha de las transacciones internacionales y en las disposiciones seguidas por el sistema internacional, han dado lugar al actual manual vigente de 1977. Todos los aspectos técnicos de la compilación de la Balanza de Pagos se sometieron nuevamente a consideración. Al mismo tiempo se volvieron a exa-

minar todos los enfoques analíticos que hoy se están empleando - especialmente ahora, que los tipos de cambio de las principales monedas están flotando; y están tan generalizados los problemas persistentes de ajuste estructural. En los preparativos de esta edición los expertos nacionales han intervenido aún más de cerca que en cualquiera de las precedentes.

El Manual contiene recomendaciones, sobre los aspectos principales de la compilación y comunicación de la Balanza de Pagos. Una parte trata de conceptos básicos y de principios fundamentales, mientras que la otra se refiere a la definición de series individuales y a la clasificación de transacciones en categorías.

Los principios son los que se aplican generalmente a todas las series. Abarcan temas como el de residentes en una economía, la naturaleza de las transacciones, la evaluación y tiempo de registro y la unidad de cuenta y el procedimiento de conversión. El Manual tiene en cuenta que la lista del Fondo debe ser adecuada para países con estructuras de balanzas de pagos diferentes, y que asimismo muestran niveles dispares de perfeccionamiento en las estadísticas.

El cuarto Manual se puede considerar como un nuevo rumbo entre los extremos representados por sus dos predecesores inmediatos. En primer lugar explícitamente reconoce y estudia la oportunidad e importancia de consideraciones analíticas para la clasificación de artículos de Balanza de Pagos. Segundo, la última versión puede considerarse como algo que va un tanto más adelante hacia identificar separadamente categorías de transacciones de

capital con base en su función económica y no solamente por criterios formales. La inversión directa es un tipo funcional que siempre ha sido destacado por los manuales del fondo, pero ahora también se tienen que distinguir el capital de cartera y las reservas oficiales. Las reservas por ejemplo no aparecían como una categoría principal en el Manual anterior, aunque se reconocía su importancia en el análisis de la Balanza de Pagos, porque no se pudieron dar criterios objetivos que permitieran separarlas de las otras en todos los casos. Esta dificultad ahora ha resultado compensada por lo deseable de tener cifras de reservas separadamente en las representaciones analíticas.

Por último se ha añadido un capítulo en el nuevo Manual, dirigido específicamente al tema de análisis de Balanza de Pagos. El texto es completamente descriptivo si bien estudia balanzas analíticas específicas que amenudo se construyen agrupando los artículos individuales que comprende el estado de Balanza de Pagos. Así el capítulo explica y compara varias versiones de la balanza de cuenta corriente, la balanza básica y las balanzas globales, tales como la balanza oficial de liquidaciones. También señala los propósitos que los distintos enfoques están destinados a servir, contempla los principales méritos que se han alcanzado y las deficiencias que se pueden citar para balanzas particulares. Pero el Manual se abstiene de especificar ninguna presentación uniforme de estado de Balanza de Pagos para fines de análisis. El Manual hace una satisfactoria división standard de los componentes de Balanza de Pagos. Es de destacar la cuenta de capitales. El capital es dividido en inversiones directas, de cartera,

y otra , capitales a largo plazo y corto plazo. En otra sub-balanza se encuentra una buena clasificación de las distintas partidas que componen las reservas.

#### F. Balance de previsión.

La división de Machlup nos habla a continuación del balance de - previsión que puede ser definido como un documento sistemático - de fuentes y empleos de fondos exteriores esperados o planeados, para un futuro de uno o más años. Están basados en un cálculo de las necesidades de consumo e inversión interiores, y sobre un - plan para atender a un exceso de las necesidades sobre los recur - sos, recurriendo a una financiación exterior esperada o buscada. Este concepto surgió como suplemento de los mecanismos desarro - llados para la planificación nacional de la economía interior:

Los déficits y superávits son definidos para las diferencias entre estas necesidades y deseos por un lado, y por el otro, las - cantidades de moneda extranjera de que se espera disponer a base de todas las fuentes regulares.

Este tipo de balanza se emplea con frecuencia en los países en - vías de desarrollo, los cuales intentan acelerar las tasas de - crecimiento económico (14). En los países industriales se reali - zan proyecciones parecidas, preocupándose por las posiciones de "liquidez con el exterior". Se trata este último tipo de balanza de una evaluación de los valores deseados para las variables éxo genas y determinantes en la ecuación de la balanza de pagos que generan una relación entre ingresos y pagos con el exterior, que

esté de acuerdo con sus objetivos.

G. La Balanza de Mercado.

Machlup ha sugerido que el indicador más de fiar y más sensible de la posición corriente de pagos, es el comportamiento corriente del tipo de cambio del momento, ya que en cuanto ocurra cualquier discrepancia entre la demanda y la oferta del cambio extranjero, existirá una tendencia automática hacia la alteración del tipo de cambio. Empleando la terminología de Machlup, el tipo de cambio indica el estado de la balanza de mercado.

La balanza de pagos de mercado puede ser entendida como un modelo de una situación dada en el mercado de divisas, caracterizada por la demanda y la oferta efectivas de moneda extranjera al tipo de cambio vigente, y a tipos de cambio alternativos, hipotéticos. Es un concepto ex-ante que compara los gastos e ingresos autónomos, dados los niveles actuales y esperados de rentas, precios y tipos de interés futuros.

La balanza de mercado presenta algunas e importantes limitaciones. No es capaz de identificar, dado un desequilibrio real de pagos, las partidas que son las "perturbadoras". Dicho de otra manera, una confianza en la balanza de mercado puede fácilmente causar una equivocación en la elección de medidas a seguir. Otra limitación importante de la balanza de mercado está en que las políticas de pagos llegan a ser eficaces sólo después de transcurrido cierto tiempo, y que un comportamiento óptimo de las políticas a seguir requiere algún intento de identificar las posi-

bles divergencias entre la balanza "proyectada" y la balanza real e inminente. Los ciclos "stop-go" de principios de los años - 60 en el Reino Unido dan testimonio de las consecuencias de aplicar medidas a la balanza de pagos demasiado tarde y con demasiada poca fuerza.

Las autoridades requieren un sistema de advertencia rápida que les permita identificar las desviaciones amenazadoras de pagos de ciertos valores pre-especificados que se consideran convenientes. Citando a Machlup "Muchos tipos de perturbaciones que llevan a desequilibrios no son evitables ni pronosticables, otros pueden preverse pero no pueden evitarse los desequilibrios que surgen; y hay otros que pueden anticiparse y sus desequilibrios pueden evitarse con una actuación a tiempo". (15)

#### H. Necesidad de un enfoque macroeconómico para solucionar los problemas de la Balanza de Pagos.

El concepto de balanza de pagos seguido en las tres acepciones de Machlup ha sido útil para centrar la atención en los factores económicos que intervienen en información. Las siguientes líneas servirán para comprobar que los problemas de ajuste de la balanza de pagos deben mencionarse básicamente a nivel macroeconómico. Para ello utilizaremos las cuentas de la renta nacional en una economía abierta. (16)

La identidad de la renta nacional incluyendo las exportaciones netas X-M da como resultado:

$$Y \equiv C + I + G + (X - M) \quad (1)$$

Reformulemos la identidad destacando el gasto agregado de los residentes. El gasto agregado o la absorción por los residentes se rá, E:

$$E \equiv C + I + G \quad (2)$$

Teniendo en cuenta (1), tenemos:

$$Y \equiv E + (X - M) \quad (1 a)$$

que puede ser expresado:

$$Y - E \equiv X - M \quad (1 b)$$

Esta formulación pone el énfasis en la naturaleza macroeconómica del desequilibrio externo, a saber, que las exportaciones netas implican que el gasto es menor que la renta mientras que un exceso de importaciones sobre exportaciones implica que el gasto supera a la renta.

Esta perspectiva sugiere que los problemas del equilibrio externo han de tener un aspecto macroeconómico y que su tratamiento - debe incluir los medios para restablecer el equilibrio entre la renta y el gasto. (17)

En la identidad (1) deducimos los impuestos netos T (Impuestos - menos subvenciones internas), de ambos lados de la identidad y - sumando los ingresos recibidos en concepto de transferencias internacionales netas, R, a ambos lados de la identidad:

$$Y + R - T \equiv C + I + (G - T) + (X + R - M) \quad (3)$$

El lado izquierdo es la renta disponible por los residentes. En el lado derecho, además del consumo y de la inversión, tenemos - el déficit del sector público (G - T) y el superávit de la balanza por cuenta corriente (X + R - M). Haciendo uso de la de-

definición de ahorro,  $S \equiv Y + R - T - C$ , llegamos a nuestra identidad actual:

$$X + R - M \equiv S - I + (T - G) \quad (3 a)$$

Esta identidad expresa que el superávit de la cuenta corriente - es idénticamente igual al exceso del ahorro del sector privado - sobre la inversión más el superávit presupuestario. Un superávit con el exterior requiere que, o bien en el sector privado el ahorro es mayor que la inversión, o que los impuestos netos que recauda el sector público son mayores que el gasto que efectúa. Análogamente, un déficit en la balanza por cuenta corriente implica un ahorro insuficiente en relación a la inversión y al gasto público.

En términos de la balanza de pagos, el superávit de la cuenta corriente es igual al superávit global menos el de la balanza por cuenta del capital, o, lo que es equivalente, es igual al incremento en los activos netos oficiales más la tasa del flujo de capital al exterior, o tasa de crecimiento de los saldos acreedores privados con el resto del mundo. (18)

$$CA \equiv \Delta NFA \quad (4)$$

CA es el superávit de la balanza por cuenta corriente y  $\Delta NFA$  es el cambio experimentado en los activos exteriores netos. (19)

Sustituyendo en (3 a) y recordando la equivalencia de la inversión neta exterior (término utilizado en la contabilidad de la renta nacional) con el superávit de la balanza por cuenta corriente (término utilizado en el análisis de la balanza de pagos) tenemos:

$$S - I + T - G \equiv \Delta NFA \quad (5)$$

La identidad (5) vincula el ahorro neto con la adquisición de ac tivos; es decir, el ahorro neto del sector privado, S - I, más - el ahorro del sector público, T - G, igual a la adquisición de - saldos acreedores con el resto del mundo.

Añadimos ahora la relación existente entre la balanza de pagos y el sistema financiero: del balance del banco central se deduce:

$$NFA^{cb} + DC \equiv H \quad (6)$$

siendo  $NFA^{cb}$  la posición de activos netos exteriores del banco - central, componente de la variación total de los activos exteri - res netos.

DC, crédito interno, pasivo del balance del banco central, dine- ro primario, H.

La identidad (6) se puede mostrar:

$$\Delta NFA^{cb} \equiv \Delta H - \Delta DC \quad (6 a)$$

Esta identidad muestra que la variación en las reservas netas - del banco central es igual al exceso de creación de dinero sobre el volumen de creación de crédito interno.

De aquí podemos deducir la existencia de un proceso de ajuste au - tomático para el equilibrio externo en ausencia de esteriliza- - ción, pero este tema lo dejaremos para capítulos posteriores.

Podemos establecer una relación entre el saldo exterior, el sec- tor financiero y el presupuesto del estado. El primer paso con- siste en la introducción del sistema bancario consolidado, el -

conjunto formado por los bancos comerciales y el banco central: Se trata de una agregación muy útil a efectos monetarios porque el stock monetario -M<sub>2</sub>- es el pasivo del sistema bancario consolidado. Para el sistema bancario en su conjunto se puede escribir la siguiente identidad del balance:

$$\Delta NFA^b \equiv \Delta M_2 - \Delta DC \quad (7)$$

Donde NFA<sup>b</sup>, M<sub>2</sub> y DC representan los activos exteriores netos, el stock monetario M<sub>2</sub> y el crédito total interno del sistema bancario al sector público y al sector privado no bancario.

Esta nueva perspectiva enfoca la adquisición de activos externos por el sistema bancario como el saldo entre la expansión monetaria y la expansión del crédito; en tanto mayor sea el aumento en la cantidad de dinero en relación a la expansión del crédito, mayor será el aumento en los activos externos netos.

La siguiente presentación alternativa es particularmente útil para aquellos países con mercados de capital poco desarrollados y donde el presupuesto del estado está financiado principalmente - por el sistema bancario consolidado como la suma del crédito al sector público (g),  $\Delta DC^g$ , más el crédito al sector privado no bancario (nb),  $\Delta DC^{nb}$ :

$$\Delta DC \equiv \Delta DC^g + \Delta DC^{nb} \quad (8)$$

Si se supone que el déficit presupuestario del sector público se financia mediante el recurso al endeudamiento por el sistema bancario o con el exterior, se tiene:

$$G - T \equiv \Delta DC^g - \Delta NFA^g \quad (9)$$

Combinando (7) y (9) se obtiene una relación particularmente ú-

til entre la variación de los activos externos del sistema bancario y la financiación del déficit del sector público:

$$\Delta NFA^b \equiv (T - G - \Delta NFA^s) + (\Delta M_2 - \Delta DC^{nb}) \quad (10)$$

Las variaciones en la posición de activos externos netos del sistema bancario tienen su contrapartida en una mayor deuda neta - del sector privado no bancario - un aumento del crédito por encima del aumento de la cantidad de dinero - o en un déficit presupuestario financiado por el sistema bancario interno.

De la identidad (10) a la programación financiera hay un solo paso. Esta se encontraría en la imposición de un techo a la expansión del crédito interno al sector público y al sector privado - no bancario, o de forma equivalente en una reducción del déficit del sector público.

Bibliografía capítulo I.

- (1) Vid A.K.Dasgupta y A.J.Hagger, "The Objectives of Macroeconomic Policy", 1971, pag. 15.
- (2) F.Machlup, "Three concepts of the Balance of Payments and the so-called Dolar Shortage" Economic Journal, marzo 1950.
- (3) Para un análisis más pormenorizado de este tema ver: P.Høst Madsen, "La Balance des Paiements: son rôle et ses utilisations, serie de brochures nº 9, FMI Washington 1967, pag 19
- (4) F.Hirsch, "Money International", Londres 1967, pp.50-55.
- (5) Vid International Monetary Fund, "Balance of Payments Manual" Fourth Edition. Washington D.C. 1977, pag.7.
- (6) D.G.Pierce y D.M.Shaw, "Economía Monetaria, Teorías, Evidencia y Política" ICE ediciones Madrid 1977, pag. 351.
- (7) Harry G.Johnson, "Dinero y Balanza de Pagos". Información - Comercial Española, octubre 1975 nº 506, pag. 33.
- (8) J.E.Meade, The Theory of International Economic Policy, vl I, "The Balance of Payments", Oxford University Press, Nueva York 1951.
- (9) H.B.Lary, "Problems of the U.S. as World Trader and Banker" Princeton University Press 1963.
- (10) W.Lederer hace una excelente exposición de los distintos criterios de clasificación de la balanza de pagos en el libro "The Balance of Foreign Transaction: Problems of Definition and Measurement" Princeton University Press 1963.
- (11) W.Gardner, "An Exchange Market Analysis of the U.S. Balance of Payments" en IMF Staff Papers, mayo 1961.
- (12) Erwin Veil, "Excédents es Déficits de la Balance des Paiements: Définition et signification des différents concepts" Perspectives Economiques de L'OCDE, Juillet 1975, pag.25-37
- (13) Para la elaboración de este apartado se ha seguido el artículo de John S.Smith "El nuevo manual de Balanza de Pagos - del Fondo" Finanzas y Desarrollo, marzo 1978, vl.15 nº 1 e, -International Monetary Fund "Balance of Payments Manual" - Fourth Edition Washington 1977.
- (14) Utilizados para las necesidades de la doble brecha.
- (15) F.Machlup en la obra editada por W.Fellner "Maintaining and Restoring in International Payments" Princeton University -

Press, N.J.pag,35, 1966.

- (16) La redacción de este epígrafe esta en parte basado en Rudiger Dornbusch, "Open Economy Macroeconomics" Basic Books, - Inc. New York 1980, pag. 19-28.
- (17) Para una modelización de la balanza de pagos teniendo en cuenta los distintos sectores económicos, ver Ray C.Fair, - "A Model of the balance of Payments" Journal of International Economics, vl 9 nº 1, February 1979, pag.25-46.
- (18) Para los fines de este análisis no se consideran las variaciones en el valor de las tenencias existentes de activos exteriores netos. Incluso aunque la balanza por cuenta corriente estuviera en equilibrio, se podían incrementar las tenencias de activos exteriores si sus precios se elevasen.
- (19) Se han agregado todos los sectores, el banco central, los bancos comerciales, el Tesoro y el sector privado no bancario.

II. LOS DISTINTOS ENFOQUES DEL  
AJUSTE DE LA BALANZA DE PAGOS

## II. LOS DISTINTOS ENFOQUES DEL AJUSTE DE LA BALANZA DE PAGOS.

Se han desarrollado a lo largo de los últimos años distintos enfoques para alcanzar el equilibrio de las cuentas exteriores de una economía abierta o ajuste de la balanza de pagos. Es importante destacar que los distintos enfoques que pasaremos revista a continuación, resaltan la vía principal del proceso, pero sin que ello quiera decir que los otros factores del ajuste no estén también presentes.

En la últimas crisis el problema del ajuste de la balanza de pagos ha alcanzado mayores cotas de importancia en las discusiones académicas y políticas. Esto es debido a varias razones entre las que destacan:

- A) Los desequilibrios que se han producido en una gran variedad de países con motivo de la crisis energética iniciada a raíz de la elevación del precio de los crudos de 1973 y elevaciones posteriores.
- B) El condicionamiento cada vez mayor que ofrecen las cuentas exteriores para solucionar los problemas de política económica interna, política de estabilización.
- C) La interrelación existente entre los déficits y los superávit de las distintas economías nacionales con el resto de los países de un área económica.
- D) Los continuos desequilibrios y posteriores reformas del sistema monetario internacional.

A. El mecanismo de ajuste clásico.

El mecanismo de ajuste clásico tiene una clara exposición en la obra de David Hume "de la balanza de pagos" (1) Hume estaba interesado en refutar la insistencia de los mercantilistas sobre el objetivo de la acumulación de metales preciosos dentro del país, y su consiguiente recomendación de políticas diseñadas a aportar un superávit en la balanza de pagos.

Su análisis acuñado en términos relevantes para el nuevo enfoque de la teoría de balanza de pagos, mostraba que la cantidad de dinero de un país podría ajustarse automáticamente a la demanda por medio de superávit o déficit en la balanza de pagos, inducidos por los efectos sobre los niveles nacionales de precios monetarios relativos al exceso de oferta o del exceso de demanda de dinero. De aquí que el deseo de los mercantilistas de acumular "riqueza" estaba en conflicto con el mecanismo básico de ajuste monetario internacional y podría alcanzar sólo un éxito efímero.

Tres puntos son dignos de subrayar en el mecanismo precio-cambio circulación en esta etapa (2). Primero; la terminología contemporánea supone (de acuerdo con los hechos, utilizados de ese tiempo) que todo el dinero, es dinero "externo" (metales preciosos), es decir, que no existen sistemas bancarios centrales o comerciales capaces de crear dinero sin respaldo de reservas internacionales, con lo que el dinero interno y las reservas internacionales viene a ser la misma cosa. Segundo; el mecanismo del ajuste se dirige al análisis de las transacciones en mercancías y no en valores, una característica que ha permanecido dominante en la -

teoría de Balanza de Pagos. Tercero; en el análisis detallado - del mecanismo hay más bien un embarazoso compromiso entre el supuesto de una economía cerrada o una economía abierta en el que los precios internos pueden desviarse de la paridad del poder adquisitivo por la influencia de los desequilibrios entre la demanda de dinero y la oferta, pero que tales variaciones conducen a cambios en los flujos comerciales que alteran la balanza de pagos y, de ahí, el stock interno de dinero a largo plazo.

El análisis de Hume funciona en términos de un mecanismo automático de ajustes internacionales motivados por flujos monetarios y los cambios consiguientes en los niveles de precios monetarios nacionales. La subsiguiente elaboración de la teoría, antes y durante los años treinta, retuvo la noción general de automaticidad, aunque añadió las complicaciones requeridas por la existencia de dinero creado por las reservas nacionales y por la posibilidad de atracción de los movimientos internacionales de capital a corto plazo, a través de las diferencias internacionales de los tipos de interés.

El mecanismo de ajuste clásico exige la aceptación de las siguientes hipótesis:

- a) La cantidad de oro determina la masa monetaria de todos los países.
- b) Existe una relación fija entre el oro y cada una de las monedas que permite paridades fijas, directas y cruzadas.
- c) Se acepta la libertad de comercio, acuñación y transporte del oro.

d) Es válida la teoría cuantitativa del dinero: los precios experimentan variaciones proporcionales a la cantidad de dinero.

e) Se parte de una elevada flexibilidad de precios y salarios.

Al mismo tiempo implica la aceptación de tres reglas. Primera: - es preciso que el oro circule libremente, ya que, de lo contrario, se desarticula el mecanismo corrector. Segunda: las autoridades monetarias deben permitir que el tipo de interés se eleve al descender las reservas de oro, y viceversa. Si bien las autoridades monetarias del país, deficitario se verán forzadas a actuar en el sentido indicado, no existirá el mismo estímulo en el caso de unos países que acumulan superávit. Tercera: la política económica de todos los países debe otorgar prioridad al mantenimiento del equilibrio externo, es decir, los objetivos internos deben quedar subordinados al objetivo de la estabilidad exterior. Este mecanismo tiene gran influencia en los orígenes históricos del enfoque monetario.

#### B.El Enfoque Elasticidades.

Desde un punto de vista teórico, el enfoque de las elasticidades tiene hondas raíces neoclásicas y entronca con los mecanismos de ajuste del patrón oro basados en los movimientos de precios y salarios. Tienen una característica principal en su existencia en el mercado de cambios extranjeros excluyendo casi totalmente, el factor doméstico y los mercados de producto, dinero y activos financieros.

En un sistema de patrón oro puro el ajuste se producía a través de flujos de oro automáticos y libres que elevaban los tipos de interés en un país y los reducían en el otro, reduciendo y aumen

tando la demanda y los niveles de precios hasta alcanzar el equilibrio.

Como consecuencia de la Gran Depresión, los movimientos de capitales y transferencias, desaparecen de la escena y quedan las transacciones de bienes comerciales (visibles e invisibles) como elementos desequilibradores de la balanza de pagos. Por otra parte el pensamiento económico se enfrenta en los años treinta, con una serie de devaluaciones que no obtienen los resultados deseados. De aquí nace el enfoque elasticidades.

Siguiendo el clásico ensayo de J. Robinson (3) "The Foreign Exchanges" 1939: La moneda extranjera puede necesitarse para: 1) Pagar artículos o servicios comprados en el extranjero (para hacer regalos al exterior) esto es con objeto de pagar obligaciones contraídas al hacer importaciones visibles e invisibles. 2) Para otorgar empréstitos o comprar valores en el extranjero. 3) Con fines de especulación, es decir, para aprovechar una variación en sentido opuesto que se espera ocurra en el monto futuro del tipo de cambio. Y 4) Para trasladar fondos de un país en que parezcan poco seguras las perspectivas políticas, fiscales o de los negocios a uno en el cual parezcan relativamente rentables.

Continúa J. Robinson: más conveniente es distinguir solamente dos categorías principales en la balanza de pagos: pagos por importaciones y por exportaciones, que representan la cuenta de ingresos o balanza comercial, y pagos por préstamos y empréstitos (que cubren los tres grupos que distinguimos antes) los cuales representan la cuenta de capital o balanza de préstamos.

Ahora bien, como la balanza de pagos está siempre en equilibrio, se deduce que, para cualquier período de tiempo, los pagos con respecto a la balanza comercial deben ser iguales, y de signo contrario, a los pagos que comprende la balanza de préstamos. Así cuando en cualquier período los habitantes de un país tienen colectivamente un excedente de ingresos proveniente de exportaciones, con respecto a los pagos por concepto de importaciones (es decir una balanza comercial positiva), deben estar "prestando" (en sentido amplio) a los habitantes de otros países, durante el mismo período, una suma exactamente igual. De una manera semejante un excedente de importaciones (balanza comercial negativa) debe ir compensada por una cantidad igual de empréstitos obtenidos. Esta es una verdad evidente, que proporciona el punto de partida más conveniente para la teoría de los cambios. Se olvida, sin embargo, el papel de los flujos automáticos, pues solo estudia -el enfoque elasticidades- la balanza comercial dado que considera la balanza de préstamos como transacciones inducidas.

El enfoque elasticidades se puede decir que utiliza un equilibrio parcial Marshalliano separando los mercados de importaciones y exportaciones. El mismo Alfred Marshall ya había señalado que la devaluación podría tener un efecto desfavorable sobre la balanza comercial si la elasticidad total de la demanda de cada país (nos movemos dentro del modelo de dos fondos) era menor que la mitad y si, por término medio resultaba inferior a  $\frac{1}{2}$  (4).

Analizaremos con más detenimiento las condiciones -según el enfoque elasticidades- para que una devaluación mejore la balanza de

pagos.

Nos centramos en la balanza comercial:

$$B = X - M$$

El modelo supone que las tres variables principales determinantes en las funciones de X y M son el nivel de precios doméstico de los sustitutivos a la exportación e importación ( $P_d$ ), el nivel de precios en el exterior de ambos, las exportaciones e importaciones en competencia ( $P_f$ ) y el tipo de cambio el cual se altera hará cambiar al coeficiente  $P_d/P_f$ . Escribiremos la anterior ecuación de la siguiente forma:

$$B = X(P_d/P_f, \pi) - M(P_d/P_f, \pi)$$

Donde  $\pi$  es el tipo de cambio. Se trata de un análisis metodológico de equilibrio parcial, no monetario que analiza, el problema en términos de precios relativos. Su estudio se ha centrado en la sensibilidad de X y M a las variaciones de tipo de cambio, tratando sus argumentos en términos de cuatro elasticidades: la elasticidad de la demanda extranjera de exportaciones y la elasticidad de la oferta nacional (la cual está influida por la elasticidad de la demanda nacional de artículos exportables, la elasticidad de la oferta extranjera de importaciones y la elasticidad de la demanda nacional de importaciones (la cual está influida por la elasticidad de la oferta nacional de mercancías rivales).

El enfoque de las elasticidades analiza (5), en primer término, la estabilidad o inestabilidad en el mercado de moneda extranjera y considera que: En tanto las curvas de demanda y oferta ten-

gan su forma "ordinaria", es decir, en tanto la curva de demanda tenga inclinación negativa (Se inclina hacia abajo de izquierda a derecha) y la curva de oferta tenga inclinación positiva, (Se - inclina hacia arriba de izquierda a derecha) el equilibrio es es table. Esta afirmación la podemos comprobar en la Fig.1.

El equilibrio es inestable, con tal de que la elasticidad de oferta sea mayor que la elasticidad de demanda.

A continuación el enfoque analiza la condición bajo la cual una variación del tipo de cambio mejorará la balanza de pagos. Para ello analizamos las curvas de demanda y de oferta de exportaciones e importaciones según sean en moneda nacional o extranjera.

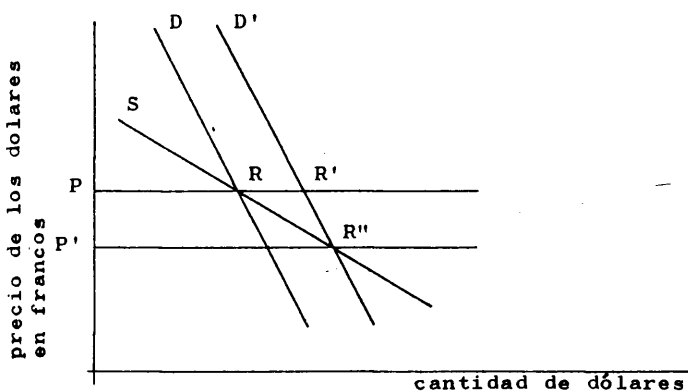


Fig.1

La forma de la curva de demanda y oferta de moneda extranjera es determinada por las transacciones fundamentales (por su naturaleza). De este modo al representar nuestras curvas promedios de una variedad de bienes y servicios, es permitido asumir que las curvas de oferta tienen su forma, es decir, con pendiente positi

va. Siguiendo los estudios de Robinson 1973; Jöhr, 1947 y Haberler, 1949, podemos representarlas.

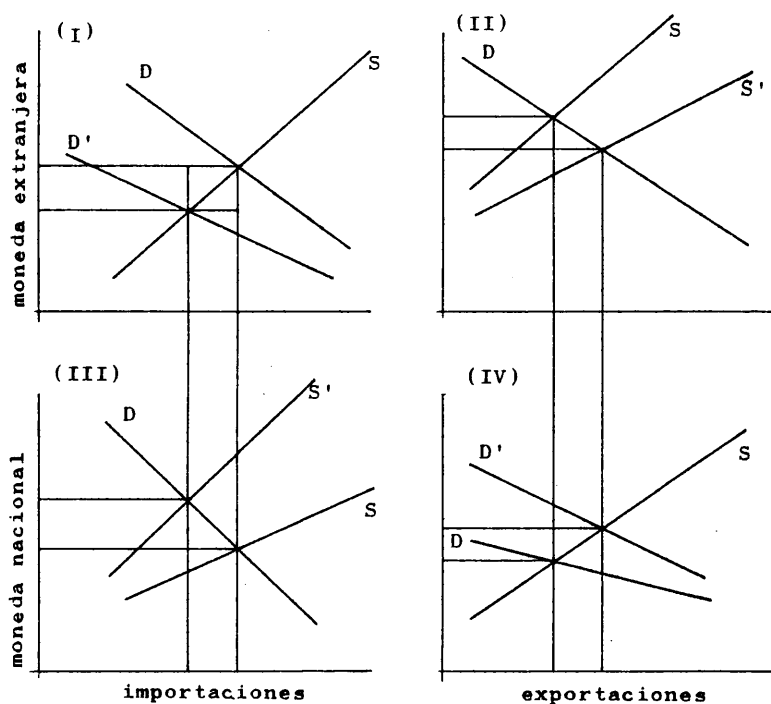


Fig.2- Curvas de demanda y oferta de exportaciones e importaciones.

Los precios de las importaciones y exportaciones en términos de la moneda extranjera caen (excepto si la curva de oferta de importaciones o la curva de demanda de exportaciones fuesen perfectamente elásticas o si la curva de demanda de importaciones o la curva de oferta de exportaciones fuesen completamente inelásticas).

De las figuras descritas podemos concluir: A) En moneda extranjera, el valor de las importaciones de un país caerá como consecuencia de una depreciación; pero que el valor de las exportaciones crezca o caiga depende de la elasticidad de la demanda extranjera de exportaciones domésticas. B) En moneda doméstica, el proceso es el contrario; el valor de las exportaciones crecerá mientras que el valor de las importaciones puede crecer o caer, dependiendo de la elasticidad de la demanda doméstica de importaciones.

A partir de los cuatro diagramas de la figura 2, se puede derivar la curva de demanda y oferta de moneda extranjera en términos de la moneda doméstica, o de ésta en términos de la moneda extranjera.

Haberler en su artículo "The Market for foreign exchange and stability of balance of payments: a theoretical analysis", estudia de forma analítica las relaciones entre la elasticidad de oferta y demanda de las anteriores figuras y establece:

$$\eta_d = \eta_m \frac{\epsilon_m + 1}{\eta_m + \epsilon_m} = \frac{\epsilon_m + 1}{\frac{\epsilon_m + 1}{\eta_m}}$$

$$\epsilon_d = \epsilon_x \frac{\eta_x - 1}{\eta_x + \epsilon_x} = \frac{\eta_x - 1}{\frac{\eta_x}{\epsilon_x} + 1}$$

$$\eta_{fr} = \eta_x \frac{\epsilon_x + 1}{\epsilon_x + \eta_x}$$

$$\epsilon_{fr} = \epsilon_x \frac{1 - \eta_m}{\eta_m + \epsilon_m}$$

De esto podemos deducir que:

$$\begin{aligned} \eta_{fr} + \epsilon_d &= 1 \\ \epsilon_{fr} + d &= 1 \end{aligned} \quad Y$$

Siendo:  $\eta$  = elasticidad de demanda

$\epsilon$  = elasticidad de oferta

Subíndices: x exportaciones

m importaciones

d dólares

fr francos

Procedemos a formular la condición bajo la cual una variación del tipo de cambio tendrá un efecto "normal" en la balanza de pagos.

"En el caso sencillo en que el comercio esté equilibrado y las elasticidades de la oferta nacional y extranjera sean infinitas, la balanza comercial aumentará o disminuirá según la curva de las elasticidades de la demanda nacional y extranjera sea mayor o menor que la unidad, esto es, según que la deficiencia por debajo de la unidad de una sea más o menos compensada por el exceso sobre cero de la otra".

Se suele referir esta como la condición "Lerner" y ha sido formulada con mayor o menor precisión por Lerner, 1944; Marshall, 1923; Robinson, 1937; Brown, 1942 y Polak, 1957. Para Lerner el razonamiento es el siguiente (6).

"La elasticidad de demanda (extranjera) de exportaciones es menor que la unidad, digamos un tercio; la cantidad comprada (exportada) crecerá solo un tercio de lo que el precio cae, y el valor de las exportaciones caerá. Supongamos que el precio de las exportaciones cae (bajo una depreciación) en un 3%. Esto resultará en un crecimiento de las exportaciones del 1% (un tercio de la caída del precio) con lo que el valor de las exportaciones caerá aproximadamente en un 2%. Ahora supongamos que la elasticidad de demanda (doméstica) de importaciones es dos tercios (de forma que la suma de las dos elasticidades es igual a la unidad) así que el crecimiento de aproximadamente un 3% del precio de las importaciones resultará en un crecimiento en la cantidad comprada (importada) y en su valor, del 2% (dos tercios del cambio en el precio, porque la elasticidad de demanda de importaciones es dos tercios). Los valores de las importaciones y exportaciones se mueven juntos y la balanza de importaciones es la misma".

El modelo tradicional, consideraba por lo general que era suficiente afirmar que las elasticidades de oferta de las exportaciones e importaciones de un país, junto con las elasticidades de demanda, determinaban las condiciones de la elasticidad del cambio, si se tomaban ambos conjuntos de las elasticidades en un sentido de equilibrio parcial. Este enfoque es lógicamente váli-

lido para un examen de los efectos de la devaluación sobre la balanza comercial, era también y de modo innecesario, no realista. La devaluación es una causa del cambio del ingreso -a menos que las autoridades fiscales y monetarias procuren mantener constantes los niveles de ingreso-. Estos defectos pronto fueron reconocidos por Meade, Balogn, Streeten, Polak, Machlup y Laversen, entre otros y el enfoque anterior de equilibrio parcial fue corregido mediante la inclusión en el análisis de la influencia de - los cambios provocados por la devaluación sobre el ingreso y la totalidad de los precios.

Fruto de este refinamiento en realizar ajustes en las condicio- nes mismas de estabilidad, dando cabida a los efectos -ingresos directos significativos y a los posibles ajustes entre todos los precios, ajustes que provocan efectos- ingresos indirectos y o- -tros cambios de importancia. Este enfoque fue primero recomenda- do por Tinbergen, y Brown y empleado de modo empírico por Stuvell y Polak. La reformulación del enfoque, al incorporar, las elasti cidades -ingreso o las propensiones marginales o medias a impor- tar y a ahorrar, dió origen a formular condiciones de estabili- dad más complejas, todas como las de Habberger, Laversen, Metzler Bell y Alexander. Sin embargo, una gran ventaja de este enfoque en comparación con las formulaciones "ceteris paribus" y de elas- ticidades "totales", fue que, al reconocer de modo explícito que la devaluación tenía efectos significativos que iban más allá - de la mera alteración del tipo de cambio, y por lo tanto, de los precios relativos de las exportaciones y de las importaciones. - Dirigió la atención en el papel que desempeñaban los efectos-in-

gresos en el mecanismo de la devaluación.

Todo ello constituyó un avance importante. Pudo verse que las condiciones de una evaluación efectiva eran más estrictas de lo que se había supuesto. Al incorporar los efectos ingresos, e incluir los efectos originados por los movimientos de los términos del intercambio, la consecuencia beneficiosa de los movimientos de los precios relativos para la balanza de pagos tendían a ser contrareastadas. Habegger (7) destacó que cuando las elasticidades de oferta eran infinitas el valor crítico de las curvas de las elasticidades-precio de la demanda no era ya la unidad, sino algo mayor que ella, dependiendo del exceso sobre la unidad de la fuerza de los efectos-ingreso.

Estas conclusiones serán difíciles de aceptar, en vista de las estimaciones estadísticas tomadas de los datos del período interbélico, de que las curvas relevantes de demanda eran típicamente inelásticas -tan inelásticas en realidad que la suma de las dos elasticidades relevantes de demanda eran con frecuencia menores que la unidad-. Para casi cualquier interpretación estos datos parecía cuestionar que la devaluación fuera aconsejable para corregir un déficit de la balanza comercial.

Sin embargo, la devaluación nunca fue rechazada como remedio del déficit de pagos. Varios economistas entre los que se puede destacar Machlup (8), Orcutt (9), Lettiche (10) y Habegger (11), sostuvieron que las estimaciones estadísticas de las elasticidades de demanda no sólo eran poco fiables para predecir el éxito de la devaluación, sino que, en verdad, tenían rasgos descenden

tes, y por consiguiente tendían a errar por defecto. También se afirmaba que las estimaciones habrían medido elasticidades de de manda en el corto plazo, antes que las elasticidades a largo pla zo, que eran las significativas para el análisis de la devaluación. Por lo que se dedujo que es probable que la devaluación - constituya un arma útil contra un déficit de pagos aun cuando - las elasticidades -a corto plazo- medidas sean bajas.

De todo lo visto podemos deducir que es difícil extraer, en prin cipio, conclusiones sobre el tipo de cambio debido a que no considera el papel de la oferta monetaria, considera la renta constante, etc. El resultado fue que nunca explicó -el modelo de las elasticidades- satisfactoriamente la devaluación. En la década - de desempleo en masa era la respuesta de una oferta perfectamente elástica a los estímulos que ofrecía la devaluación, lo que - explicaba sus efectos favorables, mucho más que el complejo juego de las fórmulas. Cuando la devaluación se aplica con pleno em pleo -después de la segunda guerra mundial- se pone de manifiesto las lagunas del análisis: olvido de los bienes no comerciales el dinero; efectos rentables; saldos reales, incluidos por el - cambio de los precios, la relación real de intercambio y la im- portancia cada vez mayor de los movimientos de capitales. Todo - ello trajo consigo el pesimismo de las elasticidades.

Este modelo es interpretado por Dornbusch en su artículo "Exchan ge rates and fiscal Policy in a Popular Model of International - Trade" (12). En este modelo añade alguno de los olvidos del enfo que elasticidades como son los bienes no comerciales.

### C. La Teoría del Mutiplicador del Comercio Exterior.

El enfoque del multiplicador keynesiano fue desarrollado por Harberger (13) y Metzler (14).

Podemos estimar que la teoría del mutiplicador del comercio exte  
rior se apoya en las siguientes consideraciones (15):

A) Una transferencia de renta de una economía a otra puede origi  
nar por medio de las relaciones económicas internacionales una -  
variación en la renta nacional.

B) La variación de renta que se produce por una variación en las  
exportaciones o importaciones de mercancías, servicios o capita  
les o por una variación de las transferencias es mayor que la va  
riación inductora. Se produce un efecto multiplicador.

C) Este efecto multiplicador generado por una variación de la ba  
lanza de pagos determina efectos inducidos que tienden a resta  
blecer el equilibrio de la misma.

En los modelos del multiplicador del comercio exterior, se suele  
aceptar las hipótesis siguientes:

1) Durante el proceso de multiplicación las propensiones a consu  
mir, ahorrar, importar, etc. se mantienen inalterables.

2) El efecto de multiplicación actúa sobre una economía de subem  
pleo, lo que supone:

a) Eliminar las importaciones de bienes de inversión, dado que -  
hay capacidad productiva ociosa.

b) Mantiene la estabilidad de precios, salarios e intereses, con  
lo que se eliminan los efectos-precio del proceso de reequili -  
brio.

- 3) No varía la tasa de cambio, lo que permite eliminar los efectos-precio derivados de esa alteración.
- 4) Se mantienen constantes los sistemas monetarios y los hábitos de pago de los países interesados; de esta manera, los períodos de propagación de la renta tienen la misma duración.
- 5) No varía la distribución de la renta.

El multiplicador lo podemos expresar de la siguiente forma (16): La exportaciones de bienes y servicios (X) son, al igual que la inversión, exógenas, debido a que el gasto del resto del mundo - en exportaciones de la economía con precios rígidos no viene influido por la renta del país que se analiza. Asimismo, el gasto en importaciones (M) desvía la renta hacia individuos del resto del mundo pero no del país que se analiza. Significa una filtración del flujo de renta, similar al ahorro interno. Por lo tanto en una economía abierta, la condición de equilibrio que relaciona inyecciones y filtraciones del flujo de renta es:

$$I + X = S + M$$

Esta no es una condición de equilibrio externo, la podemos convertir en:

$$X - M = S - I$$

El superávit de la balanza comercial (una inyección neta del exterior) debe ser igual al exceso del ahorro sobre la inversión interior (una filtración neta dentro del país que se analiza).

Podemos expresarlo de la forma siguiente:

$$\Delta I + \Delta X = \Delta S + \Delta M (P) \quad (1)$$

Según las hipótesis establecidas podemos relacionar las importa-

ciones con la renta:

$$\Delta M = m \Delta Y$$

$m$  es la propensión marginal a importar.

Podemos describir (1) en la forma

$$\Delta I + \Delta X = (S+m) \Delta Y \quad (2)$$

Y el multiplicador, cuando se produce una variación exógena en la inversión permaneciendo constantes las exportaciones, será:

$$\frac{\Delta Y}{\Delta I} = \frac{1}{S+m} \quad (3)$$

Una variación en las exportaciones, manteniendo la inversión constante, tiene el mismo efecto sobre la renta que un cambio igual de la inversión.

La condición de equilibrio de la renta no implica necesariamente que las exportaciones sean iguales a las importaciones. Supóngase, sin embargo, que lo son antes de que tenga lugar un incremento exógeno de las exportaciones. ¿Aumentarán lo suficiente como para restablecer la igualdad? Recordando que  $\Delta m = m\Delta Y$

$$\Delta M = m\Delta Y = m \left( \frac{1}{s+m} \right) \Delta X = \left( \frac{m}{s+m} \right) \Delta X \quad (4)$$

Como  $s$  y  $m$  son ambas fracciones positivas, el aumento de las importaciones será menor que el de las exportaciones. Por tanto, el efecto multiplicador de un incremento de las exportaciones reduce la mejora inicial de la balanza de pagos producida por aquel aumento, pero el incremento de las importaciones será menor que el de las exportaciones siempre que se induzca un ahorro interno adicional (esto es, que sea mayor que cero). La balanza comercial mejora en un porcentaje igual al que el ahorro interior representa de todas las filtraciones internas.

La mejora de la balanza comercial es  $\Delta X - \Delta M$  por (4):

$$\Delta X - \Delta M = \Delta X - (m/(s+m)) \Delta X = (1-m/(s+m)) \Delta X = (s/(s+m)) \Delta X$$

Según tomemos en cuenta o no los distintos impulsos que actúan en el proceso de equilibrio, las fórmulas de los multiplicadores tomarán formas muy variadas:

Marcy, propone (17)

$$K = \frac{1}{s+m+f}$$

siendo:

$f$  = propensión marginal de retorno, generada por la disminución de renta del otro país (o del resto del mundo), y que da lugar a una concentración de la exportación del país considerado.

Podemos destacar también la fórmula que propone Machlup (18)

$$K = \frac{1}{s_A + m_A + m_B \frac{s_A}{s_B}}$$

siendo  $s_A$  y  $s_B$  las propensiones a ahorrar de los dos países, y  $m_A$  y  $m_B$  las propensiones a importar.

Polak (19) propone, entre otras muchas la siguiente expresión:

$$K = \frac{1}{1 - c - v + q}$$

Siendo:

$c$  = Propensión marginal al consumo

$v$  = Propensión marginal a la inversión

$q$  = Propensión marginal a importar

Holtzman y Zellner (20) proponen:

$$\Delta Y = \frac{\Delta C_{ad} + \Delta I + t\Delta X - p\Delta M_a}{1 - C}$$

Siendo:

Cad = La parte autónoma del consumo doméstico

t = Coeficientes que mide una pluralidad de efectos derivados de las transferencias de emigrantes y de las transferencias públicas unilaterales en relación con el consumo interno.

p = Proporción de la importación que sustituye al consumo interno.

Ma = Importación autónoma.

Harry G. Johnson (21) considera que el enfoque del multiplicador Keynesiano tiene tres defectos importantes: 1) Al asumir las condiciones de desempleo masivo y salarios rígidos no sirve de guía para el análisis de la devaluación bajo condiciones de pleno empleo e inflacionarias. 2) Comete, el mismo error de teoría monetaria de tratar la demanda por un crecimiento del balance monetario como un equilibrio flujo de demanda en vez de un proceso de ajuste stock-flujo. Sobre este punto volveremos, analizándolo con más detenimiento en el cap. 3º. Y 3) El enfoque ignora las repercusiones en el equilibrio externo de la política monetaria interna.

#### D. El Enfoque Absorción.

Podemos encontrar los orígenes del enfoque absorción en Stolper el cual en una serie de artículos preanunciaba dicho enfoque (22). Demuestra, dicho autor, que un cambio equilibrado del giro

comercial tiene efectos variables sobre el ingreso y el empleo, conforme a la índole del desplazamiento de la propensión interna media al gasto de consumo e inversión.

En 1952, S.Alexander (23) cree dar con el modelo de la devaluación -el enfoque absorción- mediante la expansión directa a una economía abierta del análisis Keynesiano de gasto-renta. Dicho enfoque fue criticado por Fitz Machlup en su obra "The Analisis of Devaluation" donde propone una vuelta a la antigua teoría de la elasticidad como veremos en este apartado.

El enfoque absorción, frente a otros anteriores destaca por (24):

- 1º Ofrece una visión macroeconómica: Un déficit se produce porque el gasto excede a la renta corriente.
- 2º Explica las relaciones de las variaciones de renta y los desequilibrios de la balanza de pagos.
- 3º Es un enfoque Keynesiano, frente al neoclasicismo de las elastidades.
- 4º Toma ya en cuenta los problemas de la oferta monetaria, los saldos reales y la ilusión monetaria.
- 5º Mantiene, en cambio, la misma visión parcial del problema de la balanza de pagos como problema de balanza corriente.

Alexander parte en su modelo de que el retiro del mercado de los bienes y servicios será considerado como una absorción. La absorción será igual, entonces a la suma del consumo y la inversión, como se la define usualmente, incluyendo en la inversión cualquier cambio en la tendencia de inventarios. Una devaluación que afecte el saldo exterior lo hará de dos únicas formas: 1) Modifi

cando la producción de bienes y servicios del país, lo cual traerá aparejado otro cambio en la absorción de bienes y servicios, de modo que el saldo exterior se verá alterado por la diferencia entre el cambio de ingreso y el cambio en la absorción inducido por el ingreso; 2) Modificando el monto de absorción real asociado con cualquier nivel dado de ingreso real.

El punto de partida es la siguiente identidad: La balanza externa B, es igual a la diferencia entre la producción total de bienes y servicios Y, y la absorción total de bienes y servicios A,

$$B = Y - A$$

Los cambios en esta cantidad son indicados por Alexander con las correspondientes minúsculas de modo que:

$$b = y - a \quad (1)$$

La absorción puede estar supeditada también al nivel de precios de otros factores que se relacionan con la devaluación, de modo que:

$$a = cy - d \quad (2)$$

Si c es la propensión a absorber, igual a la propensión a consumir más un efecto análogo del ingreso sobre la inversión, que puede denominarse propensión a invertir. El término d podría denominarse efecto directo de la devaluación sobre la absorción.

La relación funcional 2 combinada con la identidad fundamentada 1 da:

$$b = (1 - c) y + d$$

Esta formulación es útil, cita Alexander, porque nos sugiere investigar tres interrogantes básicos: ¿ Como afecta la devaluación -

ción al ingreso ? ¿ Como influye un cambio en el nivel de ingreso sobre la absorción ? y ¿ Como afecta la devaluación en forma directa, a la absorción, para cualquier nivel de ingreso ?

Para analizar estas tres cuestiones debe considerarse toda la estructura económica del país que devalúa y la del resto del mundo. Analizamos brevemente esta idea (25):

Podemos representar los efectos de la siguiente forma:

$$(X - M) f(\eta, Y) = Y - A(Y, B)$$

que puede leerse de la siguiente manera: la balanza comercial, - una función del tipo de cambio y nivel de renta doméstica, es igual a la diferencia entre el nivel de renta doméstica y la absorción, estando la absorción en función del nivel de renta y de otras variables (B).

#### I. Efectos directos sobre la renta.

Efecto de la relación de intercambio. Alexander presupone que una devaluación normalmente, deteriorará la relación real de intercambio expresada tanto en moneda doméstica como extranjera. - Razona que ya que una devaluación sube  $Pm^d$  y dado que la renta real es la suma de los ingresos del factor renta doméstica dividido por algún índice de precios de bienes vendidos o no vendidos caerá la renta real (26). Este deterioro en la renta real de intercambio hace que baje la renta real, y suponiendo que algún componente de A es proporcional al nivel de renta real, A agregada también bajará. El cambio en B vendrá dado por  $\Delta B = \Delta Y - a\Delta Y$ . Siempre que  $a < 1$  la reducción en el nivel de renta será mayor que la reducción inducida en la absorción y la balanza comercial

se deteriorará. Esta conclusión está bajo la suposición de que - una devaluación deteriora la relación real de intercambio, si es ta mejora, el efecto de las relaciones reales de intercambio en la balanza comercial de un país será favorable. El efecto de recursos ociosos. Si existen recursos sin emplear en el país que - devalúa, el aumento en el gasto doméstico y extranjero inducido por la devaluación para la producción doméstica hará subir la de manda de estos recursos ociosos y tenderán a reabsorberse en la producción. Primero serán reabsorbidos en los sectores competiti vos de exportación e importación de la economía, luego, otros re cursos ociosos serán absorbidos en los sectores de bienes de con sumo e inversión a medida que sube el gasto doméstico. El nivel de producción real en la economía subirá por el proceso multipli cador ya conocido y el nuevo nivel de producción (y renta) de equilibrio será mayor que el aumento inducido, siempre que la pro pensión a absorber sea menor a la unidad. Este efecto de recursos ociosos destaca una importante condición, necesaria para una devaluación acertada, a saber, la necesidad de asegurar recursos - reales adicionales a los sectores competitivos de exportación e importación de la economía.

Estos usos alternativos estarán en función de la competitividad por los escasos recursos entre los diferentes sectores de la eco nomía y de la movilidad interna de estos recursos.

El efecto de reasignación de recursos. ¿Qué ocurre con el nivel de renta si tiene lugar una devaluación en una economía que ha - alcanzado su capacidad límite a corto plazo y donde, por defini-

ción, la oportunidad de emplear recursos ociosos adicionales es nula? F. Machlup, en su artículo "The Terms of Trade effects of devaluation Unpon real income and the Balance of Trade" cree que un desplazamiento de recursos (a pleno empleo y de hecho a cualquier empleo) desde bienes no vendidos a sectores de exportación y sectores competidores de importaciones de la economía, posiblemente haga subir el nivel de renta real (Producción) de la economía en su conjunto, incluso a corto plazo. Su tesis, se basa en la posibilidad de una óptima utilización de la capacidad en el sector de bienes no comercializados y una no-óptima utilización de la capacidad en los sectores de exportación y competidores de importación de la economía a pleno empleo en un país con un tipo de cambio sobrevalorado. Una re-asignación de recursos desde una productividad baja (no comercializada) hacia actividades de productividad relativamente alta (comercializada) podría subir la capacidad productiva general de la economía sin ningún cambio en la cantidad de recursos reales en la producción.

## II. Efectos Inducidos en la absorción.

Si la absorción real es de alguna forma una función de la renta real y, en particular, si la absorción agregada es una fracción del nivel de renta real, entonces siempre cuando  $Y/P \uparrow$ ,  $A/P \uparrow$  pero menos que la subida en  $Y/P$ , siempre cuando  $Y/P \downarrow$ ,  $A/P \downarrow$  pero menos que el descenso en  $Y/P$ . Este es el "efecto inducido" sobre la absorción de un cambio en el nivel de renta. Este "efecto inducido" tiende a mitigar la influencia favorable (desfavorable) en la balanza comercial de una subida (descenso) en el nivel de

la renta que resulta de un uso alternativo del gasto en la producción doméstica (27). Si la propensión marginal a la absorción (la cual es también la propensión marginal al consumo y a la inversión) es mayor que la unidad, las predicciones anteriores deben cambiarse.

### III. Efectos directos sobre la absorción.

Alexander cree que la absorción agregada es una función no solo del nivel de la renta doméstica real, sino también de otras variables particularmente del nivel doméstico de precios. Si la absorción decae al aumentar el nivel de precios, esto tendrá un efecto favorable en la balanza comercial y, viceversa, si aumenta la absorción.

Efecto de redistribución de la renta. Se anticipa que una devaluación subirá las rentas de los productores de bienes de exportación y de sustitución de importaciones y reducirá las rentas de los productores de bienes no-comerciales. Si la PMI de aquel grupo es más alta que la de este, lo cual es bastante, entonces la PMI agregada subirá con la redistribución de la renta con consecuencias desfavorables para la balanza comercial. Una vez más, una devaluación reduce la renta de los consumidores de importaciones y sube la renta de los productores de exportaciones.

Efectos miscelaneos de riqueza. Algunos residentes domésticos tendrán activos extranjeros en una cartera de valores. Si el pago de la renta de esos activos se contrata en cambio extranjero los propietarios de esos activos se beneficiaran de la devaluación, ya que el valor de cambio en moneda doméstica (en forma de

intereses , beneficios y dividendos emitidos en el extranjero) de nominados en cambio extranjero aumentarán como resultado de la devaluación. Además las autoridades monetarias sufrirán un cambio en su posición de riqueza a medida que revalorizan la moneda doméstica equivalente a sus reservas de cambio extranjero. Esto representa una mejora definitiva en la posición de liquidez externa del país.

Alexander concluye que una devaluación mejorará la balanza de pagos si el signo de esta expresión es positivo:

$$\begin{aligned} \Delta B &= \Delta Y - a\Delta Y - \Delta A \\ \delta \quad \Delta B &= \Delta Y (1 - a) - \Delta A \quad (A = f(p)) \end{aligned}$$

Donde  $\Delta A$  es el efecto directo "incluido por los precios" sobre la absorción,  $a\Delta Y$  con los "efectos inducidos por la renta" sobre la absorción  $\Delta Y$  es el efecto directo de la devaluación en la renta. Suponiendo que la economía ya está en su límite de capacidad y que el efecto positivo de re-asignación de recursos sobre la renta sobrepasa los términos negativos del efecto comercial (de manera que  $\Delta Y = 0$ ) la única esperanza para una devaluación prospera, según Alexander, está en las consecuencias inflacionistas de una política de usos alternativos a pleno empleo. La simplicidad del enfoque absorción es sólo aparente. Al poner el énfasis en el significado del ingreso y la absorción, el enfoque se centra en dos variables, a diferencia del enfoque elasticidades, donde son cuatro; y aún más en la primera elaboración del enfoque tradicional de las elasticidades hecha por: Haberger, Laversen y Metzler, a fin de incluir la consideración del efecto-in-

greso, las variables importantes para el análisis. El hecho de que utilice sólo dos variables -el enfoque absorción- es sumamente engañoso debido a que es necesario comprender la relación que existe entre la absorción y el ingreso a medida que varía el tipo de cambio, y esta relación no es de ningún modo simple.

Las ventajas e inconvenientes de los distintos enfoques fueron analizados por Alexander (28) (1959) deduciendo una solución de compromiso "el resultado obtenido por el enfoque tradicional de elasticidades puede juzgarse el efecto inicial (o primario) de una devaluación, a la cual puede aplicarse un "multiplicador" (normalmente menor que la unidad), calculando a partir de las propensiones a atesorar, a importar, etc., para obtener el efecto final.

Este enfoque es criticado por Machlup (29) del que podemos destacar los siguientes puntos:

- a) No se puede apoyar el estudio sobre las variables reales; los valores monetarios son fundamentales.
- b) Es imposible prescindir de los efectos-precio en el análisis del efecto directo sobre la absorción.
- c) Aún bajo el supuesto de pleno empleo, la renta puede aumentar mediante una reasignación de los factores productivos.
- d) Existe un efecto directo de la relación real de intercambio a través de los efectos-renta y efectos-sustitución.

Para Tsiang (30) el enfoque absorción es, a la vez, importante e insuficiente. Importante porque pone de manifiesto la necesidad

de examinar el efecto de una devaluación sobre la renta y el gas to; Insuficiente porque el efecto primario de la devaluación depende de las elasticidades, así como del factor amortiguador secundario, que depende a su vez de las elasticidades tan pronto - se admite que los precios internos puedan variar con las modificaciones de la renta, y por la gran importancia que, en todo el proceso, detentan los factores monetarios.

En opinión de Kyle (31), la crítica de Tsiang reviste especial interés, por dos razones: la primera, porque destaca la importan cia del análisis de las variables monetarias y de como ponderar las variables reales en una economía abierta y, segundo, porque da el primer gran impulso hacia el enfoque de la balanza de pagos.

Se puede concluir el análisis teórico del enfoque absorción destacando, que es incompleto fundamentalmente porque: 1) En un modelo para un país; un análisis completo de la devaluación debe - llevarse a cabo dentro del contexto de un modelo de por lo menos dos países. 2) El modelo se ocupa principalmente del componente de la balanza comercial en la balanza de pagos, olvidando las im plicaciones de una devaluación para las cuentas de capital de la balanza de pagos. 3) El análisis ha olvidado la especulación, - así como los problemas prácticos de la confianza en las monedas claves.

#### E. El enfoque de política económica de Meade y Tinbergen.

El enfoque de política económica fue desarrollado por Meade en -

su obra "The Theory of international economic policy" de 1951 , (32) y por Tinbergen un año después en "On the theory of economic policy" (33). Este enfoque supone un cambio en la orientación de los problemas de la balanza de pagos; la devaluación no es analizada como una política arbitraria sino que el trabajo se centra en la compatibilidad del equilibrio externo e interno (34).

James Meade (35) proporciona un resumen de los conflictos potenciales entre las políticas tendentes a conseguir los equilibrios interno y externo. Cuando se dispone sólo de la llamada política de estabilización, es decir, las políticas fiscal y monetaria de regulación de la demanda total o agregada, Se suponen por tanto, tipos fijos de salario, y tipos de cambio y barreras igualmente fijas para las transacciones internacionales. Supone Meade además un mundo con dos países en que las condiciones económicas internas son o deflacionarias o inflacionarias y la balanza de pagos registra déficits o superávits en uno u otro país. Surgen así un conjunto de posibles combinaciones de condiciones políticas apropiadas en los dos países para obtener el equilibrio interno y externo.

Meade plantea, en primer lugar, una reducción espontánea del gasto o demanda interna en A que da como resultado: 1) Reduce la renta nacional en A. 2) Reduce la renta nacional en B. 3) Da lugar a que mejore la balanza de pagos en A y empeore en B. Se precisa una expansión del gasto en A con el fin de restablecer el equilibrio interno y externo. Se produce una recesión y un superávit de la balanza de pagos. Las autoridades de B se enfrentan

con un conflicto serio. En B se precisa una política expansiva - con el fin de preservar el equilibrio interno que ha sido alterado por la recesión "exportada" de A a B. Pero el equilibrio de la balanza de pagos precisa de una política restrictiva en B con el fin de reducir la demanda de importaciones que compense la disminución de las exportaciones de B a A. Surge pues un conflicto: La política expansiva restaura el equilibrio interno pero - desequilibra la balanza de pagos; por una parte, la política restrictiva preserva el equilibrio externo pero intensifica la caída de la renta nacional.

Meade continua analizando un cambio espontáneo de la demanda en los dos países A y B, que da lugar a situaciones de conflicto en ambos. Supone un cambio de la demanda de los productos de A a los productos de B con niveles dados de gasto interno en A y B. Esto dará lugar: 1) A una caída de la renta nacional en A, 2) A un aumento de la renta nacional en B y 3) Un empeoramiento de la balanza de pagos de A y una mejora de la balanza de pagos en B. El país A precisa, por tanto, de una política expansiva - aumento de gasto interno - con el fin de restaurar el equilibrio interno de su economía. Pero el mantenimiento del equilibrio exterior requeriría una política restrictiva con el fin de reducir la presión sobre la demanda de importaciones. En el país B, por una parte, se requiere una política restrictiva para mantener el equilibrio interno y una política expansiva con el fin de preservar el equilibrio interno, y se agudizará el problema de la balanza de pagos. Por el contrario, si los países tratan de mantener

El equilibrio exterior, la recesión en A y la inflación en B se intensificarán.

En tercer lugar, Meade expone el caso de la incidencia de la política de un país sobre el equilibrio del otro país. Se produce, por ejemplo un aumento espontáneo del gasto interno en A que 1) Aumenta la renta nacional en A, 2) Aumenta la renta nacional en B. 3) Hace que la balanza de pagos empeore en A y mejore en B. - Si la economía en A se encontraba en equilibrio interno y externo antes del cambio, en A se requerirá una reducción del gasto - para compensar los efectos sobre la renta nacional y la balanza de pagos de A. Pero si la economía de B no se encontraba en equilibrio interno antes del cambio y registraba paro debido a una - situación recesiva que las autoridades de B no eran capaces de - contrarrestar mediante una expansión del gasto interno en B, el aumento de la demanda de las exportaciones de B procedente de la expansión de la demanda en A sería de gran ayuda para restaurar el equilibrio interno en B.

Al adoptar una política expansiva o restrictiva del gasto en A, concluye Meade, deben por tanto plantearse las siguientes cuestiones: 1) ¿Cuál será el efecto sobre el equilibrio interno en A? 2) ¿Cuál será el efecto sobre el equilibrio interno en B? 3) ¿Cuál será el efecto sobre el equilibrio exterior en A y B? Al tratar de contestar a estas preguntas se plantean una serie de posibles conflictos y complementariedades que es preciso tener en cuenta al formular la política económica. Un resumen de estas relaciones las recoge Meade en el cuadro 1. Este cuadro muestra en

cuatro filas las cuatro situaciones posibles que pueden surgir - de las combinaciones de las tres situaciones planteadas. Las filas 1 y 2 se refieren a los casos que la renta nacional del país con superávit es demasiado baja y necesita expansionarse -columna (a)- y la renta nacional del país con déficit es también baja y precisa asimismo expansionarse -columna (b)- de forma análoga podría explicarse el resto de las filas.

La fila 1 muestra una recesión mundial generalizada. La renta en ambos países necesita ser expansionada. En el país con superávit el aumento de la demanda contribuye a alcanzar el equilibrio interno y a estimular la demanda de importaciones del país con déficit, contribuirá también a lograr los equilibrios interno y externo de este último país. Este mismo país con déficit registra un conflicto en sus políticas: desea incrementar la demanda para aumentar el empleo pero con ello estimula la demanda de importaciones provenientes del país con superávit, ello es útil para este último país: contribuye a expansionar la deprimida actividad económica interna pero al mismo tiempo intensifica el desequilibrio de la balanza de pagos.

La primera conclusión, subraya Meade, es obvia: "En un período - de depresión mundial, las autoridades del país con superávit están obligadas a tomar la iniciativa de expansionar el gasto interno dado que esto no sólo ayudará a resolver un propio problema de recesión interna sino que también contribuirá a restaurar el equilibrio de la balanza de pagos y estimulará la actividad - económica en el país con déficit".

Equilibrio interno y externo: conflictos y políticas

Renta Nacional en el país con superávit en la balanza de pagos	Renta Nacional en el país con déficit en la balanza de pagos	Equilibrio exterior	Equilibrio interno en el país con superávit	Equilibrio interno en el país con déficit	
Es demasiado baja (L) o demasiado alta (H)		Deberá haber una expansión (S+) o restricción (S-) del gasto o demanda interna en el país con superávit y una expansión (D+) o restricción (D-) del gasto interno en el país con déficit			
(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	
L	L	S+ D-	S+ D+	S+ D+	(1)
	H	S+ D-	S+ D+	S- D-	(2)
H	L	S+ D-	S- D-	S+ D+	(3)
	H	S+ D-	S- D-	S- D-	(4)

La política expansiva en el país con superávit puede contribuir a resolver simultáneamente los tres problemas: Aumentar la renta nacional de ambos países hasta los niveles deseados y restaurar el equilibrio de la balanza de pagos, pero esto sería pura coincidencia. Existen otras tres posibilidades más probables aún: 1) Que mientras la depresión en ambos países es importante, el desequilibrio de la balanza de pagos sea requerido de forma que una expansión de la demanda en el país con superávit restaure el equilibrio de la balanza de pagos antes de restablecerse el equilibrio interno en ambas economías; 2) Que el deseequilibrio interno en el país con déficit sea muy pequeño de forma que la expansión del país con superávit logre el equilibrio interno en el país con déficit antes de alcanzar el equilibrio exterior o el equilibro interno en el país con superávit. 3) Que el deseequilibrio interno en el país con superávit sea pequeño de forma que se regtablezca primero dicho deseequilibrio en este país. Meade analiza también estas tres posibilidades.

En la primera de ellas, la expansión en el país, con superávit - más allá de un cierto punto alcanzará un incremento de la demanda en este país de los productos del país con déficit. La balanza de pagos retornará favorable en el país previamente con déficit cuando la expansión de la demanda no ha logrado aún los equilibrios internos. Se requiere ahora que las autoridades en el nuevo país con superávit (antes con déficit) adopten una política expansiva con el fin de aumentar la renta nacional y eliminar el deseequilibrio de la balanza de pagos. En resumen concluye Meade, si el deseequilibrio de la balanza de pagos no es muy grande

en un período de depresión mundial los dos países deberán proseguir políticas expansionistas a un ritmo que mantenga el equilibrio de las respectivas balanzas de pagos.

Pero antes o después -y aquí incluye Meade la segunda posibilidad- la expansión hará que el equilibrio interno se restablezca en un país antes que en el otro. Siguiendo en la fila 1, la expansión en el país con superávit llega a un punto en el que una pequeña depresión interna en el país con déficit, se corrigesin, empero, haberse eliminado la considerable depresión en el país con superávit o el desequilibrio de la balanza de pagos. Si la expansión prosigue aún más en el país con superávit, la renta nacional en el país con déficit aumentará demasiado, produciéndose una situación inflacionista y la fila 1 dará paso a la fila 2 en que se requiere una expansión adicional de la renta nacional en el país con déficit; pero en el país con déficit necesita llevar a cabo una política restrictiva.

Como alternativa, en tercer lugar, puede ocurrir que la depresión interna en el país con superávit desaparezca. En este caso, la continuación de una política expansionista en el país con superávit dará lugar a un aumento excesivo de la renta nacional con inflación, aunque el país con déficit se encontrará todavía en depresión y la balanza de pagos en desequilibrio.

Si el país con superávit no adopta una política expansionista, evidentemente se producirá un conflicto entre los equilibrios interno y externo en el país con déficit. Si este país adopta una política restrictiva para corregir el déficit de la balanza de -

pagos, agudizará aún más la depresión; si adopta una política ex pansiva para restablecer el empleo , intensificará el déficit de la balanza de pagos. En este último caso, se incrementará la demanda de productos del país con superávit y ello contribuirá a restaurar la actividad económica interna en este país también, y si en este mismo país por las razones que sean -administrativas o políticas-, no puede llevarse a cabo una política expansiva, - puede ser útil que el país con déficit adopte una política expan siva con el fin de inducir un aumento de la demanda de sus propios productos y de los del país con superávit a pesar de que - con ello se intensifique el desequilibrio existente en la balanza de pagos del país con déficit.

La fila 4 muestra una situación en la que ambos países registran una presión inflacionista y necesitan, por tanto, reducir el gas to interno. Existe al mismo tiempo desequilibrio de la balanza de pagos entre los dos países. En este caso, el país con déficit deberá adoptar una política restrictiva. El razonamiento seguiría "mutatis mutandi" las líneas señaladas en los dos casos que hemos expuesto.

La fila 3 presenta la situación más conflictiva. En los casos an teriores, los países, al actuar en beneficio propio, contribuirían a aminorar o a restaurar los equilibrios interno y externo. El desequilibrio del caso 3 es el único que no puede resolver só lo con una política de regulación de la demanda.

El país con superávit registra una situación inflacionista que - requiere una política restrictiva, y el país con déficit un ni-

vel bajo de renta nacional.

Ambos países se enfrentan con un serio conflicto en la formulación de sus políticas de estabilización. Si adoptan políticas para restablecer el equilibrio interno, se reducirá el gasto en el país con superávit y se aumentará en el país con déficit; pero - esto reducirá aún más las importaciones en el país con superávit y las incrementará en el país con déficit, con lo cual se agudizará el problema de la balanza de pagos. El mantenimiento de esta situación precisa una financiación adecuada y permanente del país con superávit al país con déficit.

Si los dos países adoptan políticas para alcanzar el equilibrio exterior, el gasto debe aumentar en el país con superávit y reducirse en el país con déficit. Ello tenderá a incrementar las importaciones en el país con superávit y disminuirlas en el país con déficit. Pero al mismo tiempo, se intensificará la inflación en aquel y la recesión en este.

En tales situaciones intratables, concluye Meade, ¿qué debe hacerse? ¿deben adoptarse políticas de regulación de la demanda a fin de conseguir el equilibrio exterior permitiéndose, por tanto, situaciones de excesiva inflación o recesión y confiando que el conducirá a un aumento o una caída en la estructura de costes y salarios que restaure también el equilibrio interno? ¿o deben adoptarse políticas de regulación de la demanda tendentes a lograr el equilibrio interno haciendo caso omiso de sus efectos sobre la balanza de pagos? Y en este último caso, ¿deberán variarse los tipos de cambio con el fin de restablecer el equilibrio -

exterior sin sacrificar el equilibrio interno? O, por el contrario, ¿deberán mantener fijos los tipos de cambio y ajustar sus balanzas de pagos mediante controles directos (restricciones a la importación, aranceles, subsidios a la exportación, etc.) sobre las transacciones internacionales a fin de restaurar el equilibrio de las balanzas de pagos sin alterar los equilibrios internos?.

Esta pregunta y otras más, constituyen el objeto de las lecciones del programa que estudian las políticas económicas para lograr el equilibrio exterior.

El trabajo de Meade es seguido por Warren Smith (36) recurriendo a la curva modificada de Phillips. Ambos tratamientos, el de Meade y el de Smith son complementarios. El tratamiento de Smith, excesivamente sencillo ha sido adaptado por R. Stern (37) con el fin de poder efectuar comparaciones con el análisis de Meade. Un enfoque distinto es el adoptado por Swan y Corden (38) que emplean la representación gráfica para examinar el problema del equilibrio interno y externo.

Siguiendo el enfoque monetario (39) tiene dos errores técnicos - que soluciona correctamente el enfoque monetario: 1) Para buscar los déficits y superávits de la balanza de pagos trata erróneamente los flujos monetarios internacionales como flujos de equilibrio repetitivos más que síntomas pasajeros de desequilibrios stocks y los mecanismos de ajuste realmente deseados de stocks; 2) Identifica las demandas de dinero adicional con la demanda de posesión de reservas internacionales, esto desatiende el papel -

de la Política Monetaria interna en la determinación de ambas para ver si una devaluación es "necesaria" para corregir un déficit de la balanza de pagos y si esta tendrá éxito por este camino.

F. La Nueva Escuela de Cambridge.

En 1973 dos profesores de economía política de la Universidad de Cambridge, M.M.Wynne Godley y Francis Cripps se dieron a conocer presentando una nueva aproximación teórica. Las grandes líneas de la nueva teoría fueron expuestas por W. Godley y F. Cripps en "London and Cambridge Economic Bulletin" en enero de 1974 (40).

La idea central de la Nueva Escuela es la existencia de una nueva relación causa-efecto entre la necesidad de financiación del sector público y el déficit de las balanzas de pagos corriente: cuanto más elevada sea la primera, más lo será la segunda. Consecuentemente, una vez conocida la posición financiera del sector público para un año dado -capacidad o necesidad de financiación del Estado, de las colectividades locales y de las instituciones públicas- se puede prever el saldo de pagos corrientes.

Por haber ignorado esta relación, dice W.Godley, los responsables de la economía británica han sido forzados al "stop and go": han creído que la balanza de pagos corriente está determinada - "tanto por la evolución del exterior, los costes interiores y la tasa de cambio, como por la política fiscal y monetaria" (41). De estas hipótesis resulta la opinión según la cual es más difícil prever y determinar el saldo de la balanza de pagos que el -

nivel de la actividad interior. En consecuencia, los gobiernos - han imputado a la mala suerte los déficits exteriores, revelando así un desconocimiento de la relación entre, por una parte la política fiscal y la competitividad y, por otra, entre la formación de renta nacional y la del saldo de pagos corrientes".

En términos de contabilidad nacional, un primer vínculo aparece claramente: siendo el saldo de la balanza de pagos igual al P.N. B. en una cantidad igual al excedente deseado.

Godley y Cripps se fundan en el análisis de la posición financiera de los sectores económicos -sector público, sector privado, - sector exterior- de la Gran Bretaña de 1953 a 1972. Esto les lleva a utilizar como hipótesis la estabilidad de la capacidad de - financiación del sector privado: ese será, salvo en el más corto plazo, débil y fácilmente previsible.

Esto también les lleva a decir "el hecho de que, salvo a corto - plazo el sector privado obtiene una capacidad de financiación estable y débil implica que el déficit del sector público determina totalmente el saldo de los pagos corrientes".

De estos puntos podemos deducir, unas pautas para la acción de - la Política Económica. Si el gobierno se fija como objetivo, a - medio plazo, el equilibrio de los pagos corrientes y el pleno empleo; deberá: Determinar el nivel de capacidad de financiación - del sector privado que será, por ejemplo, de dos mil millones de libras; ajustar gradualmente el saldo deficitario del sector público de manera que vuelva a dos mil millones.

El pleno empleo será alcanzado si los recursos obtenidos por la contracción del déficit público dan lugar a exportaciones suplementarias o a una producción interior suplementaria sustitutiva de importaciones. Para facilitar esta transferencia de recursos, puede hacerse necesario devaluar o contingentar las importaciones pero se tratará solamente de complementos para una política presupuestaria, que representa la condición necesaria del reequilibrio externo.

Esto le lleva a dar soluciones contrarias al neo-keynesianismo: En la situación de subempleo y de déficit exterior preconiza una reducción de los gastos públicos para restablecer el equilibrio exterior y una devaluación (o un control de las importaciones) - para relanzar la actividad. Y en una situación de pleno empleo y de excedente exterior, la Nueva Escuela preconiza el recurso a - un gran déficit presupuestario, para restablecer el equilibrio - de la balanza de pagos corrientes, y una revaluación monetaria - para frenar la demanda.

La primera crítica que recibió la Nueva Escuela concierne a la - hipótesis "behaviorista" de una estabilidad de la posición financiera neta (excedente) del sector privado (familias + empresas). En opinión de D.Kern (42) "la posición financiera del sector privado no es tan estable como pretende la Nueva Escuela y es difícil justificar el arbitrario método consistente en amalgamar a - familias y sociedades, teniendo en cuenta el contraste entre la relativa estabilidad del sector familias y la inestabilidad de - la posición financiera del sector sociedades".

En este mismo sentido, algunos economistas señalan que porque ha ya dado una correlación en el pasado (1953-72) no tiene porque - continuar en el futuro.

J. Bispham, economista del National Institute, centra su crítica en las relaciones de interdependencia entre el presupuesto y la balanza de pagos. Las variaciones exógenas del saldo de pagos co rrientes pueden también influir sobre el déficit del sector público. La relación de causalidad es entonces invertida: si un - "boom" de la demanda mundial entraña un crecimiento de las exportaciones, el déficit público cederá bajo el efecto de los ingresos fiscales, sin variación de los tipos de los impuestos. Es ta crítica es errónea por no entender la relación causa-efecto.

Otras críticas se centran en las posibilidades de aplicación prá ctica de las tesis de la Nueva Escuela. Si deciden, como recomien da W. Godley mantener un ratio fijo ingresos fiscales/gastos públicos pondrán fin "ipso facto" a la existencia de los mecanismos presupuestarios de estabilización anticíclica; de esta manera deberán aumentar los impuestos y reducir los gastos si el paro crece (y viceversa).

Como consecuencia, la eficacia de recurrir a la devaluación para sostener la actividad no será una garantía, ya que dependerá, no tablemente, de la coyuntura internacional. La adopción de la estrategia de Cambridge podría pues llevar consigo la aparición de un nivel de paro inaceptable.

La Nueva Escuela de Cambridge tiene puntos comunes, como veremos

más adelante con el enfoque monetario de la Balanza de Pagos aun que difieren en puntos esenciales como la modelización de ofertas output y demanda de exportaciones.

Bibliografía Capítulo II

- (1) David Hume "Of the balance of trade" Essays, Moral, Political and Literary; v1 I
- (2) Estos tres puntos son destacados por:  
Harry G. Johnson "The Monetary Approach to the Balance of Payments Theory" pag.128 del libro "The Monetary Approach to the Balance of Payments" edited by Jacob A.Fuenkel y Harry G.Johnson, George Allen Urwin 1976.
- (3) J.Robinson "Los cambios extranjeros", versión castellana del Fondo de Cultura Económica de la obra Essays in the Theory of Employment Basic Blackwell Oxford 1953, Cap I, part III.
- (4) Alfred Marshall "Money, Credit and Commerce"; apéndice J. - MacMillan and Co.Limited Londres 1923.
- (5) El presente análisis está basado en G.Haberler "The Market for foreign exchange and the stability of the Balance of Payments: a theoretical analysis" Kyklos. vol III, 1949 pag 193 - 218. Recopilado por R.N.Cooper en Financiación Internacional.
- (6) A.P.Lerner (1944) "The Economics of Control". MacMillan.Nueva York, 1944
- (7) A.C. Haberger "Some evidence of the international price mechanism" Journal of Political Economy. v1 65, pag. 506-21 - 1957.
- (8) F.Machlup "Elasticity Pessimism in International Trade" en E.I. febrero de 1950.
- (9) G.H.Orcutt "Measurement of price Elasticities in International Trade" en Review of Economics and Statistics, tomo - XXXII. mayo de 1950.
- (10) J.M.Lettiche "A note on the Statistical Results of Studies on Demand Elasticities, Income Elasticities and Foreign Trade Multipliers" en Nordisk Tidsskrift for Teknisk Okomani. 1953.
- (11) Haberger op.cit.
- (12) R.Dornbusch "Exchange Rates and Fiscal Policy in a Popular Model of International Trade" The American Economic Review December 1975, pag. 859, v1 LXV nº 5.
- (13) A.C.Harberger "Currency depreciation, income and the balance of trade" Journal of Political Economy 58, February 47-60 1950.

- (14) S.Laursen and L.A.Metzler "Flexible exchange rates and the theory of employment" The review of Economics and Statistics 32, November 1950, 281-299.
- (15) El presente resumen está basado, en algunos puntos, en Jaime Requeijo "Ajuste de la Balanza de Pagos: Una visión panorámica" I.C.E. nº 536, abril 1978, pag. 52.
- (16) Caves y Jones "World Trade and Payments. An Introduction" - Little, Brown and company Boston 1977 cap 15.
- (17) Gerard Marcy "Economie Internationale" GPUF Paris 1972 pag. 305 y ss.
- (18) F.Machlup "International Trade and The National Income Multiplier" Kalley Nueva York 1961, cap V.
- (19) J.Polak "The Foreign Trade Multiplier" American Economic Review, diciembre 1947.
- (20) F.Holzman y A.Zellner "The Foreign Trade and Balance-Budget Multipliers" American Economic Review, marzo 1958.
- (21) H.G.Johnson "The Monetary Approach to the Balance of Payments: A nontechnical guide" Journal of International Economics v17 nº3, August 1977, pag 251.
- (22) Vid W.F.Stolper "The Multiplier, Flexible Exchange and International Equilibrium" en The Quarter Journal of Economics, noviembre 1950; "The Multiplier, Flexible Exchange and International Equilibrium Replay" The Quartely Journal of Economics febrero 1953; "A note on Multiplier Flexible Exchange and the Dollar Shortage" E.I. agosto 1950 y "The volume of Foreign Trade and the Level of income" en The Quartely Journal of Economics febrero 1947.
- (23) S.Alexsander, "Effects of a Devaluation on a Trade Balance" International Monetary Fund Staff Papers, vl.II, abril 1952, pag. 263-278.
- (24) Vid clasificación de Luis A.Lerena, "Introducción a la sección de artículos del Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos" Revista Española de Economía Año 6 nº3, pag.268.
- (25) Este breve resumen está basado en la obra de D.G.Pierce y D.M.Shaw, "Economía Monetaria" ICE 1977.
- (26) Este razonamiento en teoría es discutible  $\Delta P_m^d = 0$  si (a)  $e^m \rightarrow \infty$ , (b)  $e^m = 0$ , en los dos casos cae por el porcentaje completo de la devaluación.
- (27) El "efecto directo" neto en la renta puede ser negativo si los términos desfavorables del efecto comercial son más :-

fuertes que los dos efectos "de recursos".

- (28) S.S.Alexander, "Effects of a Devaluation: A simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches" en The American Economic Review vl. XLIX, marzo 1959 pag. 23-42.
- (29) Vid F.Machlup, "Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation" American Economic Review, junio - 1955 y "The terms of Trade Effects of Devaluation upon Real Income and The Balance of Trade" Kyklos, vl. IX, 1956.
- (30) S.C.Tsiang, "Papel del dinero en la estabilidad de la balanza comercial. Síntesis de los enfoques elasticidad y absorción" en Ensayos de Economía Internacional compilado por Caves y - Johnson Amorrortu, Buenos Aires 1972.
- (31) John Kyle, "The Balance of Payments in a Monetary Economy" - Princeton University Press 1976.
- (32) J.E.Meade, "The theory of international economic policy vl.I , The Balance of Payments" Macmillan Londres 1951.
- (33) J.Tinbergen, "On the theory of economic policy" North-Holland Amsterdam 1952.
- (34) Por el equilibrio interno se entiende el keynesiano-pleno empleo, acompañado de estabilidad de precios- y por el equilibrio externo la igualdad de transacciones autónomas.
- (35) Para todo este desarrollo se ha seguido la obra de J.Meade citada en la edición de 1970.
- (36) vid W.Smith "Macroeconomía" Buenos Aires 1973 pp. 540-42.
- (37) Robert M.Stern, "The Balance of Payments" pag. 305-311 1973.
- (38) T.W.Swan, "Longer Run Problems of the Balance of Payments" en H.W.Arndt y W.M.Corden "The Australian Economy" 1963 versión castellana R.Caves y H.Johnson Ensayos de Economía Internacional. W.M.Corden, "The Geometric Representation of Policies to attain Internal and External Balance" The Review of Economic Studies oct. 1960.
- (39) vid Harry G.Johnson, "The Monetary Approach to the Balance of Payments: A nontechnical guide" Journal of International Economics vl. 7 n° 3 August 1977, pag. 258.
- (40) El presente apartado está basado en Pierre Julien Potier; "La Nueva Escuela de Cambridge: Una aproximación sistemática de las relaciones entre el presupuesto y el equilibrio exterior" Revue Banque, junio 1977.
- (41) London and Cambridge Economic Bulletin W.Godley, enero 1974.

(42) Vid D.Kern, "Monetary aspects of the current economic debate" National Westminster Bank Quarterly Review, agosto 1975



III. EL ENFOQUE MONETARIO DE LA  
BALANZA DE PAGOS: CONCEPTOS  
INTRODUCTORIOS



### III. EL ENFOQUE MONETARIO DE LA BALANZA DE PAGOS: CONCEPTOS - INTRODUCTORIOS.

Los dos primeros capítulos del presente trabajo han servido de introducción; el primero para establecer y clarificar el concepto de balanza de pagos en sus diversas concepciones; el segundo muestra los distintos enfoques que han surgido a lo largo de las últimas décadas para solucionar el problema del ajuste de la balanza de pagos. En todos estos enfoques se centra la atención en el estudio académico-teórico del problema del ajuste y solamente en algunos casos excepcionales se dirige hacia las contrastaciones empíricas. En ambos capítulos se introducen abundantes conceptos que nos serán de utilidad para profundizar en el objeto principal de nuestro trabajo; el enfoque monetario de la balanza de pagos.

El propósito del enfoque monetario es en opinión de uno de sus principales autores Harry G. Johnson (1): "Desarrollar una teoría de la balanza de pagos basada en el hecho de que la balanza de pagos es un fenómeno monetario en una economía monetaria internacional, que requiere un análisis en términos monetarios, y especialmente el concepto de dinero como un "stock" y los ajustes monetarios como ajustes de los deseos reales "stocks", más que en términos de "flujos" monetarios internacionales como resultante de "flujos" reales determinados por los precios relativos y las rentas".

Este enfoque rompe con los anteriores destacando el carácter monetario de los desequilibrios de la balanza de pagos. La varie-

dad de teorías dentro de este enfoque es abundante por lo que - para un mejor entendimiento se estudia primero el nacimiento de la versión moderna y a continuación sus características básicas.

#### La vuelta a la concepción monetaria

Podemos distinguir dos raíces de la actual concepción monetaria. Una teórica que descrita a continuación y otra en los trabajos - llevados por el Fondo Monetario Internacional. En el aspecto teó- rico el artículo de Johnson "Towards a General Theory of the Ba- lance of Payments" (2) suele ser considerado como la pieza clave introductoria de la vuelta a la concepción monetaria de los pro- blemas de la balanza de pagos. Se trata de un artículo escrito - en 1.958, en el que partiendo de la teoría del multiplicador y - del enfoque elasticidades estudia el enfoque absorción sinteti- zando las contribuciones de Meade (1.951), Tiubergen (1.952), -- Alexander (1.952), y otros.

La generalización del enfoque absorción lleva a Johnson a pres- tar atención a dos importantes aspectos de un déficit:

1) Las implicaciones monetarias de un déficit: El exceso de pa- gos sobre ingresos de residentes, inherente a un déficit en la- balanza de pagos, implica necesariamente una de las siguientes- alternativas:

A) La caja de los residentes está bajando conforme el dinero na- cional va siendo transferido a la autoridad en materia de divi- sas.

Esto sólo puede continuar por un período limitado, ya que los -

saldos de caja se aproximarán al mínimo que la comunidad desea - mantener, y en este proceso se autorremediará el desequilibrio - mediante el mecanismo de la subida de tipos de interés, restric - ción en las condiciones de crédito, reducción del gasto agrega - do y, posiblemente, un incremento en los ingresos agregados glo - bales. Cuando el déficit se financia mediante desatesoramiento - concepto esencial en la teoría de Johnson- se corregiría así mis - mo con el tiempo, pero las autoridades de política económica pue - den muy bien ser incapaces de permitir que el proceso autocorrec - tor siga su curso, ya que las reservas internacionales del país pueden ser una fracción tan pequeña de la oferta monetaria nacio - nal, que se agotarían mucho antes de que la disminución de sal - dos monetarios tuviese un efecto autocorrector de importancia. Por tanto, las autoridades tienen que actuar de alguna forma pa - ra reforzar y acelerar los efectos de una disminución en los -- saldos monetarios. Esta última consideración proporciona el prin - cipal argumento válido para unas reservas internacionales mayores, debido a que en opinión de Meade sirve para dar más tiempo para - corregir los desajustes de la balanza de pagos. Esta posición es criticada por Friedman argumentando que dá más poder a las auto - ridades para resistir ajustes deseables.

B) La segunda opción dada por Jonhson es referente a la actua -- ción de los residentes reponiendo sus saldos de caja mediante -- compras de valores en mercado abierto de las autoridades moneta - rias o a la autoridad en materia de divisas, como ocurriría inme - diatamente si la autoridad monetaria siguiese una política de fi - jar los tipos de interés o si la autoridad en materia de divisas,

como en el caso británico, volviese a prestar a los residentes - moneda nacional que hubiese recibido de ellos, o de extranjeros a cambio de divisas. La oferta monetaria se mantiene en la circulación nacional mediante la creación de crédito, de forma que el exceso de pago sobre los ingresos de los residentes podría continuar indefinidamente sin que se genere ningún proceso corrector, hasta que la disminución de reservas forzase a las autoridades - de política económica a variar esta política en algún aspecto.

Por lo tanto -en opinión de Johnson- un déficit implica un desateseramamiento de los residentes o la creación de crédito por las autoridades monetarias. Aportación de Johnson que constituye uno de los pilares fundamentales del enfoque monetario como veremos en las páginas siguientes.

Esta aportación -aclara Johnson- no quiere decir que los problemas de la balanza de pagos pueden atribuirse a una mala dirección monetaria; pueden ser debidos al resultado de fuerzas "reales", frente a las que las autoridades monetarias juegan un papel pasivo.

Otra importante distinción que hace Johnson es la división entre déficit "stock" y déficit "flujo". Pueden distinguirse dos clases de decisiones globales (3) que llevan a un déficit de la balanza de pagos y que corresponden a la diferencia que se hace - en teoría monetaria entre decisiones "stock" y decisiones "flujo". Una decisión stock altera la composición de los activos de la comunidad, sustituyendo otros activos por moneda nacional (4). Y una decisión flujo lleva a gastar en el período más de lo que

se ingresa en éste. Como los bienes reales y los títulos son ac  
tivos alternativos respecto al dinero nacional y el gasto del pe  
riodo puede consistir en la compra bien sea de bienes ó de valo  
res, el déficit de la balanza de pagos que resulte de cada uno -  
de estos tipos de decisión global puede aparecer bien en la cuen  
ta de renta o en la de capital. Es decir, un déficit por cuenta  
corriente puede reflejar una decisión de la comunidad de despla  
zarse desde saldos de caja hasta stocks de bienes, o una deci -  
sión de utilizar en exceso bienes producidos por la comunidad -  
al ritmo actual; mientras que un déficit por cuenta de capital -  
puede reflejar, bien una decisión de desplazarse de dinero nacio  
nal a valores o una decisión a prestar por encima del ritmo de -  
ahorro actual. La importancia de esta distinción se debe al he-  
cho de que un déficit stock es en sí temporal, y no implica un-  
empeoramiento real de la posición económica del país, mientras -  
que un déficit flujo no es temporal en sí, y puede implicar un-  
empeoramiento.

Johnson estudia a continuación los diversos medios para solucio  
nar los déficits stocks o flujos, medios utilizados en la mayo-  
ría de los casos por otros autores; pasaremos a describirlos bre  
vemente.

Para desalentar la sustitución de stocks de bienes por moneda -  
nacional, las autoridades de política económica, pueden, bien -  
elevar el coste de mantenimiento de stocks, mediante restricció  
nes crediticias o reducir su atractivo depreciando la moneda. La  
magnitud de este efecto es incierto con ambas políticas. De es -

tas consideraciones se puede concluir la conveniencia de la uti-  
lización de las restricciones cuantitativas de importaciones.

Para desalentar la sustitución de valores por moneda nacional -  
existen las mismas amplias alternativas: la restricción de cré-  
dito, que lleva a la autoridad monetaria a sustituir moneda na-  
cional por valores, para anular la acción contraria practicada-  
por el resto de la comunidad; devaluación que afecta al atracti-  
vo relativo de los valores sólo a través de las expectativas, y  
que puede darse en ambos sentidos, y controles de cambio que -  
restringen la adquisición de valores del extranjero. Estas con-  
sideraciones y similares parecen apoyar la utilización de contro-  
les en los movimientos internacionales de capital.

Si el déficit es flujo, no es por sí mismo de duración limitada.  
Si excluimos las transacciones intermedias, la balanza de pagos  
se convierte en la diferencia entre el valor del output de un -  
país (su renta nacional) y su gasto total. Es decir:

$$B = Y - E$$

Un déficit consiste en un exceso de gasto real sobre renta real,  
y para corregirlo es necesario llevar a un mismo plano de igual-  
dad la renta nacional real (output) y el gasto nacional real.

Las políticas de corrección de déficit por cuenta corriente pue-  
den clasificarse, en sentido amplio, en dos tipos: las que tien-  
den o se basan, en incrementar el output y aquellas que preten-  
den reducir el gasto. Ambas son interdependientes.

Una política de reducción del gasto puede aplicarse mediante di-

versos medios: restricción monetaria, política presupuestaria, o incluso un conjunto lo suficientemente amplio de controles directos. Estas políticas puede que lleven a unos efectos accidentales de desplazamiento en el gasto.

Las políticas de desplazamiento del gasto pueden dividirse en dos tipos, según que el instrumento político empleado sea general o selectivo: devaluación (que puede considerarse que incluye el caso de una reducción en el nivel general, de precios con tipos de cambio fijos) y controles de cambio (que incluyen aranceles, subsidios y restricciones cuantitativas). La devaluación conduce a un desplazamiento del gasto nacional y extranjero hacia el output nacional; los controles de cambio generalmente se imponen a las importaciones y llevan a un desplazamiento del gasto nacional de las importaciones hacia los bienes nacionales, aunque, a veces, se utilizan para estimular las exportaciones y conducen a un desplazamiento del gasto extranjero hacia el output nacional.

En condiciones de pleno empleo, este último tipo de política debe verse ayudado por una política de reducción del gasto, o apoyarse en una inflación para que tenga efecto; pero, en cualquier caso, éste no podrá analizarse adecuadamente en términos de elasticidades.

Johnson concluye este trabajo añadiendo que si introducimos en el análisis las transacciones por cuenta de capital, la elección entre políticas alternativas requerirá que nos refiramos a consideraciones de crecimiento, no muy susceptibles de análisis econó

mico.

En lo descrito en páginas anteriores podemos ver ya algunas ca -  
racterísticas esenciales de este enfoque. Las implicaciones mone-  
tarias de un félicit que fueron destacadas por Alexander pero que  
alcanzan mucho más relieve en el presente trabajo de Johnson. La  
necesidad de un enfoque macroeconómico debido a la relación de -  
la balanza de pagos con el resto de la actividad económica en -  
conjunto como ya se anunciaba en el último apartado del primer -  
capítulo.

Este trabajo de Johnson considerado como primera manifestación -  
clara del enfoque monetario, tiene influencias como manifiesta -  
el propio autor (5), de una serie de aportaciones que de una ma-  
nera directa ó indirecta han contribuido a favorecer la vuelta a  
la concepción monetaria de la balanza de pagos. Entre los más im-  
portantes se pueden destacar el libro de James Meade (6) "La Ba-  
lanza de Pagos", libro analizado más detenidamente en el corres-  
pondiente apartado del capítulo II. Se veía como cerraba el paso  
a los aspectos monetarios de su modelo general, favoreciendo de  
una manera impensada el desarrollo de nuevos modelos que aportan  
nuevos aspectos que James Meade dejó olvidados. Entre éstos des-  
tacan la aportación de Johnson ya vista y los trabajos de Mundell  
(7) sobre la teoría de la política mixta en la adopción de la mo-  
vilidad internacional del capital, deduciendo, como aportaciones  
más interesantes, la naturaleza monetaria de los desequilibrios -  
de la balanza de pagos y el reconocimiento de que en un mundo -  
con movilidad de capital el banco central no controla la oferta

monetaria ni el empleo, sino el crédito interior y la balanza de pagos. En opinión de estos dos últimos autores el principal defecto de James Meade es su confusión entre propensión marginal a ahorrar y propensión marginal a atesorar, el tratamiento del atesoramiento como un flujo relacionado con el flujo de la renta más que un tratamiento de ajuste stock ó fenómenos de equilibrio de cartera como vimos en el trabajo de Johnson.

En la misma época A.C. Haberger (8) reconoce que el tratamiento dado fué más propio de propensión marginal a atesorar que una propensión marginal a ahorrar pero en opinión de Frenkel y Johnson trata inapropiadamente el concepto de atesorar como un flujo.

Aportaciones de relieve son también los estudios realizados por el Fondo Monetario Internacional entre los que se puede señalar como pionera la obra de J.J. Polak "Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems" (9), en la que aceptando el marco analítico Keynesiano, deja una separación entre los problemas que se pueden resolver fácilmente en el marco Keynesiano y los de difícil solución concernientes a los factores monetarios y de balanza de pagos. Este artículo citado y los desarrollos de la teoría cuantitativa facilitaron en el aspecto teórico los posteriores desarrollos prácticos del Fondo Monetario Internacional.

El enfoque monetario se beneficia también del trabajo de F.H. Hahn "The Balance of Payment in a Monetary Economy" (10) y del trabajo propagado por Don Patinkin en su obra "Money, Interest and Prices" (11), el cual es puramente matemático y limitado al análisis a corto plazo de la devaluación. A estos trabajos puede

mos añadir las aportaciones de I.F. Pearce (12) y una serie de artículos de Murray C. Kemp (13) desafortunadamente un poco aparte de las más importantes corrientes de la teoría monetaria internacional. Fueron también algunos papeles significativos los de R.I. Mckinnon (14), quien profundizó en la oferta monetaria endógena y el papel de las finanzas públicas y movilidad de capital; algunas importantes contribuciones de R. Komiya (15) y el uso del análisis de A. Collery en "International Adjustment Open Economies and the Quantity Theory of Money" (16).

Dos libros de Mundell ejercen una poderosa influencia en el moderno enfoque monetario de la balanza de pagos; se trata de "International Economics" (17) y Monetary Theory (18).

Mundell parte de un análisis Meade-Keynes pero añade las características propias de la economía internacional de los años 50 y 60: el crecimiento de los países; la depreciación o apreciación de las monedas; los desequilibrios de la balanza de pagos; el control de cambios; la restauración de la convertibilidad monetaria europea en 1958 y los sucesivos acuerdos del GATT y la reducción de las tarifas y la eliminación de las cuotas. Todo esto rechazó la aplicación práctica de Meade, en opinión de Frenkel y Johnson. La convertibilidad monetaria y la movilidad del capital introdujeron una diferenciación entre política fiscal expansionista y política monetaria expansionista. Con dos políticas independientes fué teóricamente posible servir dos objetivos de pleno empleo y equilibrio de la balanza de pagos (equilibrio interno y externo) y fijado el tipo de cambio por una adecuada po

lítica mixta fiscal y monetaria. Hay que añadir la aportación de Mundell; con movilidad de capital la oferta monetaria es exógenamente determinada por la autoridad monetaria y la política monetaria es influenciada por los flujos internacionales de reserva.

Estos pueden ser considerados los trabajos que más han influido en el moderno enfoque monetario de los problemas de ajuste de la balanza de pagos.

En una vertiente empírica merecen especial mención los trabajos realizados por el Fondo Monetario Internacional. Todos ellos comenzaron bajo la orientación teórica de J.J. Polak (19) y los trabajos del staff del Fondo sobre el diseño de la Teoría Cuantitativa. El ímpetu inicial hacia estas investigaciones proviene de los trabajos del staff sobre los países menos desarrollados. El fondo encuentra cuatro razones que motivan esta tendencia(20).

1) En la década de los 50, muchos de los países menos desarrollados olvidaron de detallar las cuentas necesarias de renta nacional y del producto. Estos datos son necesarios para un análisis en la línea Keynesiana o renta-absorción; al mismo tiempo no fue fácil aplicar el enfoque elasticidades de una manera adecuada. Sin embargo, las estadísticas monetarias fueron relativamente fáciles de obtener como resultado de la acción supervisora de los bancos centrales sobre el sistema bancario. Los datos de la balanza de pagos fueron avalables como resultado de la administración de aduanas y de fuentes bancarias. El resultado fueron unos datos fiables para el marco analítico que utilizó el fondo.

2) Por la naturaleza de los trabajos del Fondo sobre los problemas de la balanza de pago de los países miembros es deseable tener un marco para el análisis cuantitativo que sea lo suficientemente manejable, sobre todo en los años anteriores a la utilización por muchos países de las computadoras. El enfoque monetario permite un análisis significativo aproximado de los agregados relevantes con la ayuda de modelos que son bastante pequeños y pueden ser calculados con papel y lápiz.

3) Una de las más importantes razones es la existencia en los países menos desarrollados de una estructura financiera más simple que en los países desarrollados. En ausencia de un mercado de activos suficientemente desarrollado y de instrumentos financieros, hay relativamente pocas alternativas para poseer diversos fondos en forma monetaria o gastar éstos en bienes y servicios nacionales y extranjeros o en instrumentos financieros exteriores. En estas circunstancias, la influencia en el equilibrio externo de una diferencia en la cuenta de dinero nuevamente ofrecido a través de la creación de crédito interno y el monto adicional que los residentes desean poseer es más sencillo de obtener en los países subdesarrollados que en países con una estructura financiera más compleja.

4) Un marco monetario para analizar los efectos de la política económica fué particularmente apropiado para muchos países en desarrollo, sobre todo en América Latina, en los que el control sobre el crédito interno fué el instrumento probablemente más importante de manejo de demanda y control de la balanza de pagos.

Además de los trabajos del staff del Fondo Monetario Internacional, es necesario destacar: los trabajos sobre investigación monetaria y la inflación mundial de la London School of Economics; El programa de la Inflación Mundial de la Universidad de Manchester; Las investigaciones del Graduate Institute of International Studies of Geneva y las más recientes investigaciones de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.

Todos estos estudios citados no mantienen una concepción unitaria del enfoque monetario; en algunos casos obtienen conclusiones distintas. Sin embargo todos ellos han contribuido al auge actual de este enfoque que carece al igual que los anteriormente citados de una falta de unidad. De todas formas podemos destacar una serie de características comunes a todos los autores defensores del enfoque monetario.

#### Características del enfoque monetario

La característica más importante de la aproximación monetaria de la balanza de pagos puede ser resumida en la proposición de que la balanza de pagos es esencialmente un fenómeno monetario.

Este enfoque rompe por lo tanto con los anteriores que trataban de explicar el comportamiento del mercado como algo concerniente a ellos mismos. El mercado del dinero era considerado como de segundo orden. Y al mismo tiempo era olvidada la influencia del mercado de dinero en otros mercados.

En un enfoque monetario podemos partir de un cuasi equilibrio temporal en ausencia de excesos de demanda flujo en la economía (21). La naturaleza de este cuasi-equilibrio viene dada por la-

capacidad simultánea de la comunidad de gastar en bienes y servicios y cambiar los saldos de caja a las tasas deseadas. Esta es una condición necesaria, aunque no suficiente, para el equilibrio del sistema a largo plazo. La última exige, además, equilibrio en los mercados, stocks de dinero y reservas internacionales. Tal equilibrio se obtiene cuando la economía desea mantener los stocks de dinero y divisas existentes.

Con desequilibrios stocks, los mercados flujo se verán afectados cuando la comunidad altera su pauta de gasto a fin de ajustar los saldos monetarios reales a los deseados. Tales ajustes flujo se hallan limitados por las restricciones presupuestarias sectoriales del sistema económico, una de las cuales es la balanza de pagos. Estas restricciones implican que la suma de todos los excesos de demanda flujo de la economía debe igualarse a cero. A su vez, implica que los excesos de demanda flujo no son independientes. Si todos, excepto uno, son iguales a cero, también lo será el restante. En una economía simple tal como la que analizamos, la comunidad sólo puede gastar en bienes y servicios y/o incrementar sus saldos de caja. Un exceso de demanda para los primeros se debe compensar exactamente por un exceso de oferta flujo en los últimos. De ello se sigue que el equilibrio en el mercado de dinero adicional, y viceversa. La concentración en la obtención del equilibrio en el mercado de dinero se apoya en un cierto número de proposiciones empíricas expuestas a muy elevado nivel de agregación. La más importante de tales proposiciones es la existencia de una relación consistente entre la ta

sa de crecimiento del dinero y la tasa de crecimiento de la ren  
ta nominal.

Esta relación se interpreta en el sentido de reflejar la existen  
cia de una demanda estable y bien definida del stock de dinero.  
La mayoría de los análisis realizados, siguiendo el enfoque mone  
tario, parten de una posición inicial de pleno equilibrio (tanto  
en stocks como en flujos) e indagan las consecuencias de cambios  
en la cantidad (ó en la tasa de crecimiento) del dinero. Este -  
punto de partida se puede sostener en base a dos diferentes argu  
mentos: primero, la dificultad de la identificación empírica de  
un exceso de demanda para el stock de dinero; segundo, la con -  
centración en la obtención del equilibrio stock. Como resultado  
de estos supuestos implificadores, el argumento conduce a con -  
centrarse, a efectos de política económica, en las condiciones  
que prevalecen en el mercado flujo de dinero (23). Tales condi -  
ciones se determinan, como en cualquier otro mercado, por las -  
fuerzas de la oferta y de la demanda, que, de alguna forma, se -  
pueden identificar separadamente. La identificación de las fuer  
zas de demanda se desprende de la estabilidad de la función de -  
demanda de dinero, mientras la oferta se considera exógena; esto  
es, bajo el control de las autoridades monetarias.

De todo esto podemos deducir una serie de proposiciones centra -  
les del enfoque que analizamos:

1) En enfoque monetario es, en su naturaleza, macroeconómico más  
que microeconómico. Pretende explicar la conducta del conjunto -  
de la balanza de pagos, aunque centra su atención en la balanza

de capital (24). Si existen tipos de cambios flexibles se detendrá en el tipo de cambio (25). Este enfoque se centra directamente en la interacción de simples relaciones agregadas, más que intentar construir una explicación por medio de modelizaciones individuales sobre la determinación de las diversas cuentas componentes de la balanza de pagos. El enfoque monetario comienza con la identidad contable que nos dice que el pasivo del sistema bancario consolidado es igual a la suma de los activos domésticos - de ese sistema y de los activos extranjeros, y muestra que cualquier divergencia entre la demanda del público no bancario de los pasivos del sistema bancario y el deseo de este sistema en adquirir activos domésticos, debe concluir bien en cambios de reserva o bien en alteraciones de tipo de cambio.

2) La cuenta de capital de la balanza de pagos es influenciada directamente por la Política Monetaria. Y ello por las siguientes razones (26):

a) La acumulación de activos extranjeros no implica necesariamente la acumulación de capital a través de la balanza de pagos; es más, puede significar lo contrario, como sucede cuando una política de bajar los tipos de interés deja mover los activos en poder de las economías domésticas del interior al exterior.

b) Las autoridades monetarias en su papel como estabilizadoras del tipo de cambio, en un sistema de tipo de cambio fijo, influyen de una manera directa en las causas del stock de reservas internacionales.

c) La autoridad monetaria como último poseedor de dinero contro

la el crédito interior, componente de la base monetaria. El otro componente son las reservas internacionales y de esta forma controla el flujo de oferta de dinero.

3) La balanza de pagos es esencialmente un fenómeno monetario; - pero no única y exclusivamente monetario en el sentido de que - el enfoque monetario considera también otros aspectos; por lo - tanto no se sitúa en la posición extrema que considera que sólo el dinero importa. El enfoque es descrito como monetario pero no como monetarista. La aproximación monetaria de la balanza de pagos no dice que los cambios en la política monetaria son la única solución para los problemas de la balanza de pagos; pero sí - que afirma que las políticas que agravan u olvidan las implicaca-ciones monetarias de los déficit o superávit no tendrán éxito - en sus objetivos declarados. En páginas posteriores se profundiza en este apartado -al igual que en los demás- debido a que los autores varían bastante en esta proposición.

4) La acumulación o desacumulación de activos depende de las relaciones de los agregados entre gastos domésticos y la renta, y no depende de la composición entre mercancías exportables y no-exportables o entre bienes que dada la estructura de los precios son clasificados como comerciados y no comerciados. Por lo tan-to los precios relativos juegan un papel secundario, mientras - que el nivel general de precios juega un papel central. En esto los autores también difieren. Algunos consideran primordial la ley del precio único mientras que otros dan importancia a la relación bienes comerciados/bienes no comerciados con más detalle

en analizado en las críticas al enfoque monetario y en las extensiones del modelo monetario.

5) Acepta la teoría cuantitativa del dinero en el sentido de que existe una función agregada de demanda de dinero compuesta por un número relativamente pequeño de variables económicas agregadas. En este sentido asume las mismas teorías de Keynes pero no las posturas extremas de sus seguidores referentes a la total elasticidad de la política monetaria. La concepción monetaria de la balanza de pagos asume también una serie de proposiciones de la teoría monetaria: la demanda de dinero es estable. No obstante, en su forma más sencilla, quizá más extrema sea mejor término, va más lejos que esto. Postula que dos de las variables de tal función -renta real y tipo de interés real- deben ser tomados como dados, y que, bajo tipos de cambio fijo, así debe considerarse el nivel general de precios. Dadas estas propuestas adicionales, la balanza de pagos debe contar con la conducta expansiva del crédito doméstico en relación a las variables de la función de demanda de dinero. Bajo tipos de cambio flexibles, en lugar del nivel general de precios, es la conducta del componente externo de los activos del sistema bancario lo que es fijo. En este caso la interacción de la oferta monetaria doméstica con las otras dos variables de la función determina el nivel de precios domésticos, y simultáneamente, dada la conducta de la oferta y demanda de dinero extranjero, el tipo de cambio.

No es tanto la necesidad de una oferta monetaria estable especialmente en lo que se refiere al comportamiento de la autori -

dad monetaria (supuesto exógeno), ya que el componente de crédito interno de la base monetaria se constituye en la variable-política del modelo, en el sentido de que puede situarse al nivel que se estime conveniente; esto significa que la autoridad monetaria puede controlar la oferta flujo de dinero, pero no la oferta stock. Si se incrementa el crédito interno a un ritmo superior a la demanda de dinero se incurrirá en un déficit de balanza de pagos, mientras que si el crédito interno disminuye como consecuencia, por ejemplo, de una política de esterilización del superávit, entonces el enfoque monetario prevé un superávit mayor.

El enfoque monetario de la balanza de pagos, como la teoría cuantitativa clásica del dinero, puede ser aplicada a las condiciones de precios y salarios rígidos.

6) Pueden aparecer dos tipos distintos de déficit en la balanza de pagos: los llamados por el enfoque monetario déficit flujo y déficit stock. Corresponden a la diferencia que se hace en teoría monetaria entre decisiones stock y decisiones flujo. Un déficit "stock" aparece cuando se desea alterar la composición de los activos de la comunidad, sustituyendo activos financieros nacionales por dinero o activos extranjeros (y también por activos reales extranjeros). Este déficit es por naturaleza temporal y no implica, como se deduce, un empeoramiento de la posición económica del país. Un déficit "flujo" tiene su raíz en una decisión agregada de gastar por encima de los ingresos. A diferencia de aquel, éste no es temporal y deteriora la posición económica

del apís. La consecuencia para la teoría y la política económica han sido expuestas en el apartado que trata la vuelta a la concepción monetaria.

7) El ámbito temporal en el que se desarrollan casi todos los modelos de enfoque monetario es el largo plazo, esto da lugar al supuesto tan discutido del pleno empleo. En palabras de Harry G. Johnson (27) "otra diferencia más entre los dos tipos de modelos de la teoría de la balanza de pagos debe resaltarse. Mientras el modelo Keynesiano supone que el empleo y el producto son variables a precios y salarios, relativamente constante, los modelos monetarios suponen que el empleo y la producción tienden a niveles de pleno empleo, con reacciones a los cambios que toman la forma de ajustes de precios y salarios. Esta distinción refleja una gran diferencia entre la aproximación Keynesiana y de la teoría cuantitativa a la teoría monetaria en una economía cerrada. El supuesto de pleno empleo en los modelos monetarios de la balanza de pagos puede ser defendido sobre la base de que estos modelos están preocupados por el largo plazo, y que, con esta perspectiva el supuesto de pleno empleo es más apropiado que el de desempleo masivo en la economía actual, después de la segunda guerra mundial....."

8) El enfoque monetario de la balanza de pagos es más fácil de entender con referencia a la ley de Walras (28). Se puede enunciar diciendo que como consecuencia de una restricción presupuestaria, en el sentido de que no se puede gastar más de lo que se dispone, que afecta a las unidades microeconómicas, el exceso de

oferta existente en algún mercado debe traducirse en un exceso -  
de demanda en la suma de los otros.

Según la ley de Walras, el desequilibrio de stocks en el mercado  
de dinero se traduce en una salida de medios de pagos hacia el -  
exterior y en una adquisición de bienes y activos financieros -  
extranjeros.

Aunque hemos destacado algunas características de los modelos -  
del enfoque monetario de la balanza de pagos, debido sobre todo  
a la necesidad de una mayor elaboración teórica y empírica de -  
dicho enfoque, no es extraño encontrar modelos que siguiendo el  
enfoque monetario deduzcan conclusiones distintas e incluso con-  
tradictorias. De ahí la dificultad de encontrar un mayor número  
de características comunes, incluso las citadas pueden ser dis-  
cutidas por algunos seguidores del enfoque.

#### Orígenes históricos del enfoque monetario de la balanza de pagos.

La consecución de una Balanza de comercio con superávit es uno-  
de los temas principales de los que la literatura económica de-  
nomina mercantilismo, y es objetivo primordial en las recomenda-  
ciones entre los siglos XVI y XVIII. No todos los autores, sin -  
embargo, entendían lo mismo por balanza de comercio. Se suele -  
considerar que este término hace su aparición hacia comienzos -  
del siglo XVII (29) en la literatura económica, siendo su signi-  
ficado controvertido desde el principio. Desde una simple conta-  
bilización de los valores de las importaciones y de las exporta-  
ciones de mercancías, el concepto fué perfeccionándose paulati-

namente, al incluirse en él partidas tales como fletes, benefi-  
cios de comerciantes, gastos en guerras exteriores, transferen-  
cias, etc. Simultaneamente la terminología se complica y, ya en  
el siglo XVIII, J. Harris (1757) distingue entre "balanza de co-  
mercio" y "balanza de cuentas" y, pocos años después Sir James -  
Stenart (1767) introduce en la literatura el término "balanza -  
de pagos", distinguiéndolo del de la balanza de comercio (30).  
Los defensores del enfoque monetario de la balanza de pagos re-  
conocen -aunque con matizaciones- en David Hume la inspiración-  
de la "nueva escuela" (31). Hume, utilizando la teoría cuantita-  
tiva, observó que la acumulación de metales preciosos se moneti-  
zaría ocasionando una elevación de precios internos que incre-  
mentaría la importación y disminuiría la exportación, provocan-  
do, inevitablemente, la salida del oro. Por este motivo se reco-  
noce a David Hume el ataque a los mercantilistas desde el punto  
de vista monetario, mientras se considera que David Ricardo de-  
mostró la futilidad de sus concepciones desde el punto de vista  
real o de las ganancias del comercio. De todas formas como afir-  
ma Lerena (32): la aportación de ambos debe ser considerada como  
una obra unitaria y cronológicamente continuada (abarcando a -  
autores como Smith, Thornton, Senior, J. S. Mill, Cairnes y Bas-  
table, por ejemplo). Todos ellos siguieron esta concepción "mo-  
netaria" del equilibrio. De aquí la división entre la teoría de  
los costes comparativos, que hoy llamamos teoría pura del comer-  
cio internacional y el "mecanismo de precio-cambio-circulación"  
(33) (price-specie-flow mechanism) humeniano para la teoría mo-

netaria.

La relación entre la oferta monetaria y la balanza de pagos, - tuvo gran virulencia discursiva en la controversia bullionista como reproduce Habegger inspirado en la posición de Gustav Cassel:

"La depreciación del marco no hubiera podido nunca llegar a ser tan grande si la cantidad de dinero no hubiera aumentado continuamente, ya que la acción de los cambios, hubiera hecho recuperar en seguida el equilibrio de la balanza de pagos. Pero como los precios interiores subían, continuamente, a causa de la inflación, este mecanismo no pudo tener efecto. Creían, como pensaba Ricardo cien años antes, que al subir, el cambio no hace más que reflejar la baja de la capacidad adquisitiva nacional, - la cual baja cada vez más a causa del aumento de dinero. En 1811, Ricardo escribía a Malthus: "El cambio representa exactamente - la depreciación del dinero", y en un artículo ya citado sobre - "The High price of Bullion" (1811) no se cansó de hacer notar - que la causa de la depreciación del dinero y con ello de la subida del cambio exterior, no era otra que el aumento de la circulación por el Banco de Inglaterra. Para evitar el disagio de la libra, es decir, la desviación del cambio con respecto de la paridad monetaria, indicaba como único recurso la limitación de la cantidad de billetes en circulación.

Los escritos citados de Ricardo aparecieron con motivo de la llamada controversia bullionista. Durante las guerras napoleónicas, las finanzas y la moneda inglesa se desorganizaron; en 1797 se -

suspendió la convertibilidad de los billetes del Banco de Inglaterra y los cambios extranjeros subieron. Durante ese periodo de inflación, ocurrió, por cierto, el mismo fenómeno que de 1914 a 1920; unos, los llamados "bullionistas" al frente de los cuales se hallaba Ricardo, hacían responsables de la subida del cambio al aumento de la emisión de billetes, mientras que otro grupo, - al que pertenecían (al igual que en la Alemania de 1914 a 1920) principalmente "prácticos", hombres de negocios, miembros del - Gobierno, funcionarios del Banco de Inglaterra, culpaban a la - balanza de pagos o a algunas de sus partidas".

"Esta controversia, que alcanzó su máxima altura científica en la discusión epistolar entre Ricardo y Malthus, en el año 1811, alcanzó un nivel científico inasequible hasta el presente. Todos los argumentos que aparecieron de 1914 a 1920 se encuentran ya en la controversia bullionista de hace ciento diez años. Desgraciadamente no se puede decir que el nivel de las discusiones del siglo XX fuera más elevado que el que alcanzaron en el siglo XIX, antes todo lo contrario" (33).

Lerena (34) citando a Tsiang (35) afirma: "el enfoque monetarista es el más antiguo, el más duradero y el mayoritariamente defendido por el pensamiento económico" y añade "el mérito de Mundell ha sido rescatarlo de la confusión creada por otros enfoques y tratar de añadirle lo que de aprovechable había en estas nuevas aproximaciones al problema del equilibrio bajo tipos de cambio fijos y mantener -o resucitar- la visión global de la balanza de pagos de la que forma parte principal, pero no exclusi

va, la balanza comercial".

Pero volvamos a David Hume. En opinión de Johnson "para poner - el nuevo enfoque en perspectiva es útil retroceder a los orígenes de la teoría de balanza de pagos en la obra de David Hume, - y específicamente a su contribución del análisis del mecanismo precio-cambio-circulación" (36). En otro lugar Frenkel y Johnson afirman que "El enfoque monetario de la teoría de balanza de pagos tiene una larga, sólida y sobresaliente historia académica" (37). Al igual que el nuevo enfoque, Hume mostraba que la cantidad de dinero de un país podría ajustarse automáticamente a la demanda por medio de superávit o déficit en la balanza de pagos; inducidos por los efectos sobre los niveles nacionales de pre-cios monetarios relativos del exceso de oferta o del exceso de demanda de dinero.

Tres puntos, en opinión de los defensores de este enfoque, son importantes subrayar en el mecanismo precio-cambio-circulación en esta etapa:

A) En la terminología contemporánea supone (de acuerdo con los hechos, estilizados de ese tiempo) que todo el dinero es dinero externo (metales preciosos), es decir que no existen sistemas - bancarios centrales o comerciales capaces de crear dinero sin - respaldo de reservas internacionales, con lo que el dinero in-terno y las reservas internacionales vienen a ser la misma cosa.

B) El mecanismo del ajuste se dirige al análisis de las transacciones en mercancías y no en valores, una característica que ha permanecido dominante en la teoría de balanza de pagos.

C) En el análisis detallado del mecanismo hay más bien un embarazoso compromiso entre el supuesto de una economía cerrada o una economía abierta en el que se ha supuesto que los precios internos pueden desviarse de la paridad del poder adquisitivo por la influencia de los desequilibrios entre la demanda de dinero y la oferta, pero que tales variaciones conducen a cambios en los flujos comerciales que alteran la balanza de pagos y, de ahí, el stock interno de dinero a largo plazo.

El nuevo enfoque de teoría de balanza de pagos, mientras mantiene básicamente el espíritu de Hume, coloca el énfasis no sobre los cambios en los precios relativos, sino sobre la influencia directa del exceso de demanda y oferta de dinero sobre el equilibrio entre renta y gasto o, más generalmente, entre la adquisición total y disposición de fondos sea través de la producción y el consumo o a través de préstamos y, por tanto, sobre la total balanza de pagos.

El análisis de Hume funciona en términos de un mecanismo automático de ajustes internacionales motivado por flujos monetarios y los cambios consiguientes en los niveles de precios monetarios nacionales. Podemos escoger un texto directamente de Hume (38): "Mas brevemente ese temor ante una balanza de pagos desfavorable es de tal naturaleza que se revela bien cuando se reciba de las autoridades o cuando se es pesimista. Y como es irrefutable, mediante una particularización de las importaciones, puede ser adecuado formar una argumentación general que demuestre la imposibilidad de que esto ocurra, siempre y cuando conservemos nues

tra riqueza humana y nuestra industria.

Supongamos que los  $\frac{4}{5}$  de todo el dinero de la Gran Bretaña desapareciera en una noche, quedando la nación reducida, respecto a la moneda, a la misma situación que durante los reinados de los Enrique y de los Eduardo, ¿Cuáles serían las consecuencias? ¿No debería bajar proporcionalmente el precio de la mano de obra y de los bienes, y ser vendido todo tan barato como en esas épocas? ¿Qué nación podría disputar con nosotros cualquier mercado extranjero, o intentar navegar, o vender manufacturas a nuestros precios, que para nosotros representan un beneficio suficiente?, sin embargo ¿En qué breve periodo de tiempo nos llevaría esta situación a recuperar el dinero perdido y a elevarnos a nivel de nuestros vecinos?, nivel que, por otra parte, una vez conseguido, nos haría perder inmediatamente la baratura de la mano de obra y de los bienes; una vez llegados a este punto, las entradas de capital se detendrían, debido al nivel de saturación alcanzado.

Supongamos ahora que el dinero de la Gran Bretaña se quintuplicara en una noche. ¿No ocurriría el efecto contrario? ¿No se elevarían los bienes y la mano de obra a alturas exorbitantes, de manera que ninguna nación vecina podría comprarnos nada?, por otra parte ¿no serían los bienes tan baratos comparativamente que, a pesar de todas las leyes impuestas, éstas no se respetarían y habría fugas de capital hasta que nos pusiésemos al mismo nivel que el extranjero, y perdiésemos la gran superioridad de riquezas que nos había ocasionado tales desventajas?.

Ahora bien, resulta evidente que estas mismas causas, capaces - de corregir estos exorbitantes desequilibrios, si se dieran mi-lagrosamente, deberían evitar que estos ocurriesen naturalmente, y deberían preservar siempre en las naciones vecinas el dinero, proporcionalmente al nivel tecnológico e industrial de cada na-ción. El agua, si existe comunicación permanente, permance siem-pre al mismo nivel, pregúntese a los físicos la razón, y respon- derán que si se elevara por un sitio, la mayor gravitación pro-ducida por el desequilibrio de esa parte, tendería a equilibrar el sistema de tal modo que el nivel permaneciera invariable, y- que la misma causa que equilibra esta desigualdad cuando se pro-duce, debe también prevenirla a menos que actúe un influjo exter-no violento" (39).

En este texto citado se observan muchos puntos comunes con el - enfoque monetario. No obstante, en la explicación clásica los - movimientos de oferta de dinero (entradas y salidas de oro) afec-taban a los precios relativos entre el país y el resto del mundo, produciendo a partir de ahí sus efectos, en el enfoque actual - repercuten inmediatamente sobre la adquisición de bienes y ser-vicios extranjeros sin afectar el nivel de precios.

Como señala Dietrich K. Fausten (40) otra divergencia importan-te es respecto al fenómeno saldo de reserva. En aclaración del- "primer aspecto básico" el enfoque, Mussa sostiene (41) que "de-cir que algo es un fenómeno esencialmente monetario, es decir, - que el dinero juega un papel vital, pero no significa que única-mente el dinero juega un papel". Definir el papel del dinero co-

mo "vital", desgraciadamente, no es particularmente esclarecedor, aunque el requisito añadido reduce el alcance de posibles significados, excluyendo implícitamente la interpretación extremista. Hume, no obstante, no solamente respaldaría la advertencia, sino que iría considerablemente más allá de esta mínima restricción en atacar la tendencia, predominante entre sus predecesores y alguno de sus contemporáneos, a quienes trató de rebatir, de atribuir, "fatalmente", errónea vitalidad al dinero (42). En efecto, la concepción de Hume del papel del dinero es completamente distinta del fenómeno saldo de reserva, en que se basa la teoría de los efectos de saldo real. Su metáfora no contiene un indicio de la función del dinero como activo; de acuerdo con Hume "(el dinero) no es una de las ruedas del comercio: es el aceite que vuelve el movimiento de las ruedas más suave y fácil" (43). De ello se sigue que, incluso dentro de la esfera de la percepción del papel y grado de "vitalidad" del dinero, el linaje humeniano del enfoque monetario contemporáneo permanece evasivo. Por consiguiente, tenemos que volver a la dimensión más general del problema, diciendo que, aparte de las innovaciones y modificaciones en el detalle analítico, el enfoque monetario contemporáneo es básicamente "humeniano en espíritu".

Es necesario resaltar que las similitudes entre Hume y el nuevo enfoque son mayores en cuanto a la particular concepción del "modus operandi" del ajuste. Es en este punto donde Paul. A. Samuelson ataca el espíritu del ajuste de Hume e indirectamente el enfoque monetario (44).

Samuelson argumenta que Hume reconoce la unidad de precio para bienes competitivos libremente transportables en el comercio internacional y expone la teoría de David Hume de forma analítica.

Llama: P posición para los precio (s) oro interno.

P\* para precio (s) en el exterior.

M\* posición de ofertas monetarias oro.

M para nuestra oferta oro.

Q y Q\* para el total de salidas interna y externa.

Si ignoramos los movimientos de capital, da B como valor oro -- (algebraico) de nuestra balanza de comercio; los superávits de nuestras exportaciones sobre nuestras importaciones serán positivos, nuestros déficits negativos.

$$B = f [P/p^*] , \frac{df [ \quad ]}{d (P/p^*)} < 0 \quad (1)$$

$$P = K M = (\gamma/Q) M, \quad P^* = K^* M^* = (\gamma/Q^*) M^* \quad (2)$$

$$\frac{dM}{dt} = - \frac{d M^*}{d t} = B = f [P/P^*] \quad (3)$$

$$M + M^* = \mu , \text{ la oferta mundial de numerario} \quad (4)$$

La ecuación (2) son los estados de la Teoría Cuantitativa de los precios en la cruda forma de una ecuación. La ecuación (3) es la definitoria forma de una ecuación de la balanza de pagos o comercio cuando el numerario es sólo usado para ajustar déficits. Ellos ceden M a nosotros -  $\frac{d M^*}{d t} = B$ , cuando tenemos superávit en B.

En la ecuación (1), Hume olvidó la condición de Marshall-Lermer. Más importante en opinión de Samuelson son los olvidos de Hume-

sobre los bienes no comercializados, impedimentos del comercio y los costos de transporte de oro.

Samuelson reformula estas ecuaciones teniendo en cuenta las ci-tadas condiciones. Y concluye en su trabajo:

- 1) La ausencia de bienes no comercializados puede actualmente - subir la velocidad al tipo al que un exceso de oferta monetaria es autocorregida.
- 2) Cuando en la ausencia de cambios en los términos del comer - cio (ó de algunos precios sobre todo) saldrá oro cuando la gen-te tenga exceso de oferta monetaria que producirá en una nación el deseo de consumir más de lo que produce.

Los defensores del enfoque monetario de la balanza de pagos no sólo ven en David Hume un precursor -aunque sí el más importan - te- sino que consideran que su teoría está entroncada con los - escritos más importantes de la escuela clásica. Podemos dividir esta relación de acuerdo con los postulados principales del en-foque. Esta misma división es realizada por Frenkel y Johnson - (45) y de forma parecida por Tullio (46) y Humphrey (47).

#### A) La integración mundial.

Una de las más importantes piezas del análisis clásico y neoclá sico es la concepción de un sistema mundial de mercado . A tra - vés del arbitraje internacional se consigue el máximo beneficio con el mínimo de impedimentos al comercio. J. S. Mill cita el - siguiente ejemplo: "Por una bajada en el precio de los tejidos- en Inglaterra: el tejido bajará en Alemania; por el alza de pre

cios del lino en Alemania, deberá subir también en Inglaterra" (48). Esto fué más tarde formulado en 1856 por Whewell (49) como el principio de precios internacional, y fué más tarde dado como un principio de política orientados por Cassel (50) como la Paridad del Poder Adquisitivo. Frenkel y Johnson destacan que es verdad que cuando los bienes no son idénticos y cuando existen costes de transporte, la versión simple de la teoría de la paridad del poder adquisitivo no es exacta; pero para los propósitos prácticos la desviación de paridad sería limitada entre muy estrechos límites y en muchos casos sería lógicamente secundario en la proposición principal. Estas consideraciones prácticas llevaron a Wicksell a concluir que "no pueden existir diferencias de precios en dos países..... sería prácticamente limitado y teóricamente imposible por muy estrechos límites" (51). Por lo tanto concluye el enfoque monetario, aparte de los costes de transporte, el arbitraje asegurará la ley de un precio.

Humphrey (52) considera que en este punto el trabajo de Adam Smith está más de acuerdo con el enfoque monetario que el de David Hume. Smith, considera, en opinión de Humphrey, que los ajustes de la balanza de pagos se realizan vía efectos directos del gasto más que vía efecto de los precios relativos. Sobre todo destaca el hecho de que Smith no habla para nada de un ajuste debido a variaciones en el nivel de precios que sí cita Hume.

La introducción de tecnología en los medios de comunicación facilita, todavía más, la rectificación de la ley de un precio:

"los cambios revolucionarios en los medios de comunicación.....

han unificado mercados hasta tal grado que..... hay prácticamente un sólo mercado mundial y un sólo precio..... en esto fué falaz explicar el ajuste totalmente en términos de nivel de pre--cios. Existió al tiempo (época de Ricardo) una aproximación al precio mundial" (Hawtrey) (53).

Igualmente, el concepto de un mercado unificado de capitales y entendiendo el papel de la movilidad del capital fué una parte integrante de la escuela clásica. John S. Mill dice: "el capital está siendo cada vez más cosmopolita" (54). De hecho, los valo-res están en un "continuo curso de transición de lugares donde el tipo de interés es alto a lugares donde es bajo" (Fullerton) (55).

B) La distribución natural del dinero entre países.

El enfoque monetario de la balanza de pagos considera que exis-te una "natural distribución del dinero". En un momento determinado el sistema monetario mundial puede estar en desequilibrio, sin embargo, por las propias fuerzas "naturales", tenderá a un sistema de distribución que será el de equilibrio. Comparte la misma idea de equilibrio natural que las ciencias físicas o biológicas. Esta idea de equilibrio del enfoque monetario coincide con la escuela clásica.

Dentro de esta escuela podemos destacar, al ya citado David Hume que establece una relación de similitud entre la distribución - del dinero y la ley de los vasos comunicantes. Keynes, en 1929, (56) al hablar del problema de las reparaciones alemanas, entendía que se estaba aplicando la teoría de los líquidos (el problede

ma monetario de las transferencias) a lo que, si no es sólido, - es al menos una masa pegajosa con fuertes resistencias internas (el problema real del flujo compensador de mercancías).

Giuseppe Tullio considera como primeros antecedentes de esta - ley a pensadores italianos como Montanar (57) en 1680, Galiani (58) en 1750. Pero es Isaac Gervaise quien en 1750 lo explica de una manera más clara: "una nación no puede retener más de una - proporción natural de la que tiene en el mundo y la balanza co-mercial debe trabajar a la contra" (59).

John Stuart Mill piensa que el papel de la cuenta de capitales es importante, sobre todo, si se reconocen las consecuencias internacionales de la movilidad de capital y en su libro "Princi-pios de Política Económica" analiza el papel del tipo de interés. En esta misma obra analiza el papel del mercado de préstamos "Este es un hecho que ahora empieza a ser reconocido que el movi-miento de los metales preciosos de país a país está determinado mucho más de lo que fué formalmente supuesto, por el estado del mercado de préstamos en diferentes países y mucho menos por el estado de los precios" (60). Estos argumentos han servido de base, para el posterior desarrollo del enfoque monetario. Al igual que el análisis de Hawtrey "Una expansión del crédito causa una desfavorable balanza de pagos". El cambio en la balanza no es - más que un síntoma. Y de acuerdo, el balance en cuestión es siempre la balanza de pagos, no la balanza de comercio en el estre-cho sentido de la diferencia entre las exportaciones e importa-ciones de bienes" (61).

C) Absorción versus precios relativos.

En uno de los puntos en que el enfoque monetario centra su atención es en la defensa de que la balanza de pagos es determinada por la diferencia ingreso-gasto y no por la composición. Toda política de ajuste debe tener en cuenta este hecho aplicando política de reducción del gasto, incremento del ingreso o desviación del gasto y no políticas que varíen la composición del gasto.

Uno de los primeros escritos que destacan la diferencia de estos ingresos sin mencionar los precios relativos la encontramos en Gervaise (1720). Un crecimiento en el stock monetario hace crecer en gastos e induce al déficit. El proceso continúa hasta que el exceso de stock es difuso, y simultáneamente el stock es reducido al nivel de equilibrio, gastos e ingresos coinciden.

Similares argumentos podemos encontrar en la obra de R. Cantillon "Essai sur la nature du commerce en general". Esta obra tiene la peculiaridad de combinar la teoría mercantilista de la exportación de trabajo con la teoría del mecanismo automático de la distribución internacional de metales preciosos. Cantillon escribe: "El crecimiento del dinero traerá un crecimiento en gastos, estado en el cual han adquirido una considerable abundancia de dinero, ordinariamente importa muchas cosas procedentes de los países vecinos donde el dinero escasea" (62).

Thomas M. Humphrey (63) considera también como origen del enfoque monetario los trabajos de Adam Smith cuando dice que la subida de precios es causada por el incremento de dinero y



al revés. Es difícil establecer una relación de origen Enfoque Monetario-Adam Smith y esto sólo es posible en apartados algo difusos.

La importancia de los precios relativos está asociada también con el problema de las transferencias. Taussing cree que los cambios en los precios relativos son parte esencial del proceso de ajuste y Wicksell considera que los cambios en los precios relativos son de importancia secundaria.

Un debate similar culminará en la discusión entre Keynes (64), Ohlin (65), y Rueff (66) en una serie de artículos en el "Economic Journal" (1929).

Estos puntos son defendidos también a lo largo de la historia del pensamiento económico italiano por Genovessi (67) 1765, -- Pareto (68) 1896, y sobre todo por Breciani Turrone (69) 1924.

En este tema es bastante esclarecedor las siguientes, extraídas de Kindblarger (1937): "Los escritos de hoy están generalmente de acuerdo que el mecanismo price-specie-flow, con énfasis, en el nivel de precios, no abarca todo el proceso de ajuste. Cambios en la demanda catalogados que tienen su origen en alteraciones del ingreso nacional, los cuales pueden ser relacionados con cambios monetarios en el dinero y en su velocidad, representan una parte importante en el proceso de ajuste de la balanza de pagos, sin necesidad de movimientos de precios" (70).

#### D) La política monetaria y la Balanza de Pagos.

Una de las características esenciales del enfoque monetario de -

la balanza de pagos es la relación que existe entre la balanza de pagos y la política monetaria. Según este enfoque, con tipos de cambio fijo, las autoridades no pueden controlar la oferta monetaria, pero sí que pueden controlar el crédito interno y la balanza de pagos. Al mismo tiempo este enfoque defiende la teoría de que una devaluación sin medidas de políticas monetaria complementarias es ineficaz, como sucedió con la devaluación de la libra de 1967.

Adam Smith habla en su célebre trabajo: "An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations" de la relación que existe entre el oro y la plata con el dinero en circulación y establece una relación, no tan clara como en este enfoque, con las compras y ventas con el exterior. Pero son Gervaise y Hawtrey quienes hablan más claro de la conexión crédito-balanza de pagos "El crecimiento del crédito actuará sobre la nación como si aumentara en la misma cuantía el oro y la plata" (71). Hawtrey escribe "..... un disturbio de la balanza de pagos por un cambio en la demanda u oferta de bienes ya sea estacional u otra, es propiamente encontrada por el ajuste de crédito. La transmisión de oro es sólo necesaria en cuanto que el ajuste del crédito no guarda exactamente la par con los disturbios" (72). Hawtrey termina afirmando el carácter monetario de algunos desajustes de la balanza de pagos.

Las implicaciones políticas, son obvias, y Hawtrey, al igual que otros autores se adelanta al trabajo de Mundell, defendiendo los ajustes de la balanza de pagos por medio de una contracción o ex

pansión del crédito interno.

Si entendemos que el mundo es un sistema cerrado que está compuesto por países interdependientes, esto implica que un banco central individual no tiene más poder que un banco del sistema nacional. El enfoque monetario destaca el hecho de que el banco central sí que puede alterar la composición del stock monetario por medio de la política monetaria, aunque la cuantía del stock sea exógena.

Referente a la devaluación se encuentra un antecedente en Barone "la creencia de que una la devaluación puede aumentar las exportaciones y disminuir las importaciones es un error común. El error está en no distinguir los efectos permanentes de los inmediatos y transitorios y en el ajuste de un equilibrio de otro" (73).

Es de destacar la conexión existente entre los diversos autores al tratarla balanza de pagos. No hay duda de que existe una gran influencia de estos economistas en el enfoque monetario de la Balanza de Pagos. Este trata de revitalizar el pensamiento clásico, olvidado en algunos puntos con la revolución Keynesiana. Las divergencias son también obvias, pero no mayores que las existentes entre los defensores del enfoque monetario.

Bibliografía Capítulo III.

- (1) Vid el excelente trabajo de Harry G. Johnson, "The Monetary Approach to the Balance of Payments: A non technical guide" Journal of International Economics, vi. 7, nº 3, August - 1.977, pág. 259.
- (2) Harry G. Johnson, "Towards a General Theory of the Balance of Payments". Pág. 46-63 del libro "The Monetary Approach to the Balance of Payments", edited by Jacob Frenkel and - Harry G. Johnson. George Allen and Unwin Ltd. 1976.
- (3) Cuando Johnson habla de decisiones globales se refiere a un exceso de los pagos globales de los residentes sobre sus ingresos globales, resultado neto de todas las decisiones económicas tomadas por las unidades económicas individuales que componen la economía. Exceso de pagos si es un déficit y viceversa si es un superávit. Se entiende decisión global tomada por la comunidad de residentes, considerados como grupo, excluyendo, como siempre, a las autoridades en materia de divisas.
- (4) Si se define la comunidad de forma que incluya a la autoridad monetaria, sólo podrá efectuarse con sustitución de valores por moneda nacional, obteniendo valores del extranjero a cambio de reservas internacionales.
- (5) Vid Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, "The Monetary -- Approach to the Balance of Payments: Essential Concepts -- and Historical Origins". Pág. 29 del libro "The Monetary - Approach to the Balance of Payments" editado por Jacob A. - Frenkel y Harry G. Johnson. George Allen and Unwin Ltd.1976.
- (6) James E. Meade, "The Balance of Payments; London Oxford University Press, 1951.
- (7) Recogidos en Robert A. Mundell, "International Economics" - New York, Macmillan, 1968 y "Monetary Theory", Pacific Palmsades, Coodyear, 1971.
- (8) A. C. Harberger, "Currency Depreciation, Income and The Balance of Trade", Journal of Political Economy, February -- 1950, 47-60.
- (9) J. J. Polak, "Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems". International Monetary Fund. Staff Papers, vl. 6, Novembre 1957.
- (10) F.H. Hahn, "The Balance of Payments in a Monetary Economy". Review of Economic Studies, February 1959, 110-125.

- (11) Don Patinkin, "Money Interest and Prices", 2nd. edn. New - York, Harper and Row, 1965.
- (12) I.F. Pearce, "The Problem of the Balance of Payments", International Economic Review, 11, nº 1, January 1961, 1-28.
- (13) Murray C. Kemp, "The Balance of Payments and the terms of trade in relation to Financial Controls". Review of Economic Studies, January, 1970, pág. 25-30.
- (14) Ronald I. Mckinnon, "Portfolio Balance and International - Payments Adjustment". En R.A. Mundell y A.K. Swoboda (eds), Monetary Problems of The International Economy Chicago Uni- versity of Chicago Press, 1968, Pág. 199-234.
- (15) Ryutaro Komiya, "Monetary Assumptions, Currency Deprecia - tion and the Balance of Trade". The Economic Studies Quar - terly, December 1966 y "Economic Growth and the Balance of Payments: A Monetary Approach". Journal of Political Econo - my, 77 nº 1, January/February, 1969, Pág. 35-48.
- (16) Arnold Collery, "International Adjustment, Open Economies, and The Quantity Theory of Money". Princeton Studies in In - ternational Finance, nº 28, June 1971.
- (17) Robert A. Mundell, "International Economics", New York, -- Macmillan 1968.
- (18) Robert A. Mundell, "Monetary Theory", Pacific Palisades, - Goodyear 1971.
- (19) J.J. Polak, op. cit.
- (20) Rudolf R. Rhomberg y H. Robert Heller, "Introductory Sur - vey" del libro The Monetary Approach to the Balance of Pay - ments, pág. 1, International Monetary Fund. Washington 1977.
- (21) Vid Manuel Guitián, "Credit versus Money as Instrument of Control", pág. 227 del libro "The Monetary Approach to the Balance of Payments". International Monetary Fund. Washing - ton 1977.
- (22) Definido por la capacidad de la economía de modificar sus - saldos de caja a la tasa deseada.
- (23) Si el postulado inicial hubiera sido la estabilidad de la función del gasto, habríamos recaído en un análisis keyne - siano de renta-gasto.
- (24) Vid. Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, po. cit., pág. - 21-22.

- (25) En una economía con tipo de cambio totalmente flexible, según la regla de la contabilidad por partida doble, la balanza de pagos es cero.
- (26) Vid Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, op. cit. pág. 23.
- (27) Harry G. Johnson, "The Monetary Approach to the Balance of Payments Theory", en Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, - "The Monetary Approach to the Balance of Payments". Págs.- 154 y 156, George Allen and Unwin, London, 1976.
- (28) Harry G. Johnson, "The Monetary Approach to the Balance of Payments: A nontechnical guide". Journal of International-Economics, vl. 7, nº 3, August, 1977. Pág. 259.
- (29) Francisco Cabrillo, "Los orígenes de la teoría del ajuste de la Balanza de Pagos". Información Comercial Española, - Abril 1978, nº 536.
- (30) Vid F.W. Fetter, "The Term Favourable Balance of Trade", - Quarterly Journal of Economics, XLIX 1935, Págs. 626-627.
- (31) Vid. ejem, J.A. Frenkel y H.G. Johnson, "The Monetary App. to the Balance of Payments". Allen and Unwin, Londres 1976.
- (32) Vid Luis A. Lerena, "Teoría Monetaria de la Balanza de Pagos: Introducción y selección de artículos". Revista Española de Economía. Septiembre-Diciembre 1976, Año VI, nº 3, pág. 262.
- (33) G. Haberler, "El Comercio Internacional". Labor 1936. Versión castellana de R. Perpiñá Grau. Págs. 42 y 43.
- (34) Vid. Luis A. Lerena, op. cit. Págs. 263 y 264.
- (35) S.C. Tsiang, "The Role of Money in Trade Balance Stability; Synthesis of the Elasticity and Absortion Approaches". The American Economic Review, vl. 51, 1961.
- (36) Harry G. Johnson, "The Monetary Approach to Balance of Payments Theory" en "The Monetary Approach to the Balance of Payments". Allen and Unwin, Londres, 1976. Págs. 147-148.
- (37) Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, "The Monetary Approach to the Balance of Payments: Essential Concepts and Historical Origins" en "The Monetary Approach to the Balance of Payments". George Allen and Unwin, Londres, 1976, Pág. 29.
- (38) Selecciones de D. Hume (1752), "Of the Balance of Trade" - Essays, Moral, Political and Literary, vl. 1, Longmans -- Green, London 1898, Págs. 330-345.

- (39) Existe otra causa que actúa más limitadamente, que amortigua las perturbaciones de la balanza comercial de cualquier país con el que comercia el Reino Unido. Al importar más bienes que los que exportamos, el cambio nos es desfavorable, y lleva a favorecer la exportación por una cantidad igual a la suma de los costes de transporte y seguro del dinero que se debe. El intercambio se elevará algo más que esa suma.
- (40) Vid Dietrich K. Fausten, "The Humean Origin of the Contemporary Monetary Approach to the Balance of Payments". The Quarterly Journal of Economics, vl. XCIII, nº 4, november - 1979, pág. 670.
- (41) Michael Mussa, "Tariffs and the Balance of Payments: A Monetary Approach", en el libro "The Monetary Approach to the Balance of Payments" de Frenkel y Johnson Allen and Unwin, - 1976, pág. 190.
- (42) Vid E. Rotwein, edit. David Hume, "Writtings on Economics", Edimburg Nelson 1955, Pág. 46.
- (43) Vid E. Rotwein, op. cit. Pág. 133.
- (44) Paul A. Samuelson, "A corrected version of Hume's Equilibrating Mechanism for International Trade". Chapter 9 del libro Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments. -- Essays in Memory of Ego Sohmen, North-Holland 1980, pág.141.
- (45) Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, op. cit. Págs. 32-43.
- (46) Giuseppe Tullio, "The Monetary Approach to External Adjustment: A case of Study of Italy". Macmillan 1981, Págs. 3-22.
- (47) Thomas M. Humphrey, "Adam Smith and The Monetary Approach to the Balance of Payments". Federal Reserve Bank of Richmond. Economic Review. November/December 1981, pág. 3.
- (48) John Stuart Mill, Essay on Some Unsettled Question of Political Economy". London, 2nd. edn. 1874.
- (49) W. Whewell, "Mathematical Exposition of Some Doctrines of Political Economy, Second Memoir". Transactions of the Cambridge Philosophical Society, pt. I, 1856.
- (50) Gustav Cassel, "Post-War Monetary Stabilization". New York, 1928.
- (51) Knut Wicksell, "International Freights and Prices". Quarterly Journal of Economics, XXXII, Febrero 1918, Págs.404-410.
- (52) Thomas M. Humphrey, op. cit. Pág. 9.

- (53) R. G. Hawtrey, "The Art of Central Banking", London, Longmans Green, 1932.
- (54) John Stuart Mill, "Principle of Political Economy", New -- York, Appleton 5th. edn., 1893.
- (55) John Fullerton, "On the Regulation of Currencies". 2nd. - edn. 1845.
- (56) J.M. Keynes, "El problema de las transferencias alemanas", versión castellana recogida en los "Ensayos sobre la Teoría del Comercio Internacional". H. Ellis y Q.A. Metzler, - Fondo de Cultura Económica, 1953.
- (57) Geminiano Montanari, "Della Moneta, Trattato Mercantile", 1680. Reproducido en Collezioni Custodi, Scrittori Classici Italiani di Economía Política, 3, Milán, 1804.
- (58) Ferdinando Galiani, "Della Moneta", Naples 1750, reproducido en Collezioni Custodi Scrittori Classici Italiani di Economía Política, Pág. 10-11, Milán 1804.
- (59) Isaac Gervaise, "The System or Theory of the Trade of the World 1720", reproducido en Economic Tracts Johns Hopkins-University Press, 1956.
- (60) John Stuart Mill, "Principles of Political Economy". New - York, Appleton, 5th. edn. 1893, ch. VIII, pág. 4.
- (61) R.G. Hawtrey, "Currency and Credit", London Longmans, Green 3rd., edn. 1927.
- (62) Richard Cantillon, "Essai sur la nature du commerce en general", 1755. En Arthur E. Monroe (ed.), Early Economic -- Thought (Cambridge, Harvard, University Press), 1927, pp.-263-267.
- (63) Op. cit. pág. 9.
- (64) John M. Keynes, "The German Transfer Problem", Economic -- Journal, 1929.
- (65) Bertil Ohlin, "The Reparation Problem: A discussion". Economic Journal. Junio 1929.
- (66) Jacques Rueff, "Mr. Keynes views on the Transfer Problem: I A Criticism". Economic Journal, nº 39, September, 1929.
- (67) Antonio Genovesi, "Lezioni di Economia Civile, Parte Seconda", 1765. Reproducido en Collezioni Custodi, Scrittori -- Classici Italiani di Economía Política, 16, Milán, 1804, - pág. 65.

- (68) Vilfredo Pareto, "Cours d'Economie Politique". Lausanne, F. Rouge, 1896. Pág. 346.
- (69) Constantino Bresciani-Turroni, "Inflazione Cartacea, Finanza Statale e Corza dei Cambi in Germania", Trieste, Editore il Circolo de Studi, 1924.
- (70) Charles P. Kindleberger, "International Short-Term Capital Movements". New York, Columbia University Press, 1937, -- pág. 19.
- (71) Isaac Gervaise, "The System or Theory of the Trade of the World, 1720", reproducido en Economic Tracts, John Hopkins University Press, 1956.
- (72) R.G. Hawtrey, "The Gold Standard and the Balance of Payments". Economic Journal, Marzo 1936, Págs. 50-68
- (73) Enrico Barone, "Principi di Economia Política", Roma, Edizioni Atheneum, 1913. Pág. 144.

21

**IV. CRITICAS AL ENFOQUE MONETARIO  
DE LA BALANZA DE PAGOS**

## IV. CRITICAS AL ENFOQUE MONETARIO DE LA BALANZA DE PAGOS.

Como se destacó con anterioridad; los defensores del enfoque monetario no forman una unidad ni en sus postulados, ni mucho menos en sus conclusiones, incluso llegan a recomendaciones políticas contradictorias. En este capítulo se cuestiona la veracidad de todo el enfoque monetario o los estudios realizados por algunos autores que defienden los principales postulados del enfoque.

Las críticas provienen de una gran variedad de autores de origen teórico muy diverso. Podemos citar aquí como más importantes: las críticas de los que consideran como causa principal de los déficits y superávits de la balanza de pagos las condiciones estructurales de la economía. Los defensores de las teorías de Keynes, en un sentido amplio, estos centran su crítica en las diferencias de la Teoría monetaria Keynesiana y la utilizada por el enfoque monetario, la importancia de la diferencia de renta en los desajustes de la balanza de pagos, efectos de la devaluación etc. Otros autores reconocen factores positivos en el enfoque monetario, pero lo consideran excesivamente simplificador y optan por una conjunción del enfoque elasticidades, absorción y monetario. Es interesante dar lugar en este capítulo a algunos defensores del citado enfoque pero que ellos mismos han acotado y reelaborado las conclusiones excesivamente simplificadoras de política económica. Para no diversificar excesivamente las críticas, no se citarán todos los que no están de acuerdo con algunos aspectos del enfoque monetario -la lista sería casi interminable-. Se con

sideran como más interesante la realizada por D.A.Currie, Peter Isard, y Michael G.Porter, Marina V.N.Whitman, John Williamson, S.C.Tsiang, William H.Branson, Frank H.Halm, Gottfried Haberler y las aportaciones de Rudiger Dornbusch, aunque este último será visto con más detenimiento en el capítulo dedicado a la política de estabilización.

A. La necesidad de unir las monedas de ajuste: Elasticidades, Absorción, Meade y Monetario.

El profesor John Williamson de la University of Warwick realiza en The Economic Journal (1) una reseña del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments de Frenkel y Johnson (2). Williamson considera que Frenkel y Johnson olvidan importantes aportaciones al enfoque monetario como los del Fondo Monetario Internacional, Tsiang y sobre todo el International Monetary Research Programme de la London School of Economics. Considera como nota más característica del Enfoque Monetario el hecho de que los cambios en las reservas sean explicados por una ecuación como la siguiente:

$$\Delta R = \alpha \cdot \alpha_1 \Delta D + Hf \quad (I)$$

donde R = reservas, D = crédito interno, Hf=Cambios determinantes de  $M^d$ ,  $M^d$  demanda de dinero  $H = R + D$  base monetaria.

El hecho de que  $\alpha_1 = 1$  es la cuestión central. En el análisis empírico de A.Hans Genberg (3) es mayor que uno aunque no significativamente. En los análisis de Australia y España (4) la evidencia es consistente con el punto de vista de que  $\alpha_1 = 1$ . Para Japón, éste es sustancial y significativamente inferior a uno (en-

tre 0'5 y 0'7). Mundell requiere, no solo que sea positivo sino que  $\alpha_1 = 1$ .

Williamson considera demasiado simplista el Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos. Es necesario conjugar todos los enfoques, el del multiplicador, elasticidades y absorción. Son mucho más completos los modelos de lo que él llama "segunda generación de modelos monetarios" como el construido por la London School of Economics bajo los auspicios del International Monetary Research Programme. No obstante el enfoque monetario ha aportado tres cosas importantes en el análisis del proceso de ajuste de la balanza de pagos. 1) El análisis de la devaluación tiene un impacto deflacionario a través del efecto sobre los saldos reales, así como un impacto expansionario a través del cambio en los precios relativos. 2) El impacto de los desequilibrios de la balanza de pagos sobre la oferta monetaria es modelado antes que asumido lejos de la vía de la esterilización. 3) El más importante, la cuenta de capital es integrada dentro del modelo total vía una modificación de la ecuación (I) en la que, siguiendo el trabajo de Kouri y Porter, la variable dependiente es la cuenta de capital y la cuenta corriente se hace otra variable independiente.

Esto implica, la integración del enfoque tradicional y el monetario. Dejando a lo "monetario" la conclusión de que en el largo plazo la oferta monetaria interna es independiente de la política de crédito interna, (bajo tipo de cambio fijo). Esto es también aplicable, aunque no necesariamente, al corto plazo, siempre que la movilidad del capital sea perfecta.

Williamson termina su crítica, además de protestar por el ultrajante precio del libro de Frenkel y Johnson, lamentándose de que no incluya alguno de los trabajos recientes que unen el enfoque monetario y los enfoques que denomina tradicionales.

Gottfried Haberler del American Enterprise Institute realiza una crítica que merece nuestra atención (6); Haberler reconoce la importante aportación de los trabajos recogidos en el citado volumen pero destaca también la importancia de trabajos posteriores a muchos de los artículos recogidos (7). Sigue la distinción entre lo que Marina Whitman denomina "monetarismo global" y "enfoque monetario" pero esta distinción se verá más detenidamente al citar los trabajos de Whitman.

Se considera como principal crítica de Haberler el olvido o desprecio del "enfoque monetario" de los enfoques anteriores, sobre todo del elasticidades. Por ejemplo Harry Johnson, cuando critica el enfoque elasticidades y los contrasta con el monetario dice: "No hay razón para suponer que las restricciones sobre la importación, los subsidios a la exportación, la devaluación o cualquier tipo de deflación anterior, mejorarán necesariamente la balanza de pagos de un país, o si lo hacen, lo hagan más que transitoriamente". Esto introduce una innecesaria paradoja, teniendo en cuenta que muchas veces son precisamente los efectos transitorios los que interesan. Por ejemplo cuando una deflación interna no mejore la balanza de pagos entendida bajo el tipo de cambio fijo y convertibilidad, la contracción de crédito interno en una cierta cantidad llevará a un influjo de reservas internacionales

y si el pleno empleo es mantenido, el stock de dinero real, eventualmente, irá cayendo lentamente del nivel original aunque se produce un efecto contrario por medio, sobre todo, de las reservas internacionales y en menor medida por activos interiores.

Una situación parecida a la descrita en el párrafo anterior se puede aplicar a uno de los postulados básicos del enfoque monetario: "Un proceso estable de oferta monetaria y una función de demanda estable". Este postulado a las tarifas, como explica Mussa (8), sería una falacia sin esterilización y con esterilización tendrá un efecto transitorio.

La siguiente aportación importante de Haberler es la crítica a la frase de Johnson "Antes de tratar estos temas es necesario formular una observación preliminar sobre la repetida condición de elasticidad para la estabilidad del mercado de cambios (la suma de las elasticidades de la demanda de divisas mayor que la unidad). Como ya se ha indicado, esta condición es completamente irrelevante para una economía monetaria internacional -a menos que se le haga verdadera- ya que es condición de estabilidad en el intercambio en una economía de trueque". Haberler considera que la condición Marshall-Lerner (o la extensión de Robinson-Metzler) es condición de estabilidad no sólo para una economía de trueque sino también para todo mercado competitivo incluido el mercado monetario de cambios. Haberler cita el ejemplo extremo de un país totalmente especializado en la producción de un bien, por ejemplo café, la demanda interna de ese bien no existe o es pequeña y la demanda exterior es inelástica, y la demanda inte-

rior de importaciones es también inelástica. Entonces el mercado de cambio será inestable. Haberler, de todas formas, está de acuerdo con Marshall en el sentido de que un equilibrio inestable "no es inconcebible, pero es absolutamente imposible" especialmente para un país grande y rico. (9). La cuestión está en que la inestabilidad local no puede ser rechazada en el terreno monetario, sobre las bases de las condiciones microeconómicas mencionadas por Marshall y los teóricos de la elasticidad, en un comercio diversificado y con la existencia de muchos bienes, actuales o potenciales, de importación y exportación.

El anterior punto puede ser rebatido argumentando que el enfoque monetario es para una economía con pleno empleo de recursos y análisis a largo plazo. Entonces entramos en el tercer punto que consideramos más importante del trabajo de Haberler, la velocidad del ajuste monetario. Este es importante, porque como Mussa (10) indica "El enfoque monetario puede no ser útil si el equilibrio monetario tarda años o décadas en materializarse", si el lag es grande el enfoque monetario "puede no ser útil para... problemas políticos corrientes porque el horizonte de los policymaker es normalmente mucho más corto". La verificación empírica presenta enormes problemas; la división entre dinero y otros activos financieros líquidos es siempre confusa y a menudo arbitraria, y está sujeta a los ciclos y cambios a largo plazo.

Estos tres puntos destacados no quieren decir que Haberler considere inútil el enfoque monetario, sobre todo el desarrollado por Johnson y Mundell. Considera que este ha enriquecido enorme-

mente nuestro entendimiento del mecanismo de ajuste. Esto es importante, sobre todo, en el largo plazo.

Haberler, al igual que Williamson, se muestra partidario de la unificación de los distintos enfoques, pero a diferencia de éste considera mucho más necesario una adaptación del enfoque de Meade añadiéndole las aportaciones válidas del enfoque monetario.

B. Las complicaciones del efecto riqueza.

El tercer trabajo que hemos escogido es el realizado por Peter Isard y Michael G. Porter en el Journal of International Economics (11), consideran como principal aportación del enfoque monetario simplificado el hecho de que una realineación monetaria cambia el valor de la riqueza privada en direcciones predecibles, bajando el poder de la compra o riqueza de los residentes privados cuyas monedas son devaluadas y creciendo en aquellos cuyas monedas han sido revaluadas. Pero se puede deducir -según el enfoque monetario simplificado- que estos efectos riqueza llevará al sector privado en el corto plazo a (mayores) superávits en la cuenta corriente para los países devaluados, y (mayores) déficits para los países revaluados sólo hasta que el valor real de las carteras financieras privadas sean restauradas hasta el nivel deseado.

Peter Isard y Michael G. Porter argumentan que esta versión es complicada por tres factores, 1) diversificación de las carteras privadas, 2) acciones anticipadas, que si provienen de expectativas correctas, sector privado ganará a expensas del sector públi

co, 3) estimación privada de futuros impuestos sobre pasivos.

La primera complicación es el hecho de que los residentes privados de la mayoría de los países han diversificado sus carteras - con posición neta distinta de cero en muchas monedas. Esto afecta obviamente al impacto de la devaluación en el valor de las carteras privadas. Si el sector privado se anticipa a la devaluación -con expectativas correctas- el sector privado se beneficiará -o disminuirá sus pérdidas- a expensas del sector público. La tercera nace del hecho de que los residentes privados de un país ven el déficit público de sus gobiernos como un futuro impuesto sobre el pasivo. Estos tres hechos, concluyen Isard y Porter, admiten la posibilidad de que los impactos de la devaluación pueden ser de dirección distinta a la sugerida por el enfoque monetario simplificado.

#### C. La interacción entre los factores reales y monetarios.

Currie en un artículo publicado en The Economic Journal (12) destaca como rasgo característico del análisis monetario de la balanza de pagos el examen de las implicaciones que sobre el equilibrio en la cantidad de dinero (stock) tiene el flujo continuo de activos financieros necesarios para financiar un superávit o déficit constante de la balanza de pagos. De este análisis, se llega a la conclusión, citando a Johnson, de que "déficits y superávits representan fases del ajuste de la cantidad de dinero - en el mercado monetario y no flujos de equilibrios; y no debería ser explicado dentro de un marco analítico que los considere como un fenómeno de equilibrio". Sobre esta frase, Johnson especi-

fica "puesto que la devaluación es una medida instantánea, sólo puede utilizarse como un factor transitorio para la mejora de la balanza de pagos". En el centro del análisis monetario se encuentra el supuesto de que el sector privado desea una determinada relación largo plazo entre la riqueza neta y la renta, de tal forma que aumentos continuados en la riqueza neta tienen como consecuencia un mayor gasto del sector privado y unos ahorros reducidos. La utilidad de este supuesto -razona Currie puede ponerse en duda: Si la relación riqueza/renta se altera a largo plazo por ejemplo, un análisis a largo plazo basado en la estabilidad de la misma, no sería particularmente fructífero. No obstante, si se mantiene este supuesto no sería correcto razonar, como Johnson, que la devaluación tiene únicamente un efecto transitorio. Esta es la cuestión que con su trabajo pretende demostrar Currie

La mayor parte de la literatura monetaria que versa sobre la balanza de pagos considera una economía en crecimiento cero. Debemos tener en cuenta que Currie publica el citado trabajo en 1976 y hasta esa fecha sólo Johnson introduce una economía con crecimiento. Con crecimiento cero, la inversión neta a largo plazo debe ser cero, y una relación estable entre la riqueza neta del sector privado y la renta, implica un ahorro neto del sector privado igual a cero, en el equilibrio a largo plazo. Las razones por las cuales se supone que la economía no está creciendo no son normalmente explicadas, pero las conclusiones cualitativas de Currie sobre la eficiencia de las mismas en una economía con crecimiento cero seguirán siendo válidas cuando introducimos el crecimiento.

Una omisión importante en el enfoque monetario -en opinión de Currie- es el olvido de la restricción presupuestaria. Es normal -razonar que el equilibrio completo debe caracterizarse por una -cuenta exterior compensada (bajo el supuesto implícito de crecimiento cero), ya que de no ser así los flujos financieros resultantes distorsionarían el equilibrio en la cantidad de dinero -del sector privado. De forma similar, en la literatura sobre las restricciones presupuestarias del gobierno, se señala que el equilibrio completo debe alcanzarse en una situación donde el presupuesto público se encuentre en equilibrio, ya que de otro modo la financiación del presupuesto distorsionaría otra vez el equilibrio en la cantidad de dinero del sector privado. Pero una vez que la restricción presupuestaria del gobierno es considerada en el contexto de una economía abierta, bajo un régimen de tipos de cambios fijos, no hay razón para suponer que la economía se dirigirá bien a una situación con el presupuesto equilibrado, o bien a una cuenta equilibrada. Esto puede suceder por lo que afirma McKinnon (13), "los déficits presupuestarios pueden ser consistentes con el equilibrio en el sector privado de la economía si al mismo tiempo, el déficit de la balanza comercial drena la oferta de los nuevos activos financieros creados". Así, un gobierno no puede adquirir reservas continuamente sin distorsionar el equilibrio del sector privado, suponiendo que incurre en un superávit presupuestario igual a superávit de la balanza de pagos y bajo la condición de que los gobiernos extranjeros (considerados globalmente) deseen y sean capaces de aceptarlo, incurriendo en el correspondiente déficit presupuestario agregado. Ninguna fuer

za automática tenderá a eliminar estos déficits o superávits.

Este problema puede ser analizado desde otra perspectiva. Según el enfoque tradicional, las consecuencias monetarias de un déficit o superávit constante en la balanza de pagos podían ser anulados por las autoridades monetarias, si estas actúan a través de operaciones de open-market, sobre los efectos de un déficit o superávit. Obviamente no pueden ser compensados a largo plazo, manteniendo el supuesto de crecimiento cero, puesto que tales operaciones implicarían una constante distorsión sobre el equilibrio en la cantidad de dinero del sector privado. Con un presupuesto público equilibrado un superávit constante de la balanza de pagos requiere un superávit igual del sector privado, de tal forma que este último debe adquirir activo financiero indefinidamente. Si el sector privado mantiene una relación a largo plazo entre la riqueza y la renta; este aumento constante en la riqueza neta debe llevar a una elevación en los gastos y la desaparición del superávit de la balanza de pagos. No obstante, el análisis monetario de la balanza de pagos ha subestimado la posibilidad de anular dichos efectos a través de un superávit/déficit presupuestario gubernamental en relación al superávit/déficit de la balanza de pagos, y el hecho de que ello no supone niguna distorsión constante del equilibrio en la cantidad de dinero del sector privado (14).

Otra consecuencia, resaltada por Currie, de la omisión de la regtricción presupuestaria o gubernamental en el análisis monetario de la balanza de pagos, es que los resultados tienden a afirmar

la importancia única del dinero en la balanza de pagos a largo - plazo, y asignan una escasa relevancia en el largo plazo a facto res tales como el fiscal, arancelario o política de tipo de cam- bio, que asumían un papel especial en los análisis tradicionales de elasticidades y de absorción. Así Mussa (15) señala que, tan- to para los modelos monetarios de precio- fijo como para los mo- delos Keynesianos de precio-flexible, "en el largo plazo, un a- rancel no afecta a la balanza de pagos, considerada como flujo, pero sí incide, bajo de tipos de cambio fijo, sobre el nivel de reservas de cambio extranjeras de un país como consecuencia de - un cambio temporal de la balanza de pagos". Currie considera que este punto de vista es ciertamente erróneo para los modelos de - desempleo Keynesianos con precios fijos, puesto que en tales mo- delos las reducciones de gastos y políticas de regulación del - gasto bajo la forma de cambios en el gasto público o ingresos - fiscales, la imposición de cuotas o aranceles a la importación, o devaluaciones, muestran tener efectos permanentes sobre la ba- lanza de pagos; aunque las magnitudes de los efectos sugeridos - por nuestro análisis, difieren sustancialmente de aquellas impli- citas, tanto en el análisis de las elasticidades como en el de - la teoría de la absorción. En los modelos de precio-flexible y - en pleno empleo, con precios arbitrados internacionalmente, em- pleados normalmente en el análisis monetario, es cierto que las devaluaciones, cuotas y aranceles a la importación, cuando las - rentas son distribuidas al sector privado, no tienen efectos du- raderos sobre la balanza de pagos. Sin embargo, en tales modelos una determinada reducción en el gasto público o un incremento en

en los ingresos gubernamentales, ya sea a través de impuestos - más elevados o un arancel a la importación con rentas retenidas por el gobierno, tendrá a largo plazo un efecto directo y duradero sobre la balanza de pagos. En estos modelos, basados en - supuestos de alguna manera irreales, el problema del ajuste de la balanza de pagos es trivial, puesto que todo lo que se necesita es una política fiscal de reducción del gasto.

D.A.Currie vuelve sobre el punto inicial de la aportación monetaria: Las variaciones en la cantidad de dinero interno pueden dividirse en cambios inducidos por las entradas y salidas de reservas internacionales y aquellos inducidos por cambios en el - crédito interno. Cuando examinamos esta identidad junto a la restricción presupuestaria del gobierno, se observa claramente que el crédito interno es muy probable que se vea afectado por factores que no son considerados normalmente como monetarios tales como la política fiscal y restricciones arancelarias. Más aún si el equilibrio en la cantidad y flujo de dinero tuviera que ser restaurado después de un cambio en una variable real, por ejemplo, una variación en los impuestos o un aumento en la propen- - sión a importar, el crédito interno no debe variar necesariamen- te. Una vigorosa insistencia en el análisis del equilibrio com- plete en la cantidad y flujo de dinero debe traer consigo un re- conocimiento de que el crédito interno es una variable endógena y ampliamente determinada (en relación con la oferta monetaria), a largo plazo, por factores reales.

Es necesario argumentar estas críticas que realiza D.A.Currie.La

exposición que realiza en el apartado El Dinero-Crédito Interno -Identidad de Reservas, no tiene mucho apoyo en el sentido de - que no muestra claramente una crítica al enfoque monetario, lo desplaza a un problema de causa-efecto,, tema central de los monetaristas-Keinenianos. Sin embargo es de mayor interés la segunda forma de describirlo.

Se considera la economía en equilibrio completo tanto en la can tidad como en el flujo de dinero, con la balanza de pagos y pre supuestos gubernamentales en equilibrio. Ahora supongamos que - una variación en los factores reales tiende a mejorar la balanza de pagos (16). El análisis clásico de elasticidades nos dice que la respuesta a corto plazo será una elevación en el nivel - de la renta, originándose un superávit presupuestario puesto que los ingresos fiscales se elevan, y una mejora en la balanza de pagos. Con este mayor nivel de renta, el ahorro neto del sector privado será positivo, y así el superávit de la balanza de pagos será mayor que el superávit presupuestario.

Esta situación supone un aumento constante en la riqueza neta - del sector privado, lo cual a largo plazo nos llevará a ajustes en el gasto del sector privado (17). Eventualmente el gasto del sector privado se elevará, reduciendo el superávit de la balanza de pagos y aumentando el superávit presupuestario. Una nueva posición de equilibrio en la cantidad y flujo de dinero del sector privado será alcanzada con un mayor nivel de renta cuando el superávit presupuestario sea igual al superávit de la balanza de pagos. Este proceso se verá acompañado por alguna elevación en -

la cantidad (para ajustarse a la elevación en la renta) y una caída probable en el crédito interno. Estos ajustes en la cantidad de dinero y crédito interno deben ocurrir necesariamente si se desea restaurar el equilibrio en la cantidad y flujo de dinero del sector privado. Lo mismo cabe aplicar si la distorsión inicial proviene de un cambio en la política fiscal.

Se deduce por lo tanto que, si se desea insistir sobre el análisis del equilibrio completo en la cantidad y flujo de dinero, la relación entre la cantidad de dinero y crédito interno debe ser necesariamente observada como ajustándose pasivamente a largo plazo a los cambios en la política fiscal y otros factores reales. Currie concluye: siendo esto así, el análisis de la balanza de pagos a largo plazo debería concentrarse en estos factores reales y no en la identidad contable entre reservas, crédito interno y dinero sobre la cual el análisis monetario se centra. A largo plazo se requiere un análisis real, no monetario, de la balanza de pagos. En el plazo más corto, el análisis de los flujos financieros, parecería apropiado.

En la segunda parte del trabajo de Currie, los efectos a largo plazo de las políticas de variación del gasto y reducción del gasto, muestra su contraposición al enfoque monetario. Los seguidores de la teoría monetaria de la balanza de pagos tienden a afirmar que únicamente la política monetaria puede tener un efecto duradero sobre la balanza de pagos produciendo el crecimiento del crédito interno en relación con el crecimiento de la oferta monetaria, y que otras políticas tienen únicamente un efecto -

transitorio. Esta argumentación la critica Currie con dos proposiciones. Primero las políticas de variación del gasto de cualquier clase tendrán un efecto permanente sobre la balanza de pagos, como explicaba Johnson (18), si se realizan en situación - de pleno empleo deben ir acompañadas por políticas de reducción del gasto. Segundo, la política fiscal de reducción del gasto - tendrá un efecto permanente sobre la balanza de pagos, mientras que otros tipos de políticas de reducción de gastos no. En el su puesto de pleno empleo, con modelos de precio flexible usualmente empleados en el análisis monetario de la balanza de pagos, observamos la efectividad a largo plazo de la política fiscal de - reducción del gasto para asegurar un superávit en la cuenta exterior.

Retenemos los mismos supuestos que en el análisis anterior. Si - las políticas de variación del gasto y reducción del gasto van - a incidir en una mejora permanente de la balanza de pagos, es - cierto -en términos de contabilidad- que en el equilibrio final el crédito interno debe aumentar menos rápidamente en relación a la cantidad de dinero de la posición inicial.

Inicialmente analizamos -siguiendo a Currie- el efecto de las políticas de variación del gasto y reducción del gasto cuando la - economía se encuentra en un equilibrio con desarrollo Keynesiano y precios fijos, de tal forma que las políticas de variación del gasto pueden ser consideradas aisladamente. Este punto inicial - ya se diferencia enormemente del enfoque monetario.

Currie comienza suponiendo un nivel de precios constante, y determina el equilibrio a largo plazo de la economía. En una situación de equilibrio en la cantidad y flujo de dinero a largo plazo, y bajo el supuesto de crecimiento cero, los flujos de activos y obligaciones sostenidos por los sectores privados del país y del extranjero serán cero, no considerando los pagos por intereses. El único flujo financiero potencial distinto de cero es el cambio en las reservas. Podemos escribir la identidad de la restricción presupuestaria gubernamental y la balanza de pagos en el equilibrio a largo plazo como:

$$-AR + T(Y^*) + ueM(y^*, e, u, v) - G = 0 \quad (1)$$

$$AR - X(Y^*, E) + eM(Y^*, e, u, v) = 0 \quad (2)$$

donde  $Y^*$  es el nivel de renta del equilibrio a largo plazo,  $T(Y)$  es la función fiscal,  $M(Y^*, e, u, v)$  es la función de importación,  $G$  es el gasto público,  $X(Y^*, e)$  la función de exportación,  $u$  es un arancel sobre las importaciones, donde los ingresos que provienen del mismo son retenidos por el gobierno,  $e$  es el tipo de cambio (expresados en unidades de moneda nacional por unidades de moneda extranjera), y  $v$  representa otras políticas de variación del gasto, tales como cuotas a la importación, o aranceles cuyos ingresos son redistribuidos al sector privado. Asumimos:

$$T_y, M_y, X_e > 0, M_e, M_n, M_v, X_y < 0$$

Sumando 1 y 2, obtenemos  $Y^*$  como la solución a :

$$T(Y^*) + (1 + m) eM(Y^*, e, u, v) - G - X(Y^*, e) = 0 \quad (3)$$

Para que el siguiente análisis sea válido necesitamos suponer la estabilidad del equilibrio en la cantidad y flujo de la renta -

( $Y^*$ ) a largo plazo; esto es, estabilidad del proceso de ajuste - hacia el equilibrio stock-flujo del sector privado. Con una perfecta movilidad del capital, la estabilidad a largo plazo depende decisivamente de la existencia de un amplio y suficiente efecto riqueza en el mercado de bienes (19). Como imperfecta movilidad del capital, la estabilidad a largo plazo es aún problemática, pero es más probable si la financiación del gobierno se realiza a través de la creación/retirada del dinero líquido que por emisiones/compras de bonos. En el trabajo de Currie se asume la estabilidad del proceso de ajuste y una simplificación adicional en que ignoramos los pagos por intereses de la deuda del gobierno y del sector privado. Los pagos por intereses no altera nuestro punto esencial de que la política fiscal, los aranceles y otros instrumentos tradicionales de la corrección de la balanza de pagos pueden tener un impacto duradero sobre la balanza de pagos.

Con estas limitaciones en mente, consideremos el efecto a largo plazo de una única devaluación, y por conveniente consideraremos que no hay arancel a la importación, de forma que  $u = 0$  (3)

tenemos que:  $(T_y - X_y + eMy) \frac{\partial y^*}{\partial e} + M + eMe - X_e = 0$ ,

así que:  $\frac{\partial y^*}{\partial e} = \frac{X_e - eMe - M}{T_y - X_y + eMy}$

Entonces, si B es el superávit de la balanza de pagos

$$\begin{aligned} \frac{\partial B}{\partial e} &= \frac{\partial}{\partial e} (X - eM) \\ &= (X_y - eMy) \frac{\partial y^*}{\partial e} + (X_e - eMe - M) \\ &= \frac{T_y (X_e - eMe - M)}{T_y - X_y + eMy} \end{aligned}$$

Se puede ver que, en este equilibrio, el superávit presupuestario del gobierno varía en  $(\frac{\partial B}{\partial \alpha})$ , el cambio en el superávit de la balanza de pagos, el stock de dinero es constante, y el crédito interno se contrae a una tasa adicional de  $(\frac{\partial B}{\partial \alpha})$ . La condición para una mejora en la balanza de pagos es la usual:

$$X_e - eM_e - M > 0$$

Si el equilibrio inicial es una cuenta exterior compensada, de manera que las exportaciones igualen a las importaciones, esto se reduce a la condición Marshall-Lenner, en virtud de la cual la suma de las elasticidades de las exportaciones e importaciones deberían exceder de la unidad para una elevación en B. Notamos, no obstante, que el cambio en B difiere de aquel análisis tradicional de elasticidades por un factor multiplicador  $T_y (T_y - X_y + eM_y)^{-1}$  que se encuentra entre cero y la unidad. Así la mejora (o deterioro) a largo plazo en la balanza de pagos es probable que sea significativamente menor que aquel sugerido por el análisis de las elasticidades. Ahora consideremos el impacto a largo plazo de un aumento en los aranceles a la importación y cuando los ingresos derivados de los mismos son retenidos por el gobierno. De (3), y estableciendo  $e = 1$  para una mayor facilidad en la anotación, obtenemos:

$$(T_y + (1+u) M_y - X_y) \frac{\partial y^*}{\partial u} + M + (1+u) M_v = 0$$

así que:

$$\frac{\partial y^*}{\partial u} = - \left( \frac{M + (1+u) M_y}{T_y + (1+u) M_y - X_y} \right)$$

por lo tanto

$$\begin{aligned} \frac{\partial B}{\partial u} &= \frac{\partial}{\partial u} (X-M) \\ &= (Xy - My) \frac{\partial y^*}{\partial u} - Mu \\ &= \frac{M (My - Xy) - Mu (Ty + uXy)}{Ty - Xy + (1+u) My} > 0 \end{aligned}$$

Así, la imposición de un arancel sobre las importaciones cuando los ingresos son retenidos por el gobierno siempre resulta en una mejora a largo plazo en la balanza de pagos. Una vez más, el superávit presupuestario del gobierno cambia en  $\frac{\partial B}{\partial u}$  y el crédito interno se contrae a una tasa adicional de  $\frac{\partial B}{\partial u}$ .

Finalmente consideramos el caso de un arancel a la importación, cuando los ingresos del mismo son redistribuidos del sector privado, o de una cuota a la importación. Diferenciando (3) en relación a  $V$  (y suponiendo  $u > 0$  por simplicidad), obtenemos:

$$\frac{\partial y^*}{\partial v} = \frac{-Mv}{Ty + My - Xy} > 0$$

y

$$\frac{\partial B}{\partial v} = \frac{-MvTy}{Ty + My - Xy} > 0$$

Hemos demostrado, según Currie, que los tres tipos de política de variación del gasto pueden resultar en una mejora duradera de la balanza de pagos. En el caso de una devaluación, se obtiene una mejora si la condición usual de elasticidades se mantiene, y la mejora viene entonces acompañada de una elevación de la renta. Si se impone un arancel o cuota a la importación, el resultado es siempre una mejora en la balanza de pagos. No obstante, si el ingreso del arancel es retenido por el gobierno, el nivel de equilibrio de la renta es más bajo que en el caso de los ingresos

arancelarios son distribuidos al sector privado: en realidad, la retención de los ingresos derivados del arancel causará probablemente una caída en la renta. En consecuencia, este caso resulta en una mayor mejora de la balanza de pagos.

Consideremos a continuación los efectos de las políticas de reducción del gasto. Puesto que (3) determina el nivel de equilibrio a largo plazo de la renta, las únicas políticas de reducción del gasto que pueden tener un impacto duradero, son aquellas que impliquen cambios en la política fiscal. Así centraremos nuestra atención en las variaciones en los impuestos y el gasto del gobierno. De (3) tenemos que:

$$\begin{aligned} & (T_y + M_y - X_y) \frac{\partial y^*}{\partial G} - 1 = 0 \\ \text{y} & \quad 1 + (T_y + M_y - X_y) \frac{\partial y^*}{\partial T} = 0 \end{aligned}$$

y así

$$\frac{\partial y^*}{\partial G} = \frac{\partial y^*}{\partial T} = \frac{1}{T_y + M_y - X_y} > 0$$

por lo tanto

$$\frac{\partial B}{\partial G} = - \frac{\partial B}{\partial T} = - \frac{(M_y - X_y)}{T_y + M_y - X_y} < 0$$

De este modo una reducción en el gasto gubernamental o un incremento en los impuestos causas una mejora a largo plazo en la balanza de pagos a través de una caída en la renta. No obstante, puesto que el multiplicador a largo plazo es  $(T_y + M_y - X_y)^{-1}$ , las magnitudes de estos cambios a largo plazo difieren de aquellos sugeridos por el análisis de elasticidades.

Es evidente ahora que una combinación de políticas de variación del gasto y reducción del gasto pueden ser empleadas manteniendo invariable el nivel de renta a largo plazo, mientras asegura una mejora duradera en la balanza de pagos. Así, porejemplo, una devaluación puede ir acompañada por una reducción en el gasto gubernamental exactamente igual a la mejora a largo plazo en la balanza de pagos, de forma que:

$$\frac{\partial B}{\partial e} = \frac{\partial G}{\partial e} = X_e - eM_e - M$$

Así el superávit de la balanza de pagos se corresponderá exactamente al superávit presupuestario del gobierno, y el equilibrio a largo plazo de la cartera del sector privado no se verá alterado. Resultados similares pueden derivarse para el empleo de aranceles a la importación.

D.A. Currie, a continuación, indica en que medida estos resultados pueden ser trasladados a los modelos de pleno empleo, precio flexible, con arbitraje internacional de los precios que son normalmente adoptados por el análisis monetario de la balanza de pagos (20). Una conclusión es evidente de la discusión previa. Las políticas de reducción del gasto en la forma de reducciones en el gasto público o aumento en impuestos deben resultar en una mejora duradera en la balanza de pagos. Una reducción en el gasto público, por ejemplo, reducirá bien la demanda nacional de bienes comerciales, o bien la demanda nacional de bienes no-comerciables. En el último caso, en el supuesto de pleno empleo a largo plazo, los factores de producción serán transferidos desde la

industria de bienes no-comerciables, a la industria de bienes -  
comerciables, con una caída en el precio relativo de los no-co-  
merciables en términos de los comerciables. En cualquiera de los  
casos, por lo tanto, la curva de la oferta neta de la industria  
nacional de bienes comerciables se desplazará hacia la derecha, -  
originándose consecuentemente un superávit de la balanza de pa-  
gos. Así, la reducción en el gasto público provocará una mejora  
duradera en la balanza de pagos, con el superávit final de la ba-  
lanza de pagos igual al superávit presupuestario del gobierno. -  
Un incremento en los impuestos que recaen sobre el sector priva-  
do tendrá un efecto idéntico, excepto que los recursos adiciona-  
les para la mejora de la balanza de pagos sean proporcionados -  
por una reducción en el gasto del sector privado, más que por el  
gasto gubernamental.

En el caso en que las reducciones del gasto gubernamental sean -  
dirigidas básicamente hacia la industria de bienes no-comercia-  
bles, o donde los ingresos fiscales adicionales sean proporciona-  
dos por una reducción en la demanda del sector privado de bienes  
no-comerciables, el proceso de ajuste descrito anteriormente re-  
quiere una disminución en el precio relativo de los no-comercia-  
bles en términos de los comerciables. Si los precios son relati-  
vamente rígidos a la baja, este ajuste puede verse facilitado -  
por una devaluación que eleve el precio de los comerciables expre-  
sados en unidades de moneda nacional. De este modo una devalua-  
ción que acompañe a una política fiscal deflacionaria puede evi-  
tar el desempleo a corto plazo de los factores de producción, -

sin alterar la posición de equilibrio a largo plazo discutida anteriormente. Si no viene acompañada de las políticas de reducción del gasto, no obstante, la devaluación no tendrá ningún impacto duradero sobre la balanza de pagos cuando la economía se encuentre en situación de pleno empleo. Puesto que como aclara la teoría de la absorción, si la devaluación varía la demanda de importaciones hacia los bienes comerciados producidos por el país, al mismo tiempo que la demanda de exportaciones aumenta, el exceso de demanda resultante en el país ayudará a una elevación de precios hasta que equilibrio es restaurado al antiguo precio en moneda extranjera para los exportables y con las relaciones de precios relativos reestablecidos.

Un argumento similar aplica Currie a las cuotas o aranceles a la importación cuando los ingresos son redistribuidos al sector privado. Finalmente Currie considera que estas conclusiones pueden ser trasladadas a una economía en crecimiento.

A.R.Hobay y Harry G.Johnson comentan estas críticas de D.A.Currie al enfoque monetario de la balanza de pagos en *The Economic Journal* (21). Estos autores, defensores del enfoque monetario, consideran que el argumento de Currie se basa en una simple y económicamente idenfendible sustitución de suposiciones. En concreto Hobay y Johnson argumentan que si introducimos al gobierno y suponemos arbitrariamente que está dispuesto a acumular o desacumular reservas periodo tras periodo, sin límite y sin alteración de sus impuestos o gastos, no existe un stock de demanda de dinero para la economía en su conjunto (gobierno y sector priva-

do combinado), y consecuentemente no existirá el proceso de ajuste de stock-flujo agregados; y no se sostendría el análisis y las conclusiones del enfoque monetario, obviamente. Pero Currie no explica lo que sucede en el caso de un déficit permanente, que ignora, cuando el gobierno se gasta las reservas. Y mientras no existe un problema similar con su caso elegido de un gobierno que maneja un superávit regular de la balanza de pagos y simplemente añade las rentas de un stock de reservas internacionales. Currie no ofrece ninguna razón para pensar que un gobierno que impone a su público la formación de un stock de reservas internacionales periodo por periodo ad infinitum, constituya un caso interesante, dejando aislada una refutación de un trabajo teórico que ha probado su utilidad en la investigación empírica, a la que Currie no se ha expuesto.

Currie también comete algún error sorprendente de descripción e interpretación del enfoque monetario. Precisamente porque este enfoque distingue claramente entre la balanza de pagos y la balanza comercial, lo cual los enfoques "elasticidades" y "absorción" no hacen usualmente, conduce naturalmente el análisis del dinero como determinado en parte por las operaciones de mercado abierto, incluyendo el tema de si la deuda pública es o no capitalizada, (22). La afirmación de Currie de que debe suponerse "el uso de un banco central helicóptero" es por tanto una revelación gratuita de ignorancia de la literatura. Segundo, en contraste con la creencia de Currie de que el enfoque monetario ha pasado por alto de algún modo la restricción presupuestaria del gobierno,

los teóricos monetario han reconocido ampliamente que la política fiscal del gobierno, y más específicamente sus "necesidades - de préstamo", tienen influencia sobre la creación de crédito doméstico, en este punto son los Keinesianos y no los monetaristas quienes han tardado en darse cuenta de la relación (23). Pero reconocer esta influencia no es negar que el Banco Central tenga, en principio, control sobre el total de crédito doméstico, y por tanto, vía la estabilidad de la demanda de dinero, sobre la acumulación o desacumulación de reservas. En resumen, concluyen - Nobay y Johnson, el argumento de Currie depende, no de la apelación a la restricción presupuestaria, sino de la suposición de - la voluntad del gobierno para financiar la acumulación de reservas con un excedente presupuestario permanente (o a la inversa); y esta suposición especial ni es interesante ni lo suficientemente razonable para apoyar las críticas de Currie al enfoque monetario.

David Currie ofrece en el mismo número de The Economic Journal - una contraréplica a la crítica de Nobay y Johnson (24). Currie - escribe que el propósito de su artículo no fue descartar el enfoque monetario: "un énfasis en el análisis del equilibrio stock-flujo del sector privado para el estudio del más largo plazo es claramente importante y bienvenido. No obstante, me he preocupado en dar importancia a la necesidad de una especificación completa, incorporando la interacción entre los factores reales y - monetarios en el análisis de la efectividad a más largo plazo de la devaluación y de las restricciones a la importación".

Currie argumenta que el enfoque monetario no ha tenido en cuenta el alto grado de interdependencia entre la actividad del sector privado y los ingresos y transferencias gubernamentales. Además, no se puede entender la balanza de pagos como automáticamente equilibrada, excepto quizá a través de los ajustes de precios de lento funcionamiento y costosos, así que la intervención gubernamental de forma discrecional es necesaria para mantener el equilibrio externo.

El argumento de Nobay y Johnson de que los gobiernos no son capaces de sostener una reducción de reservas ni desean acumularlas indefinidamente. Esto para Currie es cierto pero dice no venir a cuento. Precisamente por lo contrario, es a causa de esta falta de deseo o habilidad, junto a que la balanza de pagos no se equilibra automáticamente, que los gobiernos intentarán emplear los instrumentos políticos para compensar los desequilibrios externos fundamentales. No se pretende negar que la regulación de la balanza de pagos vaya pareja con la limitación del crédito doméstico. Más bien es enfocar los métodos alternativos de la limitación del crédito doméstico. Currie considera que la penetración de los competidores extranjeros en los mercados internos y el desequilibrio resultante de la balanza de pagos pueden ser combatidos con una política fiscal deflacionaria, en la forma de reducciones en el gasto gubernamental o incrementos en las tasas impositivas, en orden a mantener el presupuesto equilibrado. Tal acción restringe el crédito doméstico, pero impone altos costes en términos de crecimiento del desempleo y pérdida de output. En ausencia -

de movimientos compensadores de salarios y precios, una alternativa menos costosa puede ser ofrecida por la devaluación o las restricciones a la importación, que, ofrecen un medio efectivo de limitación del crédito doméstico vía su impacto en la balanza de pagos, y por tanto en los flujos financieros del sector público (25). La ventaja particular de tales instrumentos, continua Currie, consiste en que tienen un efecto expansivo sobre la demanda al mismo tiempo que mejoran la balanza de pagos y restringen el crédito doméstico, un resultado evidentemente paradójico que es fácilmente comprendido tras el examen de la definición standard de crédito doméstico exigida para hacer válida la identidad dinero/crédito doméstico/reservas. Un análisis de estos medios alternativos de restringir el crédito doméstico y de sus consecuencias puede solamente llevarse a cabo en modelos que incluyan una especificación completa de las funciones de demanda de activos y gasto del sector privado y de los flujos intersectoriales de capitales y no con la falta de especificación que ofrece el análisis monetario.

#### D. El Enfoque monetario y los "Monetaristas globales".

Uno de los mejores estudios que se han realizado sobre el enfoque monetario; es el trabajo de Marina V.N. Whitman "El Monetarismo global y el enfoque monetario de la balanza de pagos"(26). Whitman distingue entre enfoque monetario y los llamados "monetaristas globales". "Monetaristas" a causa de su creencia de que los fenómenos macroeconómicos pueden analizarse mejor en términos de la relación entre la demanda y la oferta de dinero, y

"globales" a causa de su convicción de que, como una primera aproximación, el mundo no se compone de economías nacionales separables sino de una sola economía integrada, cerrada.

De estos dos principios fundamentales surgen varias proposiciones desconcertantes, en opinión de Whitman. En su forma más extrema tales proposiciones son las siguientes: una modificación en la tasa de cambio no alterará sistemáticamente los precios relativos de los bienes nacionales y extranjeros y sólo tendrá un efecto transitorio sobre la balanza de pagos. Todo ejercicio de política monetaria tendente a modificar el componente nacional de la base monetaria será contrarrestado, bajo tasas de cambio fijas, por un cambio igual y opuesto del componente extranjero de esa base. Así pues, la política cambiaria no puede alterar permanentemente la balanza de pagos, y la política monetaria no puede afectar permanentemente la economía interna; pero una modificación en la tasa de cambio tendrá un efecto directo sobre el nivel de los precios internos, y la política monetaria tendrá un efecto directo sobre la posición de pagos del país, medido por un cambio de sus reservas bajo el sistema de tasas fijas, por el movimiento en su tasa de cambio bajo tasas libremente flexibles y por una combinación de esos dos efectos bajo la flexibilidad administrada. Las modificaciones de la tasa de cambio no son sólo ineficaces como instrumento de la política de balanza de pagos a largo plazo, sino que además son innecesarias. El equilibrio externo no es objetivo explícito de la política económica nacional, se cuenta con un mecanismo de ajuste automático para -

restablecer tal equilibrio cuando se produzca una perturbación - exógena que desequilibre temporalmente la balanza de pagos de un país. Por último, este enfoque implica que las tasas de cambio - flexibles no son sólo superfluas sino además definitivamente perjudiciales para el bienestar económico del mundo, porque eliminan la distribución internacional de los riesgos y ventajas de eficiencia del dinero internacional asociadas con las tasas de cambio - fijas.

Marina V.N. Whitman desarrolla un modelo analítico, siguiendo a - Dornbusch (27), con dos países, con un sólo bien:

$$L = K P \bar{y} \quad (1)$$

$$L^* = K^* P^* \bar{y}^*$$

$$P = P^* e \quad (2)$$

$$M = \bar{D} + R \quad (3)$$

$$\dot{M} = \dot{R} = H = B = -e \dot{H}^* = e \dot{R}^* = -e \dot{M}^* \quad (4)$$

$$Z = P \bar{y} - h \quad (5)$$

$$Z^* = P^* \bar{y}^* - H^*$$

$$H = \eta (Z - M) = H (P, M) \quad (6)$$

$$H^* = \eta (Z^* - M^*) = H^* (P^*, M^*)$$

donde el asterisco indica las variables del país extranjero y el punto indica la tasa de cambio, y:

L = saldos monetarios nominales deseados.

K = razón deseada de los saldos monetarios nominales al ingreso nominal.

$\bar{Y}$  = producto real (tomado como exógeno).

P = precio monetario de los bienes en términos de moneda nacional

e = tasa de cambio (precio de las divisas en términos de moneda nacional).

M = cantidad nominal de dinero.

D = componente nacional de la oferta monetaria nacional (tomado como exógeno).

R = componente internacional de la oferta monetaria nacional.

B = superávit de la balanza comercial, medido en moneda nacional

Z = gasto nominal deseado.

H = demanda de flujo de dinero (función de atesoramiento).

$\pi$  = tasa de ajuste de los saldos monetarios efectivos a los deseados.

Estas ecuaciones definen un modelo macroeconómico simple de dese equilibrio general, en contraste tanto con el enfoque convencional del ajuste de los precios (elasticidades) que es claramente microeconómico y de equilibrio parcial, como con el enfoque del ajuste del ingreso que, si bien se basa en el modelo macroeconómico Keynesiano, no es verdaderamente de equilibrio general porque omite las interacciones entre el mercado de bienes y el mercado de dinero. Los monetaristas globales subrayan la importancia de estas interacciones; en términos más generales, insisten en que cuando se elimina un mercado de un modelo de equilibrio general por la ley de Walras, las especificaciones del comportamiento de los mercados incluidos no deben ser tales que impliquen una especificación para el mercado excluido que parecería -

poco razonable si se hiciera explícita (28).

Este modelo especifica tanto las características del equilibrio estable a largo plazo, en las ecuaciones (1) y (2), como el proceso de ajuste dinámico mediante el cual se tiende hacia el estado estable, en las ecuaciones (4) y (6). Este enfoque contrasta con el medio plazo del análisis Keynesiano convencional, que define el equilibrio en términos de flujos solamente. Esta concepción monetarista conserva y aún intensifica otra, ya que combina las respuestas de equilibrio pleno a largo plazo del lado de la demanda con los supuestos esencialmente de corto plazo del estado estacionario del lado de la oferta.

Whitman destaca el hecho de que este enfoque es internacionalista al hacer hincapié en las interacciones entre las economías de un mundo interdependiente y, por implicación, en la inutilidad del intento de realizar -o administrar- una economía nacional en aislamiento. Todo esto contrasta con el enfoque Keynesiano tradicional de la economía nacional como la unidad fundamental, en el que las "repercusiones extranjeras" son efectos de segundo orden que pueden afectar la magnitud pero no la dirección del efecto -primario de las perturbaciones o las políticas sobre una unidad económica relativamente "cerrada".

Estas ecuaciones permiten identificar -en opinión de Whitman- tres variedades de supuestos fundamentales que en conjunto distinguen este enfoque del Keynesiano convencional.

El primero es el supuesto de la neutralidad que incorpora la pri

mera ecuación, núcleo del monetarismo, ya sea en el contexto de una economía cerrada o de una economía abierta. El nivel del ingreso real es exógeno al sistema. la ecuación (1) supone un mundo clásico donde el producto real es constante al nivel de pleno empleo (29) y todos los precios y salarios son flexibles. No existe ilusión monetaria y el dinero es neutral a largo plazo frente a las variables reales. Al mismo tiempo incluye el hecho de que la política fiscal no es efectiva para cualquier aspecto de la economía, incluido el nivel de precios.

La ecuación (2) nos sirve para reflejar la concepción de la economía abierta, que es el segundo pilar del monetarismo global. Este es el supuesto del arbitraje perfecto de los bienes que asegura que, si no hay barreras al comercio internacional, la "ley de un solo precio" debe prevalecer en los mercados integrados de bienes de todo el mundo. Este supuesto distingue el monetarismo global respecto a otros enfoques al elevarlo a nivel macroeconómico. Al incorporar un supuesto implícito ya sea de sustituibilidad perfecta, o de precios relativos fijos de los bienes, permite aplicar el análisis a un mundo de un sólo bien, lo que de inmediato traduce la ley a una "ley de un sólo nivel de precios" o a un mundo de dos bienes, donde la distinción se establece entre los bienes comerciábles y los no comerciábles internacionalmente. Tal agregación elimina, en particular los cambios en los precios relativos de las exportaciones e importaciones, es decir, en los términos del intercambio de un país. Esta concepción implica, en su lugar, que las fuerzas competitivas eliminarán en for-

ma rápida y directa las modificaciones en los precios relativos derivados de variaciones en las tasas de cambio, mediante ajustes compensadores en los precios internos.

El tercer elemento del monetarismo global es común con el llamado por Whitman "enfoque monetario", se divide en dos partes. La primera es la afirmación de que cuando el banco central paga la tasa de cambio la oferta monetaria nacional se torna una variable endógena, en lugar de una variable política. Esta concepción se refleja en el modelo utilizado por Whitman en la ecuación (3) y en (4) que expresa la retroalimentación de la balanza de pagos (30).

Las ecuaciones (5) y (6) incorporan en conjunto la segunda parte del mecanismo de ajuste automático del enfoque monetario, o sea la afirmación de que a) la relación entre la demanda y la oferta de dinero desempeña un papel clave en el funcionamiento de todos los mercados en la economía y b) que la demanda de dinero es fundamentalmente una demanda de acervo, característica de los mercados de productos. La ecuación (5) incorpora una forma del efecto de "saldos monetarios reales" que hace del nivel de gasto deseado una función de la riqueza al igual que del ingreso.

Según este enfoque, son claros los efectos a corto plazo de un cambio único en la tasa de cambio fija: al elevar el nivel de precios interno (ecuación 2) y por tanto la demanda de saldos monetarios (ecuación 1), una devaluación estimula el atesoramiento (ecuación 6) y mejora claramente la balanza de pagos (sin ningún

efecto de los términos del intercambio o de precios relativos) y redistribuye la oferta monetaria mundial hacia el país que devalúa (ecuación 4).

El efecto sobre la balanza de pagos sólo es transitorio, el atesoramiento se hace igual a cero, la balanza de pagos se hace cero. Además, en el largo plazo la devaluación no afecta ninguna de las variables económicas reales, simplemente eleva el nivel general de precios en proporción al aumento del acervo monetario interno. Hay que añadir que todo el cambio en el componente interno de la oferta monetaria, con una demanda de dinero constante será finalmente contrarrestada por completo por un cambio igual y en sentido contrario en el componente de reserva internacional a través del ajuste de la balanza de pagos.

Muchos analistas han construido sobre este modelo, eliminando o modificando una o más de las tres variedades de supuestos monetaristas globales mientras se dejaban las otras intactas. Por ejemplo, algunos autores sustituyen el supuesto clásico del pleno empleo incorporado en la ecuación (1) por el supuesto Keynesiano de rigidez de precios, salarios y subempleo, de modo que el producto real se vuelve endógenamente variable y se elimina la proporcionalidad entre saldos monetarios nominales y el nivel de precios. De esta forma se sustituye o complementa el mecanismo tipo patrón-oro de Hume que prescribe el modelo de la sección anterior con lo que Mundell (31) ha llamado un mecanismo Keynesiano de ingreso-flujo de bienes. Esta introducción de una curva de oferta elástica para la producción elimina el supuesto de neutra

lidad que resulta fundamental para el monetarismo, pero conserva el mecanismo monetario automático de ajuste de los pagos que hace los desequilibrios de la balanza de pagos transitorios e incompatibles con el estado de equilibrio estacionario.

Una segunda clase de extensiones de este modelo básico comprende la ampliación del espectro de activos financieros del sistema, al incluir los bonos y otros tipos de valores generadores de intereses al lado del dinero, con lo que se reinserta la tasa de interés como argumento de ciertas relaciones de comportamiento y se reintroducen las consideraciones del equilibrio de cartera utilizadas por primera vez en el contexto de la economía abierta por Mckinnon y Oates (32). La ecuación (1) se transforma en una condición de equilibrio de activos que incorpora todos los activos financieros. Estos modelos introducen también generalmente una ecuación de "restricción presupuestaria" para el sector gobierno, que actúa como proveedor de bonos para el sector privado.

El supuesto de la existencia de bienes que no participan en el comercio internacional, o de una sustituibilidad imperfecta entre los bienes, o los activos, nacionales y extranjeros -relajamiento de la "ley de un sólo nivel de precios"-, crea la posibilidad de cambios en los precios relativos y restablece cierto grado de independencia para la tasa de interés y el nivel de precios internos. Estos modelos introducen naturalmente gran ambigüedad en las conclusiones: el efecto a corto plazo de una devaluación ya no es neutral; la alteración de los precios relativos afecta las variables reales durante el periodo de transición hacia un nuevo

equilibrio de saldos; da gran importancia a la formación de las expectativas.

Estos modelos podemos decir entonces que se separan del monetarismo global pero conservan el enfoque monetario en el sentido de que siguen postulando una relación directa entre la balanza de pagos y la oferta monetaria y requiere que la ecuación de equilibrio de saldos en el mercado monetario se incluya en el conjunto de soluciones de un modelo de economía abierta.

Whitman considera que es posible una conciliación entre todos los enfoques conocidos y así comenta que las relaciones funcionales implícitas en el enfoque de las elasticidades pueden conciliarse con las del análisis de equilibrio general, y por tanto con el enfoque monetario conforme a los supuestos siguientes: a) en cada país hay un bien que no participa en el comercio internacional; b) este bien domina los presupuestos de los consumidores; c) el objetivo de la política de estabilización, monetaria o fiscal, en cada país es el mantenimiento a un nivel fijo del precio monetario del bien no comerciable internacionalmente y d) todas las elasticidades de precios cruzadas entre los bienes comerciables internacionalmente son iguales a cero.

La conciliación del enfoque monetario con el de la absorción es considerablemente menos complicado. El propio Alexander (33) observó que "el efecto de los saldos monetarios es tal vez el mejor conocido de los efectos directos de la absorción". Una diferencia entre ambos enfoques es que el monetario sólo observa el

efecto de los saldos reales. Otra es que el enfoque de la absorción incluye por implicación sólo los mercados de bienes y de dinero, de modo que la diferencia entre el ingreso y el gasto agregado es igual al saldo de la balanza comercial. Por otra parte, el enfoque monetario introduce a veces un mercado de bonos, lo - que permite que el desequilibrio en el mercado monetario se refleje no sólo en el mercado de bienes, sino también en el de bonos; de ahí que tal desequilibrio se refleja en la balanza de pagos - global.

Falta por indicar que el enfoque de la absorción es una generalización del análisis del multiplicador Keynesiano. El análisis - del multiplicador habitual, linealizado, es un caso especial del enfoque de la absorción porque supone: a) que los cambios en las importaciones son una proporción constante,  $m$ , de los cambios - del ingreso; b) que todos los cambios en la demanda agregada se afrontan mediante cambios en el producto a precios constantes y c) que los cambios en el ahorro son también una fracción constante,  $s$ , de los cambios en el ingreso.

Todas estas conciliaciones y extensiones, concluye Whitman, hacen difícil de saber donde terminan los "monetaristas suaves" y donde empiezan los "Keynesianos eclécticos" (34).

Whitman considera que el monetarismo global hace un reto directo a la concepción convencional de que la política monetaria, junto con la política fiscal, es un instrumento primordial para la estabilización del nivel agregado de la actividad económica inter-

na, mientras que la tasa de cambio es el principal instrumento - de política de que se dispone para la modificación de la balanza de pagos. Conforme a los supuestos del enfoque monetario, es obvio que la devaluación no puede utilizarse para generar una modificación permanente en la balanza de pagos de un país. Sin embargo, a menos que se suponga el ajuste instantáneo de todos los mercados, la devaluación provocará un mejoramiento temporal de la balanza de pagos durante el periodo de transición hacia el nuevo equilibrio, así puede conservar su utilidad como instrumento de política en ciertas circunstancias.

Como tipo de cambio libremente flexible, mejor que hablar de enfoque monetario hablaremos del enfoque de activos. En las ecuaciones (1) a (6) puede verse la simetría fundamental de las implicaciones de equilibrio de saldos a largo plazo de ambos enfoques. Estas ecuaciones pueden utilizarse en la solución de una tasa de cambio endógena con sólo una modificación: dado que la tasa de cambio varía ahora para mantener en todo momento el equilibrio de la balanza de pagos, los movimientos de reservas son siempre iguales a cero y los saldos monetarios nacionales de cada país se convierten en una variable exógena bajo el control de una autoridad monetaria:

Todas estas aportaciones monetarias plantean algunos problemas importantes de la economía política. Debemos hacer dos distinciones principales entre el monetarismo global y el enfoque monetario. Primero, el enfoque monetario es sólo uno de los tres conjuntos de supuestos que definen el monetarismo global, junto con

el supuesto del pleno empleo y la "ley de un sólo nivel de precios", o bien, en algunos modelos, el supuesto del "país pequeño". Segundo, mientras que el monetarismo global y el enfoque monetario tienden a concentrarse en las características del sistema en equilibrio estacionario, los defensores del enfoque monetario reconocen generalmente que tales tendencias a largo plazo son compatibles con muchas especificaciones de los efectos y de los mecanismos del ajuste dinámico; por otra parte, el monetarismo global extremo tiende a obtener implicaciones de política que sugieran que los equilibrios a largo plazo se obtienen en realidad con rapidez suficiente para hacer que carezca de importancia la transición. Adquiere por lo tanto, una gran trascendencia, este interrogante ¿Cuánto tiempo se tardará en alcanzar el equilibrio a largo plazo?.

En opinión de Whitman, en términos de política económica, es el enfoque monetario de la balanza de pagos -más que el monetarismo global- el que ha producido intuiciones fructíferas. Su afirmación de que bajo tasas de cambio fijas la oferta monetaria nacional debe considerarse como una variable endógena más bien que política, parece aplicarse razonablemente bien en algunos países - en el corto o medio plazo.

De igual modo, el enfoque de activos al análisis de la tasa de cambio, ha resultado sumamente valioso para el entendimiento de las experiencias de los últimos años. Ha centrado la atención sobre factores tales como las condiciones relativas del mercado de dinero y los cambios en las preferencias de cartera como determi

nantes importantes de las tasas de cambio en el corto y medio -  
plazo, por oposición a la concentración exclusiva en las condi-  
ciones de la paridad del poder de compra y los fenómenos estruc-  
turales a más largo plazo que caracteriza de ordinario el análi-  
sis Keynesiano. Este enfoque del mercado de activos provee un -  
marco útil para la consideración de los posibles problemas crea-  
dos por el sobreajuste a corto plazo de los equilibrios a largo  
plazo, tales como los "espirales" de precios y los umbrales de -  
quiebros creados por las imperfecciones del mercado de capital.

Whitman concluye afirmando que el monetarismo global ofrece por  
ahora poco de importancia para la política económica, y subsiste  
el problema práctico: "como unir el análisis monetarista al Key-  
nesiano en una forma adecuada para el contexto de corto plazo -  
que interesa a los gobernantes y que se caracteriza tanto por -  
las variaciones de la producción, el empleo y los precios moneta-  
rios, como por variaciones en las relaciones entre los precios -  
de las exportaciones, las importaciones y los bienes no comercia-  
bles que se suponen inexistentes en el análisis del equilibrio a  
largo plazo del enfoque monetarista (35).

#### E. La aportación del Enfoque monetario en un marco IS - LM.

El trabajo de Marina V.N. Whitman es comentado y discutido por va-  
rios economistas como William H. Branson, David I. Fand, Lawrence  
B. Krause, Walter S. Salant, William Fellner, Richard Cooper y Ar-  
thur Okun. De todas estas aportaciones es de destacar a Branson.

William H. Branson (36) comenta que algunas críticas al enfoque -

monetario de Whitman no tiene sentido, como las relativas a la - composición de la balanza de pagos. Pero tienen mayor relevancia sus comentarios relativos al enfoque monetario y de activos. - Branson considera que todo debe ser enmarcado en un esquema IS-LM de determinación de la renta. En este esquema incorporamos el equilibrio de la balanza de pagos que representamos por la curva BP con pendiente positiva. Una alteración en el tipo de cambio - hace variar ambas curvas, la BP e IS, el enfoque elasticidad nos habla de la dirección y alcance de los cambios, mientras que el enfoque absorción nos habla de la reacción de la economía ante - estos cambios.

El enfoque monetario -en opinión de Branson- simplemente añade a esta historia la observación de que los efectos de una balanza de pagos desequilibrada sobre la oferta monetaria no es esterilizada, el equilibrio de IS y LM puede no ser de pleno equilibrio, - si la oferta monetaria está cambiando.

Branson destaca el hecho de que al leer el trabajo de Whitman de ja la impresión de que el enfoque monetario y el enfoque de acti vos son la misma cosa, excepto para detalles teóricos. De hecho el enfoque monetario es un caso especial del enfoque del mercado de activos y la diferencia entre los dos es la misma distancia - teórica entre Yale y Chicago. Este tema no es otro que el citado por Whitman cuando habla de la dificultad de diferenciar los monetaristas suaves y los Keynenianos eclécticos.

F. Algunas puntualizaciones al marco teórico utilizado.

Otro autor que merece la pena destacar es S.C.Tsiang, quien en su artículo The Monetary Theoretic Foundation of The Modern Monetary Approach to The Balance of Payments (37), ofrece algunos puntos interesantes. Las críticas de Tsiang no son directamente al enfoque monetario de la balanza de pagos. El mismo defendió las implicaciones monetarias de los déficits y superávits de la balanza de pagos. La oferta de dinero jugó un papel fundamental en la estabilización de la balanza de pagos de Dinamarca cuando el autor trabajaba en el Fondo Monetario Internacional en 1952. El mismo autor defendió el papel de la oferta monetaria en los desequilibrios del país, comprueba también como después de la primera guerra mundial, todos aquellos países que se guardaron de expandir la oferta monetaria, las fluctuaciones de los tipos de cambio fueron generalmente moderadas. El autor acepta, en un amplio sentido que la balanza de pagos es esencialmente un fenómeno monetario. Su crítica se dirige al sustrato de teoría monetaria que mantienen algunos defensores del enfoque monetario, sobre todo en dos puntos importantes. Duda mucho acerca de formular la nueva teoría en un simple estado en que los déficits y los superávits de la balanza de pagos están determinados por el exceso de flujo de demanda (u oferta) de dinero. Esto destaca con el hecho de que la mayoría de los ponentes de este enfoque tienen versiones muy diferentes de la función de demanda de dinero para la exposición de la teoría o para su puesta en práctica. J.A.Frenkel y C.A.Rodríguez (38), por ejemplo, formulan la demanda de dinero

$$m = l(P) Pk K, l'(P) < 0$$

Ha ce referencia a la composición de la cartera de activos. La - proporción deseada de saldos de caja respecto al valor real del capital (acciones),  $l$ , se supone que depende del tipo de interés  $P$ .

Otro prominente representante del enfoque monetario como es - Harry G. Johnson en su ensayo "The Monetary Approach to The Balance of Payments Theory" (39) escribe que la función de demanda de dinero es:

$$M_d = pf(y, i)$$

Donde  $M_d$  es la cantidad nominal de dinero interno demandado;  $y$ , - es la oferta real;  $i$ , es la tasa de interés o el costo alternativo de oportunidad de atesorar dinero;  $p$ , es el nivel de precios externo y, por tanto, interno, y la multiplicación de la demanda de saldos reales,  $f(y, i)$  por  $p$ , supone el postulado de homogeneidad normal en la teoría monetaria.

La segunda crítica de Tsiang va dirigida a la utilización de la ley de Walras. Esta ley se basa en la idea de que las personas - producen bienes para venderlos con objeto de comprar otros bienes. Para cada persona, la oferta que introduce en algunos mercados es exactamente igual en valor a la demanda con que acude a - otros mercados. Cuando sumamos todos los mercados y todos los individuos, la oferta total tiene que ser igual a la demanda total. Con objeto de completar el análisis, hay que tener en cuenta la oferta y la demanda monetaria. Cuando un obrero vende sus servi-

cios, puede que esté tratando de incrementar sus existencias de dinero, en lugar de incrementar su consumo. Por consiguiente, la oferta total iguala a la demanda total sólo a condición de que añadamos la oferta y demanda monetarias. Pues bien, Tsiang considera que la utilización que se hace de la ley de Walras es muy - variada y confusa y más que iluminar confunde el desarrollo teó- rico. Considera que para el enfoque monetario de la balanza de - pagos no es más que la expresada en la contabilidad por partida doble.

Frank H.Hann en su artículo "The Monetary Approach to The Balan- ce of Payments" critica el libro de Frenkel y Johnson del mismo título, sólo la parte teórica, el artículo es publicado en 1977 en el Journal of International Economics. Hann considera que el esfuerzo intelectual realizado por los ponentes del enfoque mone- tario no es considerable debido a la popularización que hacen de aportaciones anteriores. El parte de un marco macroeconómico Key- nesiano y estudia el exceso de demanda, la función del gasto, etc Critica sobre todo la aportación de Mundell, la unicidad del e- quilibrio y su estabilidad. Considera que las conclusiones a que llega el enfoque monetario sobre el papel del déficit gubernamental, la devaluación, etc...además de no ponerse de acuerdo sus - defensores, considera que no se dan en realidad por la cantidad de condicionamientos que requiere para su cumplimiento. Los argu- mentos que Hann expone son muy parecidos a los expuestos por o- tros autores ya citados, por lo que no nos detendremos. Solo men- cionar que Hann considera que la balanza de pagos es esencialmen- te monetaria si utilizamos una economía monetaria, pero esto no

aporta nada nuevo, igual podríamos decir que es un fenómeno del queso. Prueba de esto es que las conclusiones son distintas cuando se utilizan modelos monetarios y no monetarios.

G. Las rectificaciones de Rudiger Dornbusch.

Por último una de las más importantes aportaciones de esta rama de la economía, se encuentra en Rudiger Dornbusch (41), quien en una serie de artículos nos ofrece un enfoque monetario que coincide bastante con los postulados establecidos en el capítulo tercero, para después ir ampliando el modelo con aportaciones de otros enfoques como la condición Marshall-Lenner o el estudio de David Ricardo de la economía internacional. Todo esto trae como consecuencia distintas conclusiones a las del modelo monetario; Dornbusch partiendo del enfoque monetario, realiza una de las mejores fusiones de este con los demás enfoques. Dornbusch ha publicado últimamente un libro "Open Economy Macroeconomics" (42), que será de utilidad para ver la relación existente entre todos estos enfoques.

Parte de una situación de pleno empleo y flexibilidad de precios considera al principio una economía con tipo de cambio fijo. Introduce el dinero como un determinante del gasto agregado. Mediante su influencia en el gasto agregado, el dinero afectará al nivel de precios, a los precios relativos y a la balanza de pagos. En ausencia de esterilización, la balanza de pagos influirá, a su vez, sobre la oferta monetaria de modo que surgirá un sistema dinámico conocido, como vimos en Hume, por el specie-flow-mechanism.

En el centro del modelo de Dornbusch se halla la relación entre la renta y el gasto. Parte de un supuesto simple -el mismo que - tomó Whitman para su trabajo- (43). El gasto nominal  $E$  es proporcional a las tendencias nominales de dinero,  $H$ :

$$E = VH \quad (1)$$

donde  $V$  es la constante de proporcionalidad que puede interpretarse como la velocidad del gasto. Se define la renta nominal como el producto del nivel de precios  $P$  y el nivel de producción - dado de pleno empleo,  $Y$ :

$$\tilde{Y} = PY \quad (2)$$

Para el sector privado, la tasa de crecimiento de los saldos de dinero es igual al exceso de renta sobre el gasto, es decir

$$H \equiv \tilde{Y} - VH \quad (3)$$

siendo la anterior una función del nivel de tendencias de dinero en relación a la renta.

Supone que en el país extranjero rigen las mismas ecuaciones de comportamiento:

$$E^* = V^*H^* \quad (4)$$

donde todas las cantidades nominales extranjeras se miden en términos de moneda extranjera.

Parte de la ley de un precio, uno de los supuestos del enfoque monetario más discutido. En un mundo de un bien el arbitraje espacial garantiza que los precios de los bienes son lo mismo en el interior y en el extranjero, siempre que estén medidos en la misma moneda:

$$P = P^*e \quad (5)$$

siendo  $e$  el precio en moneda interna de la divisa extranjera.

El equilibrio en el mercado mundial de bienes requiere que el gasto mundial sea igual a la renta mundial o que la demanda de bienes sea igual a la oferta disponible. Así, mediante las funciones de gasto y las ofertas de cada país se puede escribir:

$$Y + Y^* = (1/P) (VH + V^*eH^*) \quad (6)$$

Hay que señalar que el equilibrio en el mercado de bienes se formula aquí en términos del mercado mundial del único bien que existe. El hecho de que supongamos que sólo existe un bien implica la coincidencia del equilibrio del mercado de bienes con el saldo mundial entre renta y gasto. La oferta monetaria se define aquí como  $\bar{H}$ :

$$\bar{H} \equiv H + eH^* \quad (7)$$

La acumulación se define como el exceso de renta sobre gasto. Se puede sacar dos conclusiones del nivel de equilibrio. Si se trata de un exceso de renta sobre el gasto, se puede considerar que la tasa de acumulación de equilibrio es nuestro superávit comercial. En segundo lugar, y debido a que estamos considerando el exceso de renta sobre el gasto, se puede decir que la tasa de acumulación de equilibrio es la tasa a la que estamos acumulando activos. A menos que exista esterilización, nuestro mundo de un sólo activo implica que la balanza comercial no sólo es igual a la balanza de pagos, sino también a la tasa a la que el país crea dinero interno y absorbe dinero extranjero durante el proceso de mantenimiento del tipo de cambio fijo.

Después de analizar el proceso de ajuste resaltan dos caracterís-

ticas importantes para el enfoque monetario de la balanza de pagos. La primera es la idea de que los problemas de la balanza de pagos son esencialmente monetarios; la segunda es la idea de que el saldo de la balanza de pagos es igual al flujo del exceso de demanda de dinero. Y muestra que la distribución mundial de los stocks monetarios determina a corto plazo el nivel de precios y la balanza de pagos. En el largo plazo la distribución de los stocks monetarios es una variable endógena de la balanza de pagos.

Una devaluación en este modelo actúa como un impuesto sobre el capital en la medida en que disminuye el stock monetario real, lo que da lugar a que se genere una menor absorción. Se deduce, entonces, que si una devaluación fue acompañada de un incremento proporcional en la cantidad de dinero, el efecto neto sobre las variables reales sería cero.

Podemos terminar entonces con una de las conclusiones más importantes del enfoque monetario: En un plazo de tiempo, los superávits de la balanza comercial y de la balanza de pagos implican una redistribución de los stocks monetarios. En consecuencia, el gasto en el interior aumentará y se reducirá en el exterior. Estos ajustes en los niveles de gasto restablecerán el equilibrio externo con el tiempo. Los efectos de una devaluación son, por lo tanto, completamente transitorios.

A continuación Dornbusch hace el modelo más realista incrementando el número de bienes. Empieza con los bienes no comerciables para investigar cómo el proceso de ajuste de la balanza de pagos

afecta de modo sistemático sus precios absolutos y relativos. Se trata de un país pequeño por lo que se toman como dados los precios de los bienes comerciados. En este caso demuestra Dornbusch como una devaluación si que genera un efecto real si el stock de dinero nominal es fijo. Para el stock de dinero inicial,  $H$  o la devaluación eleva los precios de los bienes comerciados y, por ello, desvía los recursos del sector de bienes internos hacia la producción de comercializables. El exceso de demanda de bienes internos hace que sus precios se eleven, aunque en menor proporción que la depreciación. La renta nominal aumenta, pero no el gasto, como sucedía cuando no existían bienes no comerciados, - una devaluación tiene sólo efectos transitorios. Además del efecto sobre la balanza comercial, hay que anotar ahora el efecto adicional sobre el precio relativo de los bienes internos. El impacto de una devaluación consiste en reducir el precio relativo de los bienes internos, aunque su precio absoluto aumentará. Efectuamos la distinción entre importables y exportables e investiguemos si el proceso de ajuste de los pagos exteriores afecta a la relación real de intercambio. Existen dos fuentes de generación de los efectos de distribución, las diferencias en las velocidades del gasto y las diferencias en las propensiones marginales.

Con este nuevo modelo, Dornbusch observa que para el caso en que  $\bar{Y}$  sea positiva o cero, debe existir estabilidad. Siendo  $\bar{Y}$  una medida de la elasticidad de la demanda de bienes internos en relación con el precio relativo. La elasticidad-precio relativo es la su-

ma ponderada de las elasticidades de las participaciones del gasto, siendo las ponderaciones la participación de cada país en la renta mundial.

Las propiedades de la estabilidad de nuestro modelo depende de una variante de la condición Marshall-Lerner. Se puede deducir que si  $\bar{Y}$  es positiva o cero, un incremento en nuestras tendencias de dinero tiene que dar lugar a un déficit en el equilibrio externo, lo que provocará una salida de dinero y un retorno al equilibrio inicial. Inversamente, si la demanda es insuficientemente elástica, de forma que  $\bar{Y}$  es negativa, existe la posibilidad de inestabilidad.

El problema de la estabilidad se plantea, entonces, del modo siguiente: los efectos distribución, provocan cambios en el precio relativo. Si la elasticidad-precio es insuficiente, esos cambios en el precio relativo pueden ser grandes, y por tanto, pueden más que compensar los cambios directos en el gasto. Los precios relativos y las elasticidades-precio juegan, así, un papel crítico, incluso en un modelo de tipo monetarista. Pero las elasticidades no sólo juegan un papel importante en la estabilidad sino también en la velocidad del ajuste. Cuanto mayores sean las elasticidades-precio de la demanda, menor será el cambio en los precios relativos (y absolutos) y más horizontal será la función de la renta nominal, lo que quiere decir que para cada nivel de la cantidad de dinero existirá un menor desequilibrio de la balanza de pagos y, en consecuencia, el proceso de ajuste será más lento. Por lo que las elasticidades-precio afectan, entonces, no

sólo a la estabilidad, sino también a la velocidad de ajuste del mecanismo.

Tratemos ahora, un modelo de la inflación mundial basado en el enfoque monetario. Dornbusch considera dos países, un sólo bien (compuesto), pleno empleo y tipos de cambio fijos. Con estas características la inflación viene determinada por el crecimiento del stock monetario y las rentas mundiales. La balanza de pagos de cada país está asociada con el crecimiento de la demanda de dinero. En una economía abierta con tipos de cambio fijos y en ausencia de esterilización, la oferta monetaria es endógena. Lo que el banco central controla no es la oferta monetaria sino el crédito interno. Dornbusch demuestra como, en este modelo, la tasa de inflación mundial viene determinada por el crecimiento medio ponderado del crédito interno menos la media ponderada del crecimiento de la renta real. Cuanto mayor sea la tasa de crecimiento del crédito y del dinero en el mundo, mayor será la tasa de inflación. Cuanto mayor sea el crecimiento real, y por tanto, cuanto mayor sea la tasa de crecimiento de la demanda monetaria real, menor será la tasa de inflación.

Dos proposiciones básicas emergen del modelo de Dornbusch. En primer lugar, una elevada expansión del crédito interno aumenta la inflación mundial y empeora la balanza de pagos. En segundo lugar, una elevación de crédito en el exterior, inflación mundial y mejora, para una política dada de incremento, nuestra balanza de pagos. Este es el caso de la inflación importada.

Las implicaciones más relevantes del modelo, en particular el estrecho vínculo entre la política de crédito y la balanza de pagos, se acentúan cuando se emplea el control de crédito como la política de la balanza de pagos.

Integremos ahora el modelo anterior tomando los elementos clave: la relación entre renta y gasto, la influencia de los precios relativos sobre la composición del gasto, los bienes comerciables y no comerciables y, (con precios fijos) la determinación de la producción mediante la demanda agregada. Se ha elegido como vehículo para esa integración un modelo ricardiano con muchos bienes o más concretamente, con una serie continua de bienes (44). El modelo, es un modelo de equilibrio general muy simple con la estructura suficiente para poder considerar las perturbaciones y las cuestiones más interesantes en el área del comercio y los pagos. La primera sección desarrolla el lado de la oferta de la economía y presenta la relación existente entre los salarios y la estructura del comercio. Dornbusch deduce que el patrón de especialización geográfica eficiente viene determinado por la tecnología y por los salarios relativos. Cuanto mayor sea nuestro salario relativo, menor será la gama de bienes que podemos producir eficientemente y mayor la gama de bienes producidos en el exterior. Si incorporamos el análisis de la demanda, vemos como una mayor renta nominal en un país, dado el gasto, requiere un mayor nivel en el otro país. El salario relativo determina el patrón de especialización de equilibrio y, con ello, la asignación del gasto mundial. El equilibrio es dependiente de la tecnología y de los gastos, así como de la distribución de la cantidad de -

dinero en el mercado entre los países.

A continuación Dornbusch estudia el mecanismo de ajuste monetario vía precios, para analizar que puede decirse del proceso de ajuste en términos de exportaciones e importaciones. Existen dos efectos distintos, El primero es el efecto directo sobre el gasto de la redistribución del dinero, que lleva a nuestro país a gastar más en importaciones y a tener menores ingresos por exportaciones. El segundo efecto se deriva del cambio en los salarios relativos. Debido a la elevación de nuestros salarios relativos, se reduce la gama de bienes producida en el interior, lo que reduce aún más nuestros ingresos por exportación y eleva aún más nuestro gasto en importación. El desplazamiento del margen competitivo constituye una parte importante del proceso de ajuste. ¿Qué puede decirse del papel de las variaciones de precios en este contexto?.

El modelo, al suponer participaciones constantes del gasto, supone implícitamente elasticidades-precio unitarias. La variación en los salarios y en los precios relativos mantiene, así, el gasto en importación y exportación independiente de los precios excepto por lo que se refiere a la variación de los márgenes competitivos a los que nos hemos referido.

Dornbusch investiga ahora la relación existente entre los distintos precios en el proceso de ajuste a una perturbación de origen monetario y en respuesta a cambios reales. Nos proponemos establecer que aunque los consumidores de ambos países se enfrentan

a los mismos precios de los bienes comerciables -no hay aranceles ni costos de transporte y el arbitraje actúa eficazmente- los niveles de precios pueden divergir. En la sección anterior se comprobó que un incremento en la oferta monetaria interna aumenta - nuestro salario relativo. Ahora Dornbusch deduce que el nivel de precios al consumo en el interior se eleva en relación al que se registra en el exterior. La razón para el comportamiento diferente de los niveles de precios estriba en que los precios de nuestros bienes internos se elevan en términos absolutos, mientras - que en el exterior disminuye. De nuevo se deduce que la existencia de un sector de bienes internos es esencial para obtener este resultado. El comportamiento divergente de los niveles de precios se debe enteramente a la presencia de los bienes no comerciables, no a un fallo del sistema de arbitraje espacial -la ley de un precio- para los bienes comercializables.

Para terminar con esta integración, Dornbusch estudia el caso de salarios inflexibles y la utilización de tipos de cambio fijos y flexibles. Con tipos flexibles el incremento del salario operado en el extranjero se compensa parcialmente por nuestra apreciación. No hay ganancia de empleo en nuestro país, pero aún se produce un desplazamiento en el margen competitivo. Los tipos flexibles aminoran los efectos sobre los precios relativos y sobre la balanza comercial producidos por las perturbaciones ocurridas en los precios y salarios extranjeros, pero no compensan totalmente estos efectos. ¿Cuál es la razón?. Un incremento en el salario - extranjero, dada la cantidad de dinero nominal en el extranjero,

es una perturbación real.

Sólo si los salarios y la cantidad de dinero aumentasen en el extranjero en la misma proporción, un tipo de cambio flexible serviría de aislante total. En la medida que nos enfrentemos a perturbaciones reales, los tipos flexibles pueden aminorar su transmisión, pero no pueden eliminar las consecuencias de todos los efectos reales.

Todo esto nos muestra que la corrección de los desequilibrios comerciales implicará, invariablemente, la variación de la estructura de los precios relativos y una reasignación de la demanda y de la producción. Esta integración de perspectivas contrasta con los enfoques monetaristas simples que presentan los problemas de balanza de pagos como problemas "puramente" monetarios.

Por último, Dornbusch subraya la interacción de los precios relativos y el gasto agregado en la determinación del producto y de la balanza comercial. La aproximación al tema consiste de nuevo en plantear ¿Cuáles son las políticas monetarias y del tipo de cambio que pueden emplearse en el logro del equilibrio interno y externo? (45). Al principio se investiga cómo se ve afectada la trayectoria temporal del ajuste por el uso de una política monetaria orientada hacia el empleo en contraste con el proceso de ajuste clásico. El proceso de ajuste clásico se basa en las variaciones que tienen lugar en los salarios monetarios inducidos por el desempleo y en las variaciones de la oferta monetaria inducidos por la balanza de pagos. El sistema dirigido por el con-

trario, controla la oferta monetaria y el tipo de cambio con el fin de lograr el equilibrio interno y externo a lo largo de las trayectorias seleccionadas.

Con tipos de cambio fijos y en ausencia de esterilización, los saldos monetarios aumentan a una tasa igual al superávit de la balanza de pagos. El comportamiento de los salarios está regido por el desempleo. La tasa de cambio de los salarios es proporcional a la diferencia entre el empleo y la fuerza de trabajo.

En el modelo Dornbusch se parte de una situación con desempleo y superávit. El desempleo implica una oferta monetaria creciente, en términos absolutos y en términos reales. En este punto tanto la depreciación real como la ganancia de saldos reales generan empleo. El equilibrio externo puede empeorar o mejorar inicialmente. El proceso de ajuste supone salarios reales flexibles en ausencia de esterilización. Un sistema dirigido implica la adopción de reglas para el comportamiento del stock monetario y del tipo de cambio que suplementan la dinámica de los salarios, de modo que se logre la trayectoria preferida.

Dornbusch deduce que el sistema se orienta más hacia el empleo que el proceso de ajuste clásico. Ahora de depreciación suplementa las variaciones en el salario nominal puesto que modifica el salario real. El stock monetario real se controla con el fin de influir en la balanza comercial como el empleo. En un punto como el anteriormente descrito se permitirá que los saldos reales crezcan más deprisa que bajo el proceso de ajuste clásico y, con

ello, el empleo se recuperará más rápidamente.

Características importantes de los sistemas clásico y dirigido son, por una parte, la flexibilidad existente en los salarios reales que permite alcanzar el equilibrio. El segundo punto se refiere a la dinámica; el sistema dirigido puede instrumentarse sin necesidad de compensar o aminorar las respuestas del sector privado.

Para finalizar Dornbusch desarrolla un enfoque alternativo a la política del tipo de cambio. Adopta una perspectiva a más largo plazo y analiza cómo los controles sobre el tipo de cambio y sobre la cantidad de dinero contribuyen a la estabilidad de la producción y a la persistencia de las perturbaciones de precios. El desarrollo sigue la importante obra sobre la economía cerrada de Taylor (46). La ampliación del modelo de Taylor a la economía abierta permite comprobar que las políticas monetarias y del tipo de cambio que se acomodan a las perturbaciones de precios tienden a estabilizar la producción, pero a costa de una mayor persistencia en las perturbaciones de precios y salarios. La razón es que el hecho de fijación de los salarios privados resulta afectado por las expectativas en torno a la medida en que las políticas adoptadas sean acomodantes. Cuanto más acomodantes sean las políticas, menos preocupantes serán para los trabajadores las consecuencias de la política de salarios sobre el desempleo y, por tanto, más lento será el ajuste de precios y salarios.

Bibliografía capítulo IV.

- (1) John Williamson, The Economic Journal nº 344, v1 86, December 1976, pag. 881.
- (2) J.A.Frenkel and H.G.Johnson editors, The Monetary Approach to the Balance of Payments. George Allen & Unwin Ltd, London 1976.
- (3) A.Hans Genberg, "Aspaects of the Monetary Approach to the - Balance of Payments Theory: An Empirical Study of Sweden", del libro de Frenkel y Johnson "The Monetary Approach to - the Balance of Payments", pag.298.
- (4) J.Richard Zecher, "Monetary Equilibrium and International - Reserve Flows in Australia" y Manuel Guitian, "The Balance of Payments as a Monetary Phenomenon:Empirical Evidence, - Spain 1955-71" del libro de Frenkel y Johnson, pages. 287 y 338 respectivamente.
- (5) Donna L.Bean, "International Reserve Flows and Money Market Equilibrium: The Japanese Case" del libro de Frenkel y Johnson "The Monetary Approach to the Balance of Payments", pag 326.
- (6) Recesión de Gottfried Haberler al libro de Frenkel y Johnson "The Monetary Approach to the Balance of Payments" Toronto and Buffalo University of Toronto Press en Journal of Economic Literature, v1 XIV nº 4,December 1976, pag. 1324.
- (7) Entre estos podemos destacar: Marina V.N.Whitman, "Global - Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments" ,Brookings Pap. Econ. Act. 1975; Harry G.Johnson, - "The Monetary Approach to the Balance of Payments Theory: - A Diagrammatic Analysis" Manchester Sch. Econ. Soc. Stud. - September 1975, 43(3); y Rudiger Dornbusch, "Exchange Rates and Fiscal Policy in a Popular Model of International Trade" Amer. Econ. Rev. December 1975,65(5) pag. 859-71.
- (8) Michael Mussa, "Tariffs and the Balance of Payments: A Monetary Approach" del libro de Frenkel y Johnson "The Monetary Approach to the Balance of Payments" pag. 187-221, (edición de University of Toronto Press).
- (9) Alfred Marshall, "Money, credit and commerce" London: Macmillan, 1923 pag. 354.
- (10) Michael Mussa, op. cit. pag. 193.
- (11) Peter Isard and Michael G.Porter, "A note on the Monetarist Analysis of Devaluation", Journal of International Economics v1 7, nº 4, noviembre 1977, pag. 407.

- (12) D.A. Currie, "Some Criticisms of the Monetary Analysis of Balance of Payments correction" *The Economic Journal*, septiembre 1976, vl 86, n<sup>o</sup> 343, pag. 508.
- (13) R.I. McKinnon, "Portfolio Balance and International Payments Adjustment" en "Monetary Problems of International Economy" ed. R.A. Mundell y A. Swoboda, University of Chicago Press - 1969.
- (14) Hay, naturalmente un límite al agotamiento de las reservas y un límite bastante más elástico para endeudamiento público. No obstante, no necesitamos de la teoría monetaria de la balanza de pagos, ni en realidad de cualquier teoría, para darnos cuenta de que una disminución constante de las reservas es eventualmente incompatible con el mantenimiento de un sistema de tipo de cambio fijo. Se trata de que, si el gobierno opta por incurrir en déficits o superávits en la balanza de pagos durante periodos largos, no habrá necesidad de fuerzas endógenas compensadoras.
- (15) M. Mussa, "A Monetary Approach to Balance of Payments Analysis" *Journal of Money, Credit and Banking*. vl 6, 1974, pp333-51.
- (16) Esto puede ser debido, por ejemplo, a un aumento del comercio mundial, una mejora en la competitividad, una caída en la propensión a importar o a la imposición de una barrera comercial.
- (17) La utilidad del análisis de elasticidades depende de la velocidad de ajuste del gasto del sector privado a los cambios en la riqueza neta. Ceteris paribus, cuanto mayor sea la relación marginal deseada entre la riqueza neta y la renta, menor será la velocidad de ajuste. Una propensión a importar menor y una tasa impositiva marginal menor reducirá también la velocidad de ajuste. Cuanto mayor sea la presión fiscal y la economía sea más abierta, menos útil será el análisis de elasticidades.
- (18) Harry G. Johnson, "Towards a General Theory of the Balance of Payments" en H.G. Johnson, *International Trade and Economic Growth*, Londres, Allen and Awing.
- (19) D.A. Currie y E. Katz, "Capital Mobility and Stability" Queen Mary College. Discussion Paper in Economics.
- (20) D.A. Currie cita los siguientes ejemplos:  
R. Dornbusch, "Devaluation, Money and Nontraded Goods" *American Economic Review*, 1973, vl 63, pp 871-80; Harry G. Johnson, "The Monetary Approach to Balance of Payments Theory". En H.G. Johnson, *Further Essays in Monetary Economics*, London: Allen and Unwing, 1972; D.E.W. Laidler, "Price and Output Fluctuations in an Open Economy", University of Manchester, Discussion Paper in Economics n<sup>o</sup> 7301, 1972; M. Mussa,

- "A Monetary Approach to Balance of Payments Analysis" Journal of Money, Credit and Banking, v1 6, 1974, pag.333-51.
- (21) A.R.Nobay y Harry G.Johnson, comentario a D.A.Currie "Algunas críticas al análisis monetario del ajuste de la balanza de pagos". The Economic Journal, nº 87, diciembre 1977.
- (22) Véase por ejemplo, J.Frenkel y C.Rodríguez, "Portfolio Equilibrium and the Balance of Payments: A Monetary Approach", American Economic Review, septiembre 1975, pp.674-88.
- (23) Véase en D.E.W.Laidler, Carta del editor Lloyds Bank Review, abril 1976.
- (24) Véase David Currie, "Algunas críticas al análisis monetario del ajuste de la balanza de pagos: una réplica a Nobay y Johnson". The Economic Journal nº 87, diciembre 1977, pag. - 771-773.
- (25) En este punto Currie expone un argumento en nuestra opinión muy discutible: "Argumentar que en este caso es la regulación del crédito doméstico la que provoca el mejoramiento de la balanza de pagos sería falso. Más bien la causación es en la dirección inversa: el crédito doméstico se restringe vía el mejoramiento de la balanza de pagos inducido por la devaluación o por la restricción de importaciones."
- (26) Marina V.N.Whitman, "Global monetarism and the monetary approach to the balance of payments" Brookings Papers on Economic Activity, nº 3, 1975, pp. 491-555.
- (27) R.Dornbusch, "Devaluation, money and nontraded goods" American Economic Review, diciembre 1973, pp. 871-880.
- (28) Ref. L.Girtm y D. Roper, "A monetary model of exchange market pressure applied to the postwar canadian experience" - American Economic Review, septiembre 1977 y H.G.Johnson, "The Monetary Theory of balance of payments policies" J.Frenkel y H.Johnson (edit) The Monetary approach to the balance of Payments. Allen and Unwing, Londres 1976.
- (29) O bien, al nivel de la tasa de desempleo de Friedman.
- (30) Esto contrasta con el supuesto, con frecuencia implícito en el análisis Keynesiano convencional, de que las autoridades monetarias esterilizan el efecto sobre la oferta monetaria nacional de los flujos de reservas internacionales provenientes del desequilibrio de la balanza de pagos.
- (31) R.Mundell, "International Economics" Macmillan, Londres 1968 pag. 218.

- (32) R.Mckinnon y W.Oates, "The implications of international - economic integration for monetary, fiscal and exchange rate policy". Princeton University, International Finance Section
- (33) S.Alexander, "Effects of a devaluation on a trade balance"- International Monetary Fund Staff Papers, abril 1952, pag. 367.
- (34) A.Blinder y R/ Solow, "Analytical foundation of fiscal policy" Blinder, et al, The economics of public finance, Brookings Institution 1974, pag. 58.
- (35) Harry G.Johnson, "Further essays in monetary economics", - Harvard University Press Cmbridge 1973, pag.14.
- (36) William H.Branson,comentarios a "Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments" de Mariña V. N.Whitman. Brookings Papers on Economic Activity, nº 33, - 1975, pag. 537-542-
- (37) S.C.Tsiang, "The Monetary Theoretic Foundation of the Modern Monetary Approach to the Balance of Payments" Oxford Economics Paper new series. vl 29, November 1977, nº 4, pag.319-338.
- (38) J.A.Frenkel y C.A.Rodríguez, "Portfolio equilibrium and the balance of Payments: a monetary approach" American Economic Review vl. 65, Sep. 1975, pp. 674-88.
- (39) Harry G.Johnson, "The monetary approach to the balance of payments theory" M.B.Connolly and A.K.Swoboda (eds) International Trade and Money - The Geneva Essays, 1973,pp. 206-25.
- (40) Frak H.Hahn, "The Monetary Approach to the Balance of Payments" Journal of International Economics, vl. 7, nº 3 August 1977, pag. 231-250.
- (41) El presente análisis de la obra de Rudiger Dornbusch está - basado en sus artículos:  
 - "Currency deprecia tion, boarding and relative prices" Jo urnal of Political Economy, vl. 81, nº 4, July/August 1973, pag. 893-915.  
 - "Money, Devaluation and nontraded goods" American Econo- mic Review, vl. 63, 1973, pag. 871-80.  
 - "Alternative price stabilization rules and the effects of exchange rate changes" Manchester School of economics and - social studies, vl.43, pag. 275-92, 1975.  
 - R.Dornbusch y M.Mussa " consumption, real balances and the boarding function" International Economic Review, 1975, pag 415-21.  
 - R.Dornbusch, S.Fischer y P.A.Samuelson, "Comparative ad- vantage, trade and payments in a Ricardian model with a con- tinuum of goods" American Economic Review, vl. 67, 1977, -

- pag. 823-39.  
 - "Exchange rate policy and macroeconomic stability", The -  
 crawling peg: future prospects and past performance 1979, -  
 ed. J.Williamson, Nueva York Macmillan Publishing Co.
- (42) Rudiger Dornbusch, "Open Economy Macroeconomics" Basic Books  
 Inc. Publishers New York, 1980, part 3, Money and Payments  
 Adjustment pag. 119-172.
- (43) Marina V.N.Whitman, "Global monetarism and the monetary appo  
 ach to the balance of payments" Brookings Papers on Econo-  
 mic Activity, nº 3, 1975, pag. 496.
- (44) Este apartado se basa en la obra de R.Dornbusch, S.Fischer  
 y P.A.Samuelson, "Comparative advantage, trade and payments  
 in a Ricardian model with a continuum of goods", American -  
 Economic Review, vl. 67, 1977, pag. 823-39.
- (45) El presente apartado está basado, sobre todo en:  
R.Dornbusch, "Exchange rate policy and macroeconomic stabili  
 ty, The crawling peg: future prospects and past performance  
 1979, ed.J.Williamson, Nueva York:Macmillan Publishing Co.  
S.Fisher, "Stability and exchange rate system in a moneta-  
 rist model of the balance of payments", The political econo  
 my of monetary reform, 1973, ed. R.A.Aliber, Londres: Allen  
 and Unwin.
- (46) J.Taylor, "Staggered wage setting in a macro model" Ameri-  
 can economic review, 1979, papers and pro ceedings, 108-18.

V. LA POLITICA DE ESTABILIZACION Y  
EL ENFOQUE MONETARIO DE LA  
BALANZA DE PAGOS.

V. LA POLITICA DE ESTABILIZACION Y EL ENFOQUE MONETARIO DE LA BALANZA DE PAGOS.

Para muchos Keynesianos la publicación de la Teoría General de John Maynard Keynes en 1936, significó acabar de una vez con la noción de que el equilibrio interno, o equilibrio de pleno empleo en la economía interna, podría obtenerse y mantenerse a través del libre juego de la fuerza de mercado, con la intervención gubernamental limitada al mantenimiento de una aproximación razonable a las condiciones de competencia perfecta. Sin embargo la noción de que los mecanismos de ajuste automático operan para asegurar el equilibrio de la balanza de pagos persistió durante algunos años. Como describe el capítulo segundo, el enfoque clásico fue sustituido sucesivamente por el enfoque elasticidades, el enfoque multiplicador Keynesiano del comercio exterior, el enfoque absorción y posteriormente por el enfoque de política económica de Meade-Tinbergen. Pero al igual que en el equilibrio interno asistimos a un resurgimiento de los mecanismos clásicos, que reformados y adaptados por los monetaristas y otras escuelas - constituyen una de las principales opciones de política económica para alcanzar la estabilidad de precios y el pleno empleo. En la búsqueda del equilibrio externo resurgen muchos mecanismos de ajuste que se consideraban inoperantes. Al mismo tiempo comprobamos, ver capítulo cuarto, como muchas de las características básicas del enfoque monetario son puestas en entredicho por varios autores.

En el presente capítulo se estudian algunas extensiones del enfo

que objeto del trabajo. Este enfoque al analizar la balanza de pagos como un todo, hecho diferenciador con otros, las extensiones pueden ser muy numerosas. Se ha preferido centrar la atención en la influencia en la política de estabilización, en especial la Política Monetaria y Fiscal. Comprobaremos como, al igual que en la búsqueda del pleno empleo y estabilidad de precios difieren en la efectividad de la política monetaria y fiscal los monetaristas y Keynesianos. En el campo en el que nos movemos -la balanza de pagos- muchas de las conclusiones son contrarias a los anteriores enfoques. Por cuestiones de método se ha dividido este capítulo según sean tipos de cambio fijos, flexibles, o flotación controlada. En este trabajo adquieren menor importancia las políticas comerciales como controles, cuotas, tarifas, (1)

#### A. La Política de Estabilización con tipos de cambio fijos.

Para analizar el papel del nuevo enfoque en la Política de Estabilización se destacan primero las diferencias esenciales con el enfoque Keynesiano de utilización de la política monetaria y fiscal.

La estructura esencial del que puede llamarse modelo standard de la teoría de balanza de pagos, es un modelo Keynesiano de determinación de renta en el que los flujos de consumo y los gastos de inversión vienen determinados por la renta agregada y las variables de la política de manejo de demanda (impuestos y gastos y tipos de interés) y el nivel de exportaciones y la división del gasto total entre mercancías internas y externas (importaciones) se determinan por el de cambio, que fija los precios reales rela

tivos de las exportaciones en relación a los precios externos y de las importaciones en relación a los precios internos. Eligiendo una combinación adecuada de políticas de manejo de demandas y del tipo de cambio, las autoridades pueden lograr el pleno empleo consistente con cualquier superávit o déficit por cuenta corriente. El superávit neto por cuenta corriente (o déficit) es igual al exceso (o déficit) de los flujos económicos de producción sobre los flujos de absorción, o del exceso (o déficit) de sus exportaciones sobre sus importaciones, o de los excesos netos (o déficit) del flujo de ahorro en relación al flujo de inversión. Por convención, pero no necesariamente, el superávit o déficit por cuenta corriente se identifica con la posición total de balanza de pagos. Es relativamente sencillo añadir la determinación de la balanza por cuenta del capital, por la diferencia entre las tasas de interés internas y externas, como se hace en la teoría de la mezcla de políticas monetaria y fiscal.

1) La Efectividad de la Política Monetaria y Fiscal.

La hipótesis básica sobre la que descansa este sistema de análisis de balanza de pagos y que constituye el punto de partida del "nuevo" enfoque monetario de la teoría de la balanza de pagos, es que las consecuencias monetarias de los superávits o déficits de la balanza de pagos pueden ser y son absorbidos (esterilizados) por las autoridades monetarias, de forma que un superávit o déficit puede ser tratado como un flujo de equilibrio.

El nuevo enfoque (2) -en algunos casos, afirma- que estas entradas o salidas monetarias asociadas con superávit o déficit no -

son esterilizadas o no pueden serlo dentro de un periodo relevante para el análisis de políticas, sino que, en lugar de ello, influyen sobre la oferta monetaria interna. Y como la demanda de dinero es una demanda de un stock y no un flujo, la variación en la oferta de dinero respecto a su demanda, asociada a déficit o superávit, debe dirigirse hacia un equilibrio entre la demanda y la oferta de dinero con el correspondiente equilibrio en la balanza de pagos. Déficit o superávit representan fases de ajustes de stock en el mercado monetario y no flujos de equilibrio, y no deben ser tratados en un marco analítico que los considere fenómenos de equilibrio.

Para obtener flujos de equilibrio en superávit o déficit, sobre la base de ajustes de stock en el mercado monetario, y también - posiblemente en el mercado de valores, es necesario construir un modelo en el que la necesidad de ajustes de stocks está siendo - continuamente realimentada por el cambio económico, en otras palabras, analizar una economía, o una economía internacional, en la que se da crecimiento económico. Esta es una de las más importantes diferencias técnicas entre los "nuevos modelos monetarios" de la balanza de pagos y el modelo standard Keynesiano y una clara fuente de dificultad al comparar los resultados de los dos tipos de análisis.

Otra diferencia más es que el nivel de precios de un país está - fijado por el nivel de precios mundial y se mueve rígidamente en línea con él. Una justificación para este supuesto es que, al menos entre los países industriales avanzados, la competencia in-

dustrial es tan penetrante que las elasticidades de sustitución entre los productos industriales de los diversos países están - más próximas al infinito que a los valores relativamente bajos - implícitos en el modelo standard. Otra justificación más sofisticada se deriva del marco general del enfoque monetario, es decir, que los cambios en los niveles nacionales de precios relativos - pueden ser sólo concomitantes transitorios del proceso de ajustes de stocks (el desequilibrio monetario) y que, a largo plazo, entre los países desarrollados, el análisis de los fenómenos de balanza de pagos debe enfocarse sobre las relaciones de equilibrio de precios a largo plazo, que, para simplificar pueden tomarse como constantes.

En este punto, juega sin lugar a dudas una importancia crucial - la existencia o no de "ilusión monetaria" (3). El modelo Keynesiano y en forma más refinada el expuesto por Meade y Mundell (3) - es necesario que exista ilusión monetaria en el sentido que supone que los trabajadores aceptan una reducción de su nivel de vida causado por una devaluación, que no aceptarían bajo la forma de una reducción forzada de sus salarios monetarios internos. Una versión alternativa que propone Johnson es que el modelo standard supone que los trabajadores pueden ser privados de su producto marginal real por la devaluación. El cargo, sin embargo, - añade Johnson es incorrecto. Si la rectificación de un déficit - de balanza de pagos requiere que el producto marginal real del - trabajo en términos de mercancías extranjeras caiga, porque el - precio de los bienes nacionales en relación con los extranjeros ha de reducirse en los mercados nacionales y extranjeros para in

ducir a una sustitución entre los bienes favorables a la balanza de pagos, ello requiere -dice Johnson- no una ilusión monetaria, sino sólo realismo económico para que los trabajadores acepten - este hecho.

De todas formas los defensores del enfoque monetario consideran que el problema no es que el modelo standard suponga erróneamente la presencia de la ilusión monetaria por parte de los trabajadores, sino la equivocada hipótesis de que los valores de las elasticidades de sustitución, entre bienes nacionales y extranjeros son bajos, lo que constituye para ellos un error en los supuestos empíricos más que en la construcción del modelo.

Otra diferencia importante es el hecho de que el modelo Keynesiano no supone que el empleo y el producto son variables a precios y salarios relativamente constantes. Los modelos monetarios suponen que el empleo y la producción tienden a niveles de pleno empleo, con reacciones a los cambios que toman la forma de ajustes de precios y salarios.

En los modelos monetarios adquiere importancia la tasa de crecimiento de los agregados económicos. Una fórmula sencilla de expresar la relación funcional existente es expuesta por Johnson - (4). En las fórmulas,  $g$  es la tasa de crecimiento por unidad de tiempo de una variable o agregado;  $A$  y  $B$  son un componente de un agregado;  $f(A,B)$  es una función de  $A$  y  $B$ , y  $\eta$  denota la elasticidad del agregado, definida por la función respecto a la variable de que se trata.

Así tenemos:

$$g_{A+B} = \frac{A}{A+B} g_A + \frac{B}{A+B} g_B$$

$$g_{AB} = g_A + g_B$$

$$g_{A/B} = g_A - g_B$$

$$g_f(A, B) = \eta_A g_A + \eta_B g_B$$

donde  $\eta$  denota la elasticidad.

Johnson comienza con una discusión del equilibrio monetario en un sólo país que mantiene un tipo de cambio fijo con el resto del mundo y que experimenta un crecimiento económico en el tiempo. El país es lo suficientemente pequeño y diversificado con relación a la economía mundial para que su nivel de precios sea el nivel de precios mundial y su tasa de interés la tasa de interés mundial. (Pueden introducirse diferencias entre los índices de precios internos y externos, y entre las tasas de interés internas y externas, si se acepta que vienen fijadas por condiciones económicas). Además se supone que la oferta de dinero se ajusta instantáneamente a la demanda, debido a que los residentes del país pueden adquirir o desprenderse de dinero a través del mercado internacional de bienes o de valores.

De aquí se deduce una de las principales consecuencias de estos supuestos cual es la política monetaria nacional no determina la oferta interna de dinero, sino que en su lugar determina la división del respaldo de la oferta del dinero que el público demanda entre reservas internacionales y crédito interno. La política mo

netaria, en otras palabras, controla el volumen del crédito interno y no la oferta de dinero, y, así, el comportamiento de las reservas internacionales del país.

La demanda de dinero es formulada de la siguiente forma:

$$M_d = p \cdot f(y, i)$$

donde  $M_d$  es la cantidad nominal de dinero interno demandado;  $y$  es la oferta real;  $i$  es la tasa de interés o el costo alternativo de oportunidades de atesorar dinero;  $P$  es el nivel de precios externo y, por tanto, interno, y la multiplicación de la demanda de saldos reales,  $f(y, i)$  por  $P$  supone el postulado de homogeneidad normal en la teoría monetaria.

La oferta de dinero es:

$$M_s = R + D$$

donde  $R$  es la reserva internacional y  $D$  el crédito interno o los activos domésticos que respaldan la oferta monetaria; como, por hipótesis,  $M_s$  debe ser igual a  $M_A$ ,

$$R = M_A - D$$

y

$$gR = \frac{1}{R} B(\dot{t}) = \frac{M_d}{R} gM_d - \frac{D}{R} gD$$

donde  $B(\dot{t}) = dR/dt$  es la balanza global de pagos. Haciendo  $r = R/M_s = R/M_d$ , la ratio inicial de reservas internacionales y sustituyendo por  $g_{M_d}$ ,

$$gR = \frac{1}{r} (g_p + \eta_y g_y + \eta_i g_i) - \frac{1-r}{1} gD$$

Simplificando, el suponer constantes los precios internacionales y las tasas de interés.

$$gR = -\frac{1}{r} \eta_y g_y - \frac{1-r}{r} gD$$

es decir, que el crecimiento de las reservas y la balanza de pagos están positivamente correlacionadas con el crecimiento económico interno y la elasticidad renta de la demanda de dinero, y - negativamente relacionados con la expansión de crédito interno. Simplificando aún más, por suponer que no hay crecimiento interno ( $g_y = 0$ )

$$gR = -\frac{1-r}{r} gD$$

de donde el crecimiento de las reservas y la balanza de pagos están inversamente relacionados con la tasa de expansión de crédito interno.

Estos resultados son contrastables con varias teorías Keynesianas con conclusiones distintas a las aquí sacadas. En la teoría del multiplicador Keynesiano del comercio exterior, el crecimiento económico debe empeorar la balanza de pagos a través del aumento de las importaciones en relación a las exportaciones. Olvida la influencia de la demanda de dinero en la oferta de exportaciones y la demanda de importaciones y sobre el flujo internacional de valores. Otra teoría más sofisticada dice que la expansión del crédito interno tenderá a mejorar la balanza de pagos - al estimular la inversión y aumentar la productividad, reduciendo así los precios internos en relación a los externos, y mejorando la cuenta corriente a través de las sustituciones de mercancías nacionales por extranjeras en los mercados interno y ex-

terno.

Johnson aplica el mismo modelo al equilibrio monetario en el sistema mundial en conjunto. El modelo se simplifica más en el sentido de que supone que los tipos de interés en el mundo son constantes, de forma que el crecimiento de la demanda de saldos reales depende sólo del crecimiento del producto real.

De esta nueva aplicación Johnson deduce que un país adquirirá la moneda mundial, a través del superávit de la balanza de pagos, - más rápida o más lentamente que la tasa de expansión monetaria mundial en la medida que el producto de su elasticidad renta de demanda de saldos reales y una tasa de crecimiento de la producción exceda o esté por debajo en uno u otro de este producto promedio para el resto del mundo o de este producto promedio para la economía mundial incluyéndose él mismo. En este último caso - puede perder reservas internacionales aún cuando las reservas mundiales estén creciendo.

A continuación Johnson elabora un modelo monetario introduciendo un país con moneda reserva. En este caso la oferta monetaria mundial total es, como antes, la suma de reservas y el crédito interno creado por los países individuales, pero el papel de la moneda-reserva capacita al país emisor de la misma a inducir a los otros países a atesorar su moneda interna, respaldada por su propio crédito interno, en lugar o además de proveer su propio dinero por creación crediticia interna. En este caso el país con moneda-reserva ganará reserva más rápidamente que la tasa de creci-

miento de las reservas totales si su tasa de crecimiento real excede el promedio mundial o si su tasa de expansión crediticia es tá por debajo del promedio mundial y viceversa.

Es importante añadir una referencia que hace Johnson con motivo de la devaluación británica de la libra en 1967 y el fracaso inicial de esta devaluación para mejorar la balanza de pagos.

Primero, la devaluación es equivalente a la contracción crediticia interna. Su función es deflactar los saldos reales internos y, con ello, impulsar a los residentes internos a intentar restaurar sus saldos reales a través de mercancías internacionales y los mercados de valores.

En segundo lugar, como la devaluación es una decisión instantánea puede ser sólo un factor transitorio para la mejora de la balanza de pagos. Mejoras duraderas sólo pueden ser realizadas por una reducción de la tasa de expansión crediticia interna.

Tercero, los efectos beneficiosos transitorios de una devaluación sobre las reservas y la balanza de pagos pueden ser compensados o neutralizados por uno o más de los siguientes desarrollos

- 1) un aumento en la tasa de expansión crediticia interna que las autoridades pueden permitir, bien inconscientemente o como consecuencia de los esfuerzos para mantener bajas las tasas de interés de la deuda gubernamental.
- 2) una caída en la tasa de crecimiento (aunque esto requiere modificar el modelo para permitir desempleo, que puede ser inducido por políticas deflacionarias oficiales o por retrasos en los ajustes de la producción a la de

manda); 3) un alza en las tasas de interés que induce a una caída en la demanda de saldos reales en relación con la renta.

Todas estas conclusiones expuestas por Johnson se consideran el punto de partida para desarrollos posteriores del modelo monetario. De hecho, casi todos son un desarrollo de este o el establecimiento de algunas correcciones. Es importante citar el trabajo de Robert Mundell quien en la reunión anual de la Canadian Political Science Association celebrada en Quebec el 6 de junio de 1963, expone algunos temas de interés para la utilización del enfoque monetario en la política de estabilización.(5)

Mundell tiene en cuenta que el mundo sigue siendo todavía una economía cerrada, pero sus regiones y países se están abriendo cada vez más. El clima económico internacional ha cambiado en dirección a la integración financiera, y esto tiene repercusiones importantes en la política económica. Para entender mejor estas consecuencias construye un modelo donde todos los valores mobiliarios del sistema son sustitutos perfectos entre sí. Se supone que no existe ninguna de las complicaciones que aparecen con la especulación, el mercado de futuros y los márgenes de arbitraje.

Concentra la atención en las políticas que afectan al nivel de empleo, supone que existen: recursos ociosos, rendimientos constantes a escala, y tasas fijas de salarios monetarios; esto quiere decir que la oferta de la producción nacional es elástica y su nivel de precios constante. Supone también que el ahorro y los impuestos aumentan con el ingreso; que la balanza comercial

depende sólo del ingreso y de los tipos de cambio; la inversión - de las tasas de interés, y la demanda de dinero, sólo del ingreso y de la tasa de interés, además considera que el país es demasiado pequeño para influir sobre los ingresos extranjeros o sobre el nivel mundial de las tasas de interés. Se supone, al mismo tiempo que la política monetaria toma la forma de compras de valores en el mercado abierto, y la política fiscal, la de un aumento en el gasto del gobierno, en bienes nacionales, financiado por un incremento en el gasto del gobierno.

En estas condiciones Mundell deduce que con el tipo de cambio fijo, el banco central interviene en el mercado cambiario comprando y vendiendo reservas a la paridad cambiaria, supone que los márgenes de cambio son nulos. Demuestra que la política monetaria, bajo tipos de cambio fijos, no tiene efectos perdurables sobre el nivel de ingreso. El aumento en la oferta de dinero que resulta - de las compras de mercado abierto vuelve al banco central por medio de operaciones cambiarias de estabilización. Lo que el banco central ha hecho en realidad, es comprar inicialmente valores a cambio de dinero y luego cambiar dinero por reservas, quedando - cancelados los efectos monetarios de las operaciones combinadas. El único efecto final de la compra de mercado abierto es una caída equivalente en las reservas de divisas. El banco central simplemente ha cambiado activos nacionales por activos extranjeros.

La Política fiscal, aumento de los gastos del gobierno, tiene un gran efecto sobre la ocupación con tipos de cambios fijos (se cumplen las conclusiones simples de Keynes). El mayor gasto tiene un

efecto multiplicador sobre el ingreso, aumentando el ahorro, los impuestos y las importaciones. Los impuestos aumentan menos que los gastos del gobierno, de modo que este ofrece valores en un monto igual al déficit del presupuesto, mientras que el sector privado absorbe los valores en un monto igual al aumento en el ahorro.

Después que se establece el nuevo equilibrio, los mercados de bienes y de capital deben equilibrarse. En el mercado de bienes, el déficit del presupuesto tiene como contrapartida la suma del exceso del ahorro privado sobre la inversión y el déficit de la balanza comercial, lo que implica que el déficit inducido en la balanza comercial es menor que el déficit del presupuesto. En el mercado de capital, los sectores privado y externo deben estar dispuestos a acumular la nueva corriente de emisiones del gobierno. Pero debido a que el ahorro privado excedente es igual al flujo de préstamos privados, y a que el déficit presupuestario iguala al corriente de nuevas emisiones del gobierno, el equilibrio del mercado de capital requiere que el déficit de importaciones sea saldado exactamente por una afluencia de capital, de manera que haya equilibrio en la balanza de pagos después de realizados todos los ajustes.

Habrà, sin embargo, un cambio en las reservas de divisas. Antes que el equilibrio de flujos quede establecido, aumentará la demanda de dinero a una tasa de interés constante en proporción al aumento del ingreso. Para adquirir la liquidez necesaria, el sector privado vende valores, y esto ejerce una presión alcista so-

bre la tasa de interés, atrayendo capital extranjero. Así mejora la balanza de pagos temporariamente, forzando al banco central a intervenir mediante la compra de reservas y el aumento de la oferta monetaria. Esta crece directamente a través de la política cambiaria. Las reservas de divisas se acumulan por el monto total de las reservas acrecentadas de efectivo para satisfacer la mayor demanda de dinero por parte del público, consecuencia del aumento del ingreso.

De una forma más refinada y siguiendo las directrices y ecuaciones que Johnson introduce, Rudiger Dornbusch (6) realiza un modelo basado en los trabajos de Mundell (7), McKinnon y Dornbusch (8), y Fleming (9).

El modelo de Dornbusch contempla los activos rentables y el dinero, e investiga las implicaciones que para las políticas fiscal y monetaria tiene el comercio exterior de valores en un mundo de tipos de cambio fijos. La perspectiva temporal se restringe al corto plazo y no se considerarán aquí los ajustes de precios o las implicaciones de un desequilibrio de la balanza de pagos en lo relativo a la capacidad del banco central para financiar estos flujos; tampoco se tendrán en cuenta las implicaciones que los desequilibrios en la balanza por cuenta corriente del sector privado tienen sobre la variación de la riqueza. Dornbusch llega a las mismas conclusiones que los autores de los que parte. En un país pequeño, con perfecta movilidad del capital, encuentra muy efectiva la política fiscal y totalmente ineficaz la política monetaria. Estos resultados se deben a la endogeneidad del

stock monetario originada por los tipos de cambio fijos y por la integración de los mercados de activos. En un marco de dos países, donde ya pueden tenerse en cuenta los efectos de repercusión, una expansión monetaria en uno de los países incrementará la demanda agregada y la producción en el mundo. Una expansión fiscal, en contraste, puede dar lugar a una menor renta en el exterior.

Dornbusch divide su trabajo en tres partes. En la primera estudia el concepto de movilidad del capital y se consideran las implicaciones de la integración de los mercados de activos para el caso de un país "pequeño". Los tipos de interés mundial no se ven afectados por la política monetaria y fiscal del país. A continuación se analiza el mercado mundial de capitales y los efectos de la política monetaria y fiscal en un marco de dos países. En la última analiza el caso en que los valores internos y externos son sustitutos perfectos.

Llama movilidad perfecta de capital a la combinación de la sustitución perfecta y el ajuste instantáneo. Existen dos activos, dinero y bonos. Los bonos son considerados como un agregado de todos los activos rentables y se distinguen del dinero, precisamente, porque devengan interés. Un cambio en el tipo de interés producirá un movimiento inmediato en la cartera que dará lugar a la tendencia de los activos preferidos. No existe incertidumbre sobre el tipo de cambio.

Utiliza la función de demanda monetaria conocida:

$$L = L(r, y)$$

Siendo,  $L$ , la demanda de saldos reales,  $r$  el tipo de interés, y la renta real.

La oferta monetaria es igual a los activos exteriores netos,  $R$ , más el crédito interno,  $D$ . El equilibrio monetario requiere que la oferta sea igual a la demanda (10).

$$R + D = L(r, y)$$

Toma como dato el crédito interno,  $D$ , y el nivel de renta. La función  $L - D$  será:

$$R = L(r, y) - D_0$$

Para cada nivel del tipo de interés, existirá una oferta monetaria de equilibrio. Dado el crédito interno,  $D_0$ , existe un nivel de reservas que determinará esa oferta monetaria.

La movilidad perfecta del capital implica que nuestro tipo de interés será igual al tipo de interés mundial:

$$r = r^*$$

Un tipo de interés dado en el mundo,  $r_0^*$ , determina así, el nivel de reservas de equilibrio para el que se obtiene el equilibrio en el mercado de activos.

De aquí se pueden deducir tres resultados importantes: en primer lugar, una elevación en nuestra renta, al aumentar la demanda de dinero, da lugar a un incremento en la oferta monetaria de equilibrio, y para un crédito interno dado, a una entrada de reservas. El mecanismo es el siguiente: a medida que la renta se eleva, la demanda monetaria de transacciones aumenta. Para finan-

ciar la expansión de las tenencias de dinero, los residentes venderán bonos en el mercado mundial; la repatriación del producto de la venta da lugar a una incipiente apreciación del tipo de cambio que forzará al banco central a comprar divisas y a crear dinero interno. La expansión monetaria se equilibra con la demanda monetaria.

El segundo es que la creación de crédito interno dará lugar a una salida de reservas y no afectará a los tipos de interés ni al equilibrio del stock monetario. Por lo tanto las pérdidas de reservas compensan la expansión del crédito, debido a que el stock monetario es invariable. El tercero es referente a los tipos de interés. Una disminución en el tipo de interés mundial dará lugar a un incremento de la demanda de dinero, y por tanto, a un incremento en las reservas de equilibrio.

La ecuación convencional IS de una economía abierta:

$$Y = E(r, y) + T(y, \dots)$$

donde E es el gasto agregado de los residentes en el interior, siendo ahora una función de la renta y del tipo de interés. La balanza comercial se representa por T. En esta función un menor tipo de interés incrementará la demanda agregada y provoca una expansión de la producción de equilibrio. La balanza comercial empeora a medida que nos movemos hacia abajo a lo largo de la curva IS porque el gasto en importaciones aumenta en relación al nivel de exportaciones dado. Con un tipo de interés interno igual al mundial,  $r = r^*$ , la producción inicial de equilibrio es  $Y_0$ . El tipo de interés determina el nivel de demanda y, por tanto, el

nivel de equilibrio de la producción. Supongamos que se produce una expansión fiscal, lo que aumenta la demanda agregada, desplazando la curva IS hacia la derecha. Para el tipo de interés, interno y mundial, invariable, la producción aumenta. La expansión de la producción viene dada por el multiplicador corriente de la economía abierta  $1/(s+m)$ .

Por lo tanto, con tipos de cambio fijos, perfecta movilidad del capital y las condiciones de país pequeño, la política fiscal es muy efectiva y la política monetaria es totalmente ineficaz.

Al estudio de la utilización del crédito interno como instrumento de control se dedica Manuel Guitian (11). Realiza su trabajo distinguiendo tres principales sectores dentro de la economía: - el sector público, incluyendo el banco central; el sector privado, compuesto de empresas, bancos comerciales y consumidores, y finalmente, el sector exterior. Inicialmente considera sólo tres mercados: un mercado de bienes y servicios domésticos, un mercado de dinero y un mercado de reservas de divisas.

Guitian compara a lo largo del artículo los supuestos de dos diferentes recomendaciones políticas que recogen Friedman (12) y Mundell (13). Se indica que la argumentación en favor del control de la oferta monetaria sólo es apropiada para economías efectivamente cerradas. Esto es, para economías que no se enfrentan a ninguna restricción de balanza de pagos. Se debe a la ausencia, en el caso de economías efectivamente cerradas, de un vínculo entre la oferta monetaria y la balanza de pagos. Como consecuencia, el público no puede cambiar la cantidad nominal de dine

ro. La demanda de dinero se ajusta a la oferta existente por medio de cambios en los precios y en el tipo de interés. Las autoridades monetarias, o el sistema bancario, determinan la cantidad nominal de dinero, mientras el público determina la cantidad real de dinero que desea mantener (14).

Sin embargo, nuestro mundo no está formado por economías cerradas, y la mayoría de los países se enfrentan a restricciones de balanza de pagos. En consecuencia, existe un vínculo entre la oferta monetaria doméstica y la balanza de pagos. El público puede realmente cambiar la cantidad nominal de dinero a través de sus transacciones internacionales. Entonces la oferta nominal de dinero se ajusta a la demanda a través de la balanza de pagos. En otras palabras, en una economía abierta con tipo de cambio fijo, el público determina la cantidad de dinero que desea mantener, - en cualquier punto del tiempo. El sistema bancario, y en particular las autoridades monetarias, no determinan la oferta monetaria doméstica total, sino sólo aquella parte de la que se puede disponer a través del crédito doméstico. Estas consideraciones conducen a subrayar el papel del crédito interno como la variable de control a efectos de las políticas de estabilización.

Abandonemos ahora el supuesto de país pequeño en el trabajo de Dornbusch y estudiemos un mercado mundial integrado de capitales. En este caso el equilibrio requiere que la demanda mundial de dinero sea igual a la oferta mundial de dinero:

$$D + D^* + \bar{R} = L(r, y) + L^*(r, y^*)$$

siendo  $\bar{R}$  el stock mundial de reservas. Se consideran las reservas

mundiales,  $\bar{R}$ , como activos externos -DEG u oro-.

Se analiza el caso de una expansión en el crédito interno de nuestro país. Para mantener el equilibrio monetario a los tipos de interés invariables, el stock de dinero tendría que mantenerse invariable. Se requiere un desplazamiento hacia la izquierda de la función LM que sea igual a la anterior; el tipo de interés de equilibrio disminuye, produciendo una pérdida de reservas. Es importante señalar que la pérdida de reservas no llega a abrir la expansión del crédito. La razón es que la disminución en el tipo de interés mundial aumenta nuestra demanda de dinero y, por lo tanto, requiere una cierta expansión en el stock monetario interno. En consecuencia, se produce sólo una compensación parcial derivada en la pérdida de reservas. La compensación parcial es necesaria porque la demanda de dinero se eleva en el exterior también, lo que requiere una expansión del stock monetario extranjero.

Es importante destacar en este trabajo el "coeficiente de compensación",  $dR/dD$ ; éste depende de dos factores: la respuesta de los tipos de interés a las variaciones en la demanda de dinero y la magnitud de la elasticidad de la demanda de dinero. Si supone que las elasticidades, interés de la demanda de dinero, son iguales; una disminución de los tipos de interés aumenta la demanda de dinero en la misma proporción en ambos países. El aumento de la demanda de dinero es, en términos absolutos, mayor en el país más grande y, en consecuencia, la expansión monetaria tiene que ser mayor en ese país. Se deduce que si nuestro país es relativa

mente grande, una parte relativamente pequeña de la expansión del crédito resultará compensada por las pérdidas de reservas. El otro extremo es el caso en que nuestro país sea pequeño y donde, en consecuencia, casi toda la expansión del crédito se pierde en drenaje de reservas.

El otro determinante del coeficiente de compensación es la elasticidad de la demanda de dinero. El país que tenga la elasticidad-interés mayor registrará el mayor incremento proporcional en la demanda de dinero y el mayor incremento en términos absolutos. Ese país, en consecuencia, tendrá la mayor expansión monetaria.

Si estudiamos la eficacia de las políticas monetarias y fiscales cuando se admite la interacción entre los países, llegaremos a conclusiones que difieren de las anteriores expresadas por Dornbusch. En el caso de una expansión del crédito en nuestro país, el stock monetario mundial se eleva y, por tanto, la función LM se desplaza hacia abajo y a la derecha.

La producción en el interior aumenta junto con una disminución en los tipos de interés. La producción en el extranjero también aumenta; puesto que tanto los menores tipos de interés como la mayor renta en el interior proporcionan un estímulo a la renta y el gasto extranjeros. Se obtiene así que la expansión del crédito da lugar a un incremento de la producción en ambos países; además, carece de relevancia saber cuál es el país donde se produce la expansión interna del crédito. Es cierto, no obstante, que el país que registre la expansión crediticia sufrirá una pérdida

de reservas.

En el caso de una expansión fiscal interna, esto supone un desplazamiento hacia la derecha de la función IS. Si la cantidad de dinero en el mundo permanece invariable, nuestra renta y el tipo de interés mundial se elevan. ¿Qué habrá ocurrido en el extranjero?. El mayor tipo de interés disminuirá la demanda extranjera y se registrará un proceso deflacionario. Nuestra expansión de la renta, sin embargo, dará lugar a efectos de expansión en la renta extranjera. El efecto neto fiscal es, por tanto, incierto.

Cuando se tienen en cuenta los efectos de repercusión, tanto la política monetaria como la política fiscal son efectivas. La política monetaria distribuye sus efectos de forma expansionista - al resto del mundo, mientras que la política fiscal puede que reduzca la renta en el exterior.

Por último, se analiza el caso de un país pequeño con sustituibilidad imperfecta. La rentabilidad de los valores internos queda determinada por el equilibrio en el mercado interior de valores. Los valores internos pueden adquirirlos solamente los residentes en el interior, tratándose entonces de valores no comerciables, o los residentes en el interior y en el exterior. Debido a que no son sustitutos perfectos de los valores extranjeros, un redimiento de equilibrio de determina de manera endógena.

El equilibrio de los mercados financieros internos queda determinado por el equilibrio en el mercado de dinero y el equilibrio - en el mercado de valores interno. El equilibrio determina el -

stock de dinero, o para una cantidad dada de crédito interno, el stock de reserva y el rendimiento de los valores internos. La condición de equilibrio en el mercado de valores se formula:

$$K \cong G(r, r^*, y, w) + G^*(r, r^*, y^*, w^*)$$

siendo K el stock existente de valores internos en posesión del sector privado y w nuestra riqueza. La demanda de nuestros valores, G, es una función de la riqueza, aumenta cuando se eleva la rentabilidad de los activos internos y es una función decreciente del rendimiento de los activos extranjeros. Las mismas variaciones se cumplen para la demanda extranjera de nuestros valores  $G^*$ . La riqueza y la renta están dados.

Consideremos los efectos de una expansión del crédito interno. El banco central compra deuda interna y crea dinero. La reducción en el stock existente de deuda mantenida por el sector privado, como se deduce de la fig. 1, crea un exceso de demanda de deuda, lo que provoca una disminución del tipo de interés de equilibrio hasta  $r'$ . La magnitud del desplazamiento hacia abajo de la función KK depende del grado de sustituibilidad entre los activos. Si los valores internos y extranjeros son sustitutos casi perfectos, entonces la rentabilidad interna se mantendrá casi constante a nivel mundial. Inversamente, si son sustitutos muy imperfectos, se tendrá que producir un cambio relativamente grande en el tipo de interés para acertar la modificación en la composición de la cartera. La función LM se desplaza hacia la izquierda y en una cuantía igual a la expansión operada en el crédito. El coeficiente de compensación  $dR/dD$  será menor que -1 si

los activos no son sustitutos perfectos.

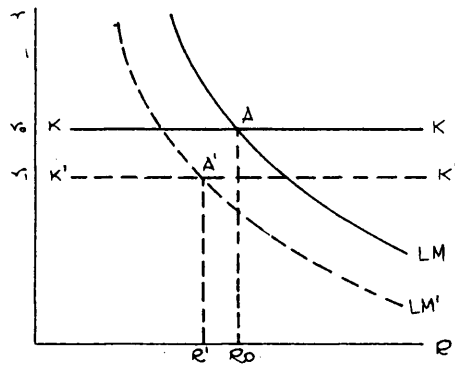


Fig. 5-1

Los primeros trabajos sobre los coeficientes de compensación se realizaron por Kouri y Porter (15). Obtuvieron unas estimaciones de los coeficientes de compensación situados entre 0,4 y 0,8 para algunos países industrializados. Estos resultados apoyan la tesis de que la sustitución de activos es menos que perfecta y que, en consecuencia, la política monetaria puede actuar. Los trabajos posteriores han demostrado dos hechos sobre los coeficientes de compensación. El primero es que los trabajos empíricos realizados en torno a las demandas de activos, en particular sobre la demanda de dinero, revelan que el ajuste se efectúa lentamente. Segundo, concierne a la endogeneidad del crédito interno. En la medida en que las variaciones en el crédito interno se destinan a compensar los flujos de capital, inducidos, por ejemplo, por las expectativas del tipo de cambio, no podemos tratar aquella variable como exógena.

¿De qué manera resultan modificados los resultados obtenidos sobre la eficacia de las políticas monetaria y fiscal en el caso de un país pequeño cuando se admite la interacción entre los países?. Ahora funciona la política monetaria; en la medida en que las variaciones en el crédito interno afecten al tipo de interés y por consiguiente, a la producción de equilibrio, depende de la sustituibilidad de los activos o del coeficiente de compensación. Si la política monetaria ahora sí funciona, los efectos de una expansión fiscal se ven aminorados. Una expansión fiscal, puesto que eleva la renta y, por lo tanto, reduce la demanda de endeudamiento interno, da lugar a unos mayores tipos de interés y, en consecuencia, a una reducción de la expansión. De nuevo, la magnitud de la sustituibilidad de activos determina la cuantía del aumento de los tipos de interés y la medida en que se ve aminorada la expansión fiscal.

De estos trabajos de Dornbusch podemos deducir. Primero que en un modelo monetario como el utilizado, la eficacia de la política monetaria depende del grado de sustituibilidad de los activos. Segundo, la perspectiva del corto plazo sirve para subrayar el hecho de que los efectos sobre la balanza de pagos de las políticas financieras internas actúan de forma bastante rápida en comparación con el proceso a más largo plazo del ajuste de precios o con los efectos de la cuenta corriente sobre la riqueza, y por tanto, sobre el equilibrio macroeconómico.

El modelo realizado por Alexander K. Swoboda "Monetary policy under fixed exchange rates: the effectiveness, speed of adjustment

and proper use" (16). En algunos puntos es común el trabajo de Dornbusch. De hecho Swoboda llega a las mismas conclusiones que Dornbusch para un país pequeño. Primero la oferta monetaria, en una economía abierta y bajo tipos de cambio fijos, es una variable endógena que, permaneciendo constante todo lo demás, sólo hay un stock de dinero compatible con el equilibrio de pagos, y que los mecanismos monetarios de ajuste actúan adecuadamente, es decir, que aseguran que el stock de dinero converge a un valor de equilibrio. Fundamentalmente, esta condición no es sino la contrapartida para un país pequeño, de la "distribución normal del efectivo" ricardiana. Segundo, la efectividad de la política monetaria, definida como el efecto en los valores de equilibrio de la renta monetaria interior de una operación de mercado abierto por el importe de un dólar es directamente proporcional a la dimensión del país que efectúa dicha operación en relación con el resto del mundo, tendiendo dicha efectividad a cero cuando el país en términos relativos es muy pequeño.

Swoboda, analiza uno de los temas centrales del equilibrio como son los determinantes del periodo de tiempo necesario para volver a alcanzar el equilibrio después de una perturbación monetaria. Dornbusch, por el contrario establecía la condición del ajuste instantáneo. Para estudiar este tema es necesario, a un nivel analítico, construir un modelo dinámico de los parámetros que entran en el modelo analítico. La aproximación de Swoboda es mucho más modesta, discute, intuitivamente y por separado, la probable influencia de dos factores: el grado de movilidad del

capital y la proporción de bienes intercambiados con el exterior respecto a los no intercambiados, en la rapidez del ajuste del sistema. También considera brevemente el papel de los márgenes en los tipos de cambio. El análisis no es riguroso y está sujeto a todas las usuales advertencias sobre la dinámica implícita.

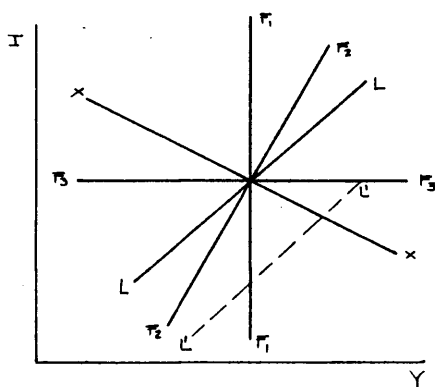


Fig. 5-2

La fig. 2 representa las combinaciones de tipos de interés y niveles de renta que igualan la oferta de output interior a la demanda, la suma de gasto interior y el saldo comercial, a lo largo de  $xx$ : la demanda de dinero con la oferta a lo largo de  $LL$ , y para lo cual el saldo comercial es igual, pero de signo contrario al saldo de la balanza de capital, permaneciendo la balanza de pagos en equilibrio, a lo largo de las curvas  $FF$ . Estas tres últimas curvas corresponden a varios grados de movilidad de capital, definida como la sensibilidad al tipo de interés de los flujos de capitales, que van desde la total inmovilidad a lo largo de la curva  $F_1F_1$  hasta perfecta movilidad a lo largo de  $F_3F_3$ .

Se pueden dar dos interpretaciones a las variaciones en la "renta": cambios en el output real con los precios constantes o cambios en los precios interiores, supuestos los precios exteriores constantes, con output real constante. Un aumento en los activos interiores del sistema bancario desplaza LL, temporalmente, hacia la derecha hasta, por ejemplo, L'L'. Surge un déficit en la balanza de pagos y la oferta monetaria se contrae hasta que se restablece LL.

Si consideramos el punto B : la demanda de output interior es igual a la oferta y la demanda de dinero interior de los residentes es igual a la oferta, pero hay un déficit en la balanza de pagos. Permaneciendo constante todo lo demás, habrá una tendencia a la disminución de la oferta de dinero en tanto que la autoridad monetaria intervenga en el mercado de divisas para prevenir la depreciación de la moneda interior. De cualquier forma, las autoridades pueden mantener la oferta monetaria al nivel indicado por L'L' por medio de la neutralización de los efectos monetarios de la pérdida de reservas (17). Designando la base por B, el multiplicador monetario, supuesto constante, por  $B^m$ , las reservas exteriores por R, y los títulos interiores mantenidos por el Banco Central por  $D^*$ , tenemos:

$$M = mB = m (R + D^*)$$

$$\frac{1}{M} \frac{dM}{dT} = \frac{1}{B} \left( \frac{dR}{dT} + \frac{dD^*}{dT} \right)$$

por lo que mantener la oferta monetaria constante requiere

$$\frac{dD^*}{dT} = - \frac{dR}{dT}$$

Es decir, las autoridades monetarias deben aumentar, disminuir,

la componente interior de la base monetaria en la misma cantidad que disminuye, aumenta, la componente exterior, esto es, en una cantidad igual al déficit, superávit, de la balanza de pagos,  $-dR/dT$ . Por tanto, la entidad del desequilibrio de la balanza de pagos en el punto B determina la tasa de operaciones neutralizadoras necesarias para mantener el sistema en un estado de cuasi-equilibrio y, en ausencia de una neutralización tal, nos ayudará a determinar el intervalo temporal necesario para que se restaure el equilibrio.

Si consideramos primero, en este contexto, cuál es el papel de la movilidad de capital, definida por simplificación como la sensibilidad respecto al tipo de interés de los flujos internacionales de capital (18). Dentro del sencillo sistema reflejado en la fig.1, el desequilibrio de la balanza de pagos en un punto de cuasi-equilibrio tal como el B, viene dado por la siguiente expresión:

$$\frac{dR}{dT} = \left\{ \frac{mE_i - (s+m) K_i}{-(s+m) L_i - L_y E_i} \right\} (M - M^e) < 0$$

donde  $s$  y  $m$  simbolizan las propensiones marginales a ahorrar y a importar, respectivamente;  $E$  es el gasto interior,  $L$  la demanda de dinero,  $K$  las importaciones netas de capital,  $Y$  la renta monetaria,  $i$  el tipo de interés,  $M$  y  $M^e$  son los stocks actuales y de equilibrio de dinero respectivamente; las variables con sufijo  $-$  significan las derivadas parciales respecto al sufijo (19). Obviamente, cuanto mayor sea la sensibilidad de los flujos de capital respecto al tipo de interés,  $K_i$ , mayor será el desequilibrio de pagos creado por una discrepancia entre el valor actual y de

equilibrio del stock de dinero. Cuando la movilidad del capital es perfecta, la neutralización es imposible y autocontradictoria. Por lo tanto cuanto mayor sea la movilidad de capital, existirá menor oportunidad para una política monetaria de desequilibrio y mayor será la tasa de las operaciones rentabilizadoras requeridas para mantener un stock dado de dinero de cuasi-equilibrio.

Swoboda considera ahora el papel de los bienes no intercambiados con el exterior. Para ello imagina que solamente hay tres bienes en el sistema, intercambiados o bienes internacionales, no intercambiados, o bienes interiores, y dinero; supone que los tres bienes son sustitutos. Supone también que el precio en divisas exteriores -y por tanto, el precio en términos de la moneda interior a un tipo de cambio dado- de los bienes internacionales es fijo y está determinado exógenamente. A partir de un punto de equilibrio, las autoridades monetarias aumentan la oferta monetaria; el efecto impacto de esta medida será crear un exceso de oferta para el dinero y un exceso de demanda para ambos tipos de bienes, interiores e internacionales. El exceso de demanda para los bienes exteriores se refleja en un exceso de demanda de divisas y la oferta monetaria tenderá a disminuir en tanto que las autoridades han de vender divisas exteriores para estabilizar el tipo de cambio. El equilibrio se restablecerá, por último, cuando la oferta monetaria haya vuelto a su antiguo nivel, con los precios interiores e internacionales invariables. De cualquier forma, habrá habido aumento transitorio en el precio de los bienes interiores. El espacio de tiempo que tardará el sistema en -

volver a su punto de equilibrio dependerá parcialmente de la entidad del efecto impacto sobre el exceso de demanda de divisas y, por tanto, en la balanza de pagos y de la tasa de cambio de la oferta monetaria. En tanto que parte del exceso de oferta monetaria es absorbido por el aumento en el precio de los bienes interiores, el exceso de demanda, por unidad de tiempo, de bienes internacionales, será menor de lo que podría haber sido, por la ley de Walras. Por lo que permaneciendo constante todo lo demás, podremos esperar que la rapidez con la cual el sistema se ajusta después de una perturbación monetaria estará directamente relacionada con la proporción de bienes intercambiados con bienes no intercambiados, aunque el equilibrio final no resultará afectado.

## 2) El problema de la transmisión de la Inflación.

Para hacer este modelo, siguiendo el enfoque monetario, más realista, es necesario analizar la inflación. En muchos modelos monetarios los precios vienen dados, y si admitimos la ley de un sólo precio, son los mismos para todos los países. En la discusión sobre el papel de bienes no comercializados se ha visto como una devaluación afecta a los precios relativos. Es importante detenerse en este tema. Alexander K. Swoboda estudia la inflación siguiendo el enfoque monetario en un artículo "Interpretaciones monetarias de la transmisión y generación de la inflación mundial" (20).

Johnson en su "The Monetary Approach to the Balance of Payments Theory" acentúa el papel del arbitraje de bienes, la exogeneidad del nivel de precios y endogeneidad del stock monetario para una

economía pequeña individual y la exogeneidad del stock monetario y endogeneidad del nivel de precios para la economía mundial; además ofrece un punto conveniente de partida para el examen del porque es de esperar la convergencia de las tasas de inflación - en un mundo con tipos de cambio fijos.

La teoría más simple de la convergencia en las tasas de inflación establece, sin considerar costes de transporte y otros impedimentos al comercio, que el arbitraje de bienes igualará los precios de los bienes internos,  $P$ , con los bienes extranjeros,  $P^*$ , multiplicados por el tipo de cambio, el precio corriente interno de la unidad monetaria extranjera. Suponiendo que los impedimentos de comercio son una proporción constante,  $t$ , de los precios extranjeros, los aranceles se recaudan sobre bases ad valorem, - implica que:

$$P = eP^* (1 + t)$$

Diferenciando ambos miembros respecto al tiempo, y señalando la derivada temporal de una variable mediante un punto, así como la tasa de cambio porcentual de una variable mediante el super-índice  $\hat{\phantom{A}}$  y suponiendo  $t$  constante, tenemos:

$$\hat{P} = \hat{e} + \hat{P}^*$$

Con tipos de cambio fijos  $\dot{e} = 0$ , y establece que las tasas porcentuales de cambio en precios internos y externos serán iguales. - En esta teoría simplista de convergencia de inflación se pueden distinguir varios aspectos: Primero, no hay en ella nada monetario, excepto que son los precios monetarios y sus tipos de cambio los que se igualan. Segundo, no se define exactamente a que bienes corresponden en precios monetarios  $P$  y  $P^*$ . Tercero, se pue-

den tratar como precios de un bien compuesto y como variación en el precio relativo de bienes comerciados y no comerciados. Cuarto, corresponde a la teoría económica demostrar, como sugieren Archibald y Lipsey (21), que en equilibrio general y en ausencia de cambios "reales" en gustos o tecnología productiva, la ecuación anterior se mantiene aún para el caso en que  $P$  y  $P^*$  representen índices de precios con tal de que, por lo menos, uno de los bienes que entra en dichos índices sea comerciado internacionalmente. Con todo esto Swoboda demuestra (o supone) que bajo ciertos supuestos restrictivos las tasas de inflación tienden a converger bajo tipos de cambio fijos. Nos queda por ver cual será la tasa de inflación y el tipo de ajuste que se llevará a cabo.

El modelo monetario más simple de la determinación del nivel mundial de precios es extraordinariamente simple, aunque no simplista. Relaciona el precio de un bien producido en el mundo, nivel de precio mundial, con la suma de los stocks monetarios de los países componentes de dicho mundo, stock monetario mundial.

El modelo establece que, en equilibrio, la demanda de dinero debe ser igual a la oferta en cada país:

$$M = K Y P$$

$$M^* = K^* Y^* P^*$$

donde las variables no estrelladas se refieren a nuestro país, y las estrelladas, al resto del mundo;  $M$  es el stock monetario;  $K$  es la "K de Cambridge", es decir, el stock de dinero real que el público desea mantener como una proporción constante de su renta

real;  $Y$  es la renta real, y  $P$  es el precio corriente interno de los bienes. Añadamos ahora la ecuación de arbitraje de bienes,  $P = eP^*$ , omitiendo los posibles impedimentos al comercio, establecemos para mayor simplicidad que  $e = 1$ , y entonces obtenemos:

$$M_w = M + M^* = (K_y + K^* Y^*) P_w$$

donde  $M_w$  y  $P_w$  son el stock monetario y nivel de precios mundial respectivamente.

De este modelo simple emergen una serie de conclusiones. Primero el nivel mundial de precios se determina por el stock monetario mundial. El mundo se trata como una economía cerrada en el que la existencia de estados nacionales y políticas monetarias, se ven como causantes de problemas distributivos. Segundo, la distribución de las ofertas monetarias de equilibrio es endógena y proporcional al tamaño efectivo ( $K_y, K^* Y^*$ ) y éste es igual a la dimensión del PNB al coste de los factores ( $y$ ), ponderada por la inversa de la velocidad de circulación de la renta,  $K$ ; en otras palabras, el tamaño efectivo refleja la importancia de la demanda de saldos monetarios reales del país. Tercero, un corolario de los dos puntos precedentes es que, tal como se concibe el nivel mundial de precios, la política monetaria nacional se internacionaliza mediante el proceso de ajuste de pagos. En otras palabras, el efecto de un incremento dado en el stock monetario mundial sobre el nivel de precios mundial es independiente de su origen nacional. Cuarto, el modelo supone fijo el stock monetario mundial y dice poco acerca de la distribución de reservas en equilibrio.

Este modelo analizado en dinámica de equilibrio comparativo en vez de estática comparativa nos dice que la tasa de acumulación de reservas de un país, caeteris paribus, será mayor: 1) cuanto mayor sea la tasa de crecimiento de su renta, 2) cuanto mayor sea la tasa de creación de crédito en el extranjero; 3) cuanto mayor sea la tasa de crecimiento en el exterior de las reservas internacionales; 4) cuanto menor sea la tasa extranjera de crecimiento, y 5) cuanto menor sea la tasa de expansión crediticia de nuestro país.

Los procesos de ajuste son notoriamente difíciles de modelar desde un punto de vista teórico. El proceso de ajuste se determina por los singulares postulados dinámicos que se elijan y tales postulados, excepto los más simples, están raramente enraizados firmemente sobre una teoría del comportamiento económico nacional. Esta es una razón por la que los economistas han tratado de analizar el proceso de ajuste a través de la vía del análisis estático comparativo bajo varios supuestos, frecuentemente implícitos, tales como que se conceda o no que el mercado se equilibre.

Esta interpretación monetaria, descrita brevemente adolece de varios defectos. Primero, está desarrollada, sobre todo, en términos de estática comparativa. Segundo, introduce solamente un activo, dinero, y un bien. Tercero, el arbitraje de bienes bajo tipos de cambio fijos "resuelve todo", de donde se desprende que las tasas inflacionistas, con un solo bien compuesto en el mundo, no puede diferir.

Una ligera mirada a la realidad de la economía internacional nos

dice todo lo contrario, las tasas de inflación difieren de un país a otro. Podemos distinguir cuatro razones principales por las que pueden diferir las tasas de inflación: 1) los tipos de cambio no son verdaderamente fijos. Pueden variar por la existencia de márgenes de intervención alrededor de las paridades, "tipos centrales", de devaluaciones o revaluaciones o de la existencia en realidad de tipos de cambio flexibles. 2) Hay impedimentos al comercio o fallos en el arbitraje de bienes. Sería necesario aumentar el "tipo de impedimentos" ad valorem en un equis por ciento por unidad de tiempo para obtener una divergencia del equis por ciento o por unidad de tiempo entre las tasas de inflación de los países. La lentitud del arbitraje de bienes actúa como un impedimento temporal al comercio. 3) Hay bienes no comerciados cuyos precios difieren entre países. En cierto sentido, la lentitud del arbitraje es equivalente a la existencia temporal de bienes no comerciados. Los precios de los bienes no comerciados no son directamente igualados, mediante el arbitraje, a través de las fronteras nacionales, por definición, aunque uno debería siempre admitir la posibilidad de comercio de bienes no comerciados. 4) Hay perturbaciones -errores de medida- en los datos. Se pueden distinguir dos tipos de errores principales de medida cuando se compara la evolución de los precios en varios países. El primero se refiere a los errores de recogida de precios individuales y cambios de precios, incluyendo, así mismo, los problemas de comparabilidad de los datos. El segundo, que se puede denominar error de identificación, se refiere a las diferencias introducidas en la medida de los índices generales de pre-

cios y su tasa de cambio mediante diferentes ponderaciones y/o cambios en los precios relativos.

De todos estos modelos, la efectividad de la Política Monetaria y la Inflación, podemos deducir algunas implicaciones para la política importantes en un enfoque monetario.

A nivel nacional, son obvias las implicaciones del modelo de país pequeño. Las tasas de inflación interna tenderán a converger hacia la tasa internacional de inflación bajo tipos de cambio fijos. La política monetaria puede ejercer alguna influencia moderada sobre el precio de los bienes no comerciados. Esta se puede ejercer mediante la esterilización de las entradas de reservas para mantener por debajo de su nivel de equilibrio los saldos monetarios reales y por encima el interno de interés. La eficacia de esta política, medida en términos de prevenir una subida del índice de precios a la misma velocidad que la tasa extranjera de inflación, mediante una caída del precio de los bienes no comerciados, depende, directamente, de la participación de los bienes no comerciados en el gasto e inversamente de la elasticidad de sustitución de los bienes, comerciados y no comerciados, en el exceso de demanda. La posibilidad de llevar a cabo tal política de divergencia de precios depende del flujo requerido de operaciones de neutralización, que, a su vez, depende del grado de movilidad del capital. Cuanto menor sea aquel grado, más fácil es mantener el tipo interno de interés por encima del extranjero. Esto sugiere que la política monetaria que se marca un objetivo dado para el nivel de precios tiene un efecto, no nece-

sariamente desdeñable, a corto plazo, en un régimen de tipos de cambio fijos, como vimos en el tercer caso del modelo Dornbusch.

A largo plazo, las tasas de inflación únicamente diferirán si las condiciones a la productividad y gustos marca una tendencia divergente en el precio relativo de los bienes comerciados y no comerciados. Nótese, además, que el arbitraje de bienes resta eficacia al impacto de la política fiscal, en un sentido tradicional de cambio en el gasto, sobre el nivel de precios y output del país que persigue tal política, a menos que pueda ser dirigida hacia los bienes no comerciados y que estos últimos representen una gran proporción, no fácilmente sustituible, de output y gasto. La implicación clara de todo esto es que un país que sienta no poder soportar la tasa extranjera de inflación en los precios de los bienes comerciados debería adoptar tipos de cambio flexibles.

Al nivel internacional, el control de la inflación generalizada mundial requiere un control de las políticas fiscales y de la tasa de expansión monetaria mundial. Esta medida en que los coeficientes que entran en la fórmula de la oferta monetaria mundial son estables, se requiere el control de la cración de crédito interno por las autoridades monetarias y del incremento de reservas internacionales externas. También se requiere especial atención a las políticas de los países emisores de reservas. Finalmente se requiere que la tasa de expansión monetaria mundial sea tal que cree una tasa de inflación ampliamente aceptada. En teoría, estos requerimientos son simples, y a la vez, puede ser relativa

mente fácil ponerlos en práctica en tiempos apacibles.

Parecidas son las conclusiones a las que llega Ira P. Kaminow - (22) en su artículo "Economic Stability under Fixed and Flexible Exchange Rates". Kaminow compara la política macroeconómica con régimen de tipo de cambio fijo y flexible. Dentro de una economía estable alrededor del pleno empleo pero sujeta a fortuitos shocks. En especial estudia las relaciones entre las variaciones y su estrecha relación con las elasticidades. Primero analiza un modelo estático en un país pequeño y a continuación estudia un modelo dinámico estocástico con equilibrio hacia el pleno empleo. Kaminow llega a la conclusión de que las desviaciones del pleno empleo serán mayores en promedio bajo tipos de cambio fijos (flexibles) 1) si la demanda de bienes es más (menos) estable que el exceso de demanda de dinero 2) si la elasticidad precio de la demanda de bienes interiores es mayor (menor) que la inversa de la elasticidad renta de la demanda de dinero.

### 3) El equilibrio en la selección de activos.

El enfoque monetario es aplicado también al análisis del equilibrio en la selección de activos y la Balanza de Pagos por Jacob A. Frenkel y Carlos A. Rodríguez (23). El propósito de estos autores es el de analizar el mecanismo de ajuste en una economía de reducido tamaño y a nivel de pleno empleo que comercia con bienes, valores financieros y dinero. Pretenden desplazar el análisis de las consideraciones sobre el cambio, que dominan la teoría del trueque, a aquellos aspectos que son relevantes para el comercio intertemporal y la acumulación de activos reales y finan-

cieros, así como su reflejo en la balanza de pagos. Las características básicas del modelo son la especificación de la tecnología productiva, de la función de consumo y de la cartera de activos.

En la sección primera se describe la estructura del modelo y el equilibrio de la economía cerrada, para pasar en la sección segunda al estudio de los efectos de la apertura de la economía al comercio internacional. En la sección tercera, la dinámica de la economía abierta, así como la acumulación de activos y capital. Llegando a la conclusión de que el superávit por cuenta correspondiente de al exceso de ingreso sobre gasto, por ejemplo, a la acumulación de activos. Bajo el supuesto de que la economía no está creciente, el valor de estado continuo de los activos es fijo y la cuenta o balanza corriente está equilibrada, el superávit en la cuenta del capital, debe ser igual al superávit global de la balanza de pagos. En ausencia de una creación autónoma de crédito interno, tanto el superávit de la balanza de pagos como el de la de capital son nulos. El que la balanza de servicios de estado continuo se halle en superávit o en déficit depende de la balanza de endeudamiento, o sea, de si la economía es acreedora o deudora neta. Esto no puede determinarse a priori, ya que depende de dos consideraciones independientes, acerca de los ahorros y de la inversión. Si la adquisición acumulada de acciones, excede de la oferta acumulada de valores financieros, entonces la economía nacional es un acreedor neto y la balanza de servicios de estado continuo está en superávit, observándose el caso recíproco

cuando la adquisición acumulada de acciones, queda por debajo de la oferta acumulada de valores financieros internos.

Los mecanismos mediante los cuales la economía se ajusta a los cambios monetarios son analizados en la sección IV. Distinguen entre efectos a corto y largo plazo y encaminamos -en términos- de las distintas cuentas de la balanza de pagos- las sendas precisas a través de las cuales los ajustes tienen lugar.

Al final del artículo analiza las modificaciones del tipo de cambio, de gran interés en la política económica. La cantidad de saldos de caja es  $m = M/eP^*$ . Puesto que el precio monetario de los bienes en términos de moneda extranjera está dado, se deduce que el análisis de los cambios en la cantidad nominal de dinero. De hecho, una devaluación de la moneda equivale a una leva sobre el capital fijada sobre los saldos reales de caja. En línea con la literatura del enfoque monetario de la balanza de pagos, una devaluación debe de mejorar la balanza de pagos siempre que induzca un exceso de demanda de dinero. La perspectiva adicional que provee el presente análisis reside en la identificación de los canales exactos -en términos de las diferentes cuentas de la balanza de pagos- a través de los cuales el ajuste tiene lugar. La distinción entre el efecto - impacto y el periodo de transacción enfatiza el papel de la cartera de activos al permitir al sector privado reemplazar instantáneamente parte del depreciado stock monetario en valor real.

El análisis de Frenkel y Rodríguez provee algunas hipótesis contrastables:

1) Los efectos iniciales de una devaluación deberían inducir un superávit en la balanza de capital, una mejora en la balanza comercial, una deteriorización en la cuenta de servicios o mantenimiento deuda (exterior) y un superávit en la balanza monetaria (global). En lo principal, la balanza monetaria y de capital reflejan el ajuste de stock realizado de una vez por todas que es necesario para restaurar el equilibrio en la cartera de activos, y a corto plazo buena parte de dicho ajuste tiene lugar a través de estas partidas de activos.

2) Durante las últimas fases del proceso de ajuste, la acumulación gradual de activos se refleja en un déficit en la balanza de capital y un superávit en la monetaria, reduciéndose ambas cuando el proceso de ajuste se aproxima a su fin. Durante estas fases la balanza comercial se deteriora mientras la cuenta del servicio de la deuda mejora.

3) Puesto que a lo largo del proceso de ajuste se mantiene el equilibrio de la cartera de activos, es de suponer que durante las últimas fases, la ratio de superávit en la balanza monetaria el déficit en la de capital se mantenga próxima a la proporción deseada en la composición de activos (24).

4) Aunque la devaluación no induce por sí misma cambios en la tasa de formación de capital, el proceso de ajuste implica cambios en la posesión neta de valores financieros extranjeros. Consecuentemente, es de suponer que, siguiendo a una modificación en el tipo de cambio, la senda del PNB describirá variaciones más -

más amplias que las correspondientes al Producto Interior Bruto.

El modelo revela igualmente que si el tipo de cambio fuera flexible, la duplicación de la cantidad nominal de dinero conduciría a un cambio equiproporcional del tipo de cambio. En otras palabras, el hecho de que el sistema es homogéneo de grado cero en M cantidad nominal de dinero y en c, consumo, implica una simetría entre los sistemas de tipo de cambio fijo, pero rápidamente ajustable, la devaluación de la divisa conduce a largo plazo a un aumento equiproporcional en la cantidad nominal de dinero, mientras que bajo un tipo de cambio flexible una duplicación en el acervo nominal de dinero conduce a una depreciación equiproporcional de la divisa. En ambos casos no hay cambios a largo plazo en el valor real de los saldos de caja, como tampoco en otras magnitudes reales, aunque, naturalmente, una devaluación de la moneda eleva el acervo real de reservas internacionales cuando el tipo de cambio es fijo y ajustable.

Aunque los efectos a largo plazo son simétricos con los dos sistemas de tipos de cambio, el proceso de ajuste no lo es. Cuando el tipo de cambio es fijo y ajustable, la recuperación de los saldos de caja que sigue a una devaluación es gradual y se efectúa a lo largo del tiempo mientras la comunidad obtiene un superávit en la balanza de pagos. Cuando el tipo de cambio es flexible, el restablecimiento del valor de equilibrio de los saldos de caja que sigue a un incremento de la cantidad nominal de dinero es instantáneo, y el tipo de cambio se deprecia al instante inmediato del cambio monetario. Este último fenómeno enfatiza el

hecho de que el tipo de cambio -precio relativo de las monedas- se determina de un modo similar al de cualquier precio relativo de un activo, de forma que el tipo de cambio de equilibrio constituye aquel precio relativo de las monedas al cual los stocks de las mismas son voluntariamente detentados por los sujetos - (25).

Todas estas teorías de aplicación del enfoque monetario de la balanza de pagos han sido contrastadas por diversos autores. Es importante destacar que los trabajos han sido efectuados para períodos normalmente mayores a diez años. Como se dijo en el capítulo tercero de este trabajo, la aparición del enfoque monetario está relacionada -y mucho más en el aspecto empírico- con los trabajos del Fondo Monetario Internacional, realizados bien por este organismo o por funcionarios del Fondo. Es importante citar el trabajo de Bijan B.Agherli y Mahsin S.Khan "The Monetary Approach to Balance of Payments Determination: An Empirical Test" (26). - En este trabajo se establecen importantes conclusiones como la relación positiva entre crecimiento económico y balanza de pagos. Reconoce que los supuestos que el enfoque monetario establece son muy restrictivos, sobre todo para los países subdesarrollados, pero destaca las ventajas del enfoque a largo plazo. Destaca también el trabajo de J.J.Polak y Lorette Boissonneault "Monetary Analysis of Income Formation and Imports and Its Statistical Application" (27) en este caso el análisis es realizado en un mayor número de países, desarrollados y subdesarrollados aunque el trabajo carece de los desarrollos teóricos realizados en los últimos años.

Hay toda una serie de trabajos empíricos realizados bajo el impulso del enfoque monetario que analiza el movimiento de reservas como el realizado por Zecher (28) para Australia, Bean (29) para el Japón. El trabajo de Giuseppe Tullio (30) sobre todo en el caso de tipos de cambio fijos es interesante "Fluctuations of the Italian Balance of Payments 1951-73. An Econometric Analysis". Pero por analizar el caso español adquiere mayor relevancia el interesante trabajo de Manuel Guitian (31) "La balanza de pagos como fenómeno monetario: evidencia empírica en España". Guitian analiza los años que van desde 1955 a 1971. Investiga sobre todo la relación entre la balanza de pagos y la tasa de expansión del crédito interno, relacionándolo después con variables tales como el tipo de cambio, precios internos y producto nacional bruto.

Guitian concluye afirmando que los contrastes parecen situar la expansión del crédito interno como el principal factor determinante de la evolución de la balanza de pagos. El comportamiento del crédito interno después de la devaluación de 1959 es notablemente distinto al mismo comportamiento después de la segunda devaluación en 1967. Mientras las políticas crediticias a principios de los años sesenta complementaron las variaciones en el tipo de cambio, las que siguieron a la depreciación de 1967 tendieron, sin embargo, a contrarrestarlas.

La experiencia de la economía española durante este periodo, corrobora la afirmación de que las variaciones del tipo de cambio no son efectivas a menos que estén acompañadas de políticas crediticias apropiadas. Más aún no existe trade-off real entre deva

luación y políticas de crédito restrictivas. El verdadero trade-off se da entre la devaluación y el grado de restricción de las políticas internas. Los resultados de los contrastes apuntan también hacia la importancia de las variables del crédito del Banco Central en la determinación de la balanza de pagos. Este resultado, una vez probado, tiene relevancia desde el punto de vista de la política económica, porque las autoridades monetarias pueden controlar claramente la tasa de expansión del crédito del Banco Central. Así, mediante el control de esta variable, las autoridades monetarias podrán alcanzar el stock deseado de reservas internacionales para cualquier demanda de dinero dada.

B. La política de estabilización con tipos de cambio flexibles.

Los tipos de cambio totalmente flexibles hacen desaparecer los déficit y superávit de la balanza de pagos, así como las posibilidades de pérdidas o ganancias de reservas motivadas por políticas de balanza de pagos. Bajo este régimen, el interés se centra en explicar qué factores inciden sobre la formación del tipo de cambio. Como señala Jacob A. Frenkel (32), el enfoque monetario del tipo de cambio puede verse como una relación dual con el enfoque monetario de la balanza de pagos. Estos resaltan el papel del dinero y otros activos en la determinación del tipo de cambio cuando éste es flexible. Johnson (33) recomienda dirigir nuestra atención a un mundo clásico de pleno empleo, en el cual el nivel interior de precios está ajustado, de tal forma que confiere al stock existente de dinero el valor real que el público desea dada su renta real, en otras palabras, el nivel de precios

está ajustado en relación con los saldos nominales de dinero para asegurar el nivel deseado de saldos reales. En este contexto es obvio que el tipo de cambio (definido como el precio de la moneda extranjera en términos de la interior), debe variar en proporción a la cantidad nominal de dinero interior y apreciarse o depreciarse según el país disminuya o aumente su oferta monetaria siendo la oferta monetaria en el resto del mundo constante, apreciarse o depreciarse si la del resto del mundo aumenta o disminuye, manteniendo la oferta interior constante, y apreciarse o depreciarse según la oferta monetaria interior aumente relativamente más despacio o disminuya relativamente más deprisa que la oferta monetaria del resto del mundo.

1) La Política Monetaria y Fiscal en la estabilización del tipo de cambio.

Este renovado énfasis en el papel de la oferta y la demanda de dinero y activos como existencia, contrasta con el enfoque del flujo circular en la determinación del tipo de cambio, que ganó popularidad con el dominio de la revolución Keynesiana, y resucita la discusión básica de la polémica lingotista, que culminó a principios del siglo XIX, y que llevó a la evolución de la "Teoría de la Balanza Comercial" y de la "Teoría de la Inflación" en la determinación del tipo de cambio (34). Una reminiscencia de aquella polémica puede encontrarse en el presente en las diferentes discusiones e interpretación de la doctrina de la paridad del poder adquisitivo. Podría argüirse que la larga experiencia con el patrón oro y con el patrón de cambio oro pudiera haber -

llevado al retroceso de la teoría de la flexibilidad de los tipos de cambio(35).

Estos mismos conceptos los podemos analizar por otra vía. Si comparamos los modelos Stock-Flujo con los modelos Flujo de la balanza de pagos, veremos como en un principio, con la adaptación de la teoría Keynesiana al modelo internacional, casi todos los trabajos son realizados por medio del análisis flujo de la balanza de pagos. El enfoque monetario analiza la balanza de pagos - distinguiendo stock y flujo (ver cap.III) lo que impone diferentes conclusiones para la política. (36)

Podemos ver el enfoque monetario de la balanza de pagos con tipos de cambio flexibles cambiando la teoría cuantitativa del dinero -precios plenamente flexibles, determinados por la demanda real de dinero- y la oferta nominal de dinero con la estricta PPA para llegar a la teoría del tipo de cambio.

El enfoque, como propone Dornbusch (37), puede formularse simplemente en términos de una teoría combinada de equilibrio monetario y determinación del tipo de cambio. Sean  $M, P, V, Y$  la cantidad nominal de dinero, el nivel de precios, la velocidad y la renta real. Así la condición de equilibrio monetario puede expresarse como sigue:

$$\frac{M}{P} V(r, y) = Y \quad (1)$$

donde nuestra notación indica que la velocidad puede ser una función de otras variables, tales como tipos de interés o renta.

Podemos volver a expresar la ecuación(1), despejando el nivel de precios, de forma:

$$P = V \frac{M}{Y} \quad (1)'$$

que establece, que para una velocidad dada, un incremento de dinero lleva a un aumento equiproporcional en el nivel de precios. Del mismo modo, un aumento en la velocidad aumenta el nivel de precios, mientras que un incremento en la renta real, por medio de un aumento en la demanda real de dinero, disminuirá el nivel de equilibrio de los precios.

Para ir desde aquí a una teoría del tipo de cambio, trazamos una versión estricta de la PPA que establece que nuestro nivel de precios es igual a los precios extranjeros,  $P^*$ , convertidos al tipo de cambio  $E$ :

$$P = P^* E \quad (2)$$

donde  $E$  es el precio en moneda nacional de la demanda extranjera. Sustituyendo (2) en (1)' obtenemos una expresión para el tipo de cambio de equilibrio:

$$E = (1/P^*) V \frac{M}{Y} \quad (3)$$

El tipo de cambio de equilibrio depende del dinero nominal, del output real y de la velocidad. Un incremento en el dinero nominal o en la velocidad depreciará el tipo de cambio en la misma proporción. Un aumento en la renta real llevará a una apreciación. ¿Cuál es el mecanismo?

La teoría argumenta que los precios nacionales son totalmente flexibles, pero están unidos a los precios mundiales por la PPA. Dada la cantidad nominal de dinero, cualesquiera variaciones en la demanda real de dinero, que provenga de un incremento en la

renta real, será acomodada por una disminución en el nivel de pre cios, de manera que aumente el valor real del stock de dinero no minal existente. Sin embargo, con una disminución de nuestros - precios, estamos desalineados con respecto a los precios mundia- les y, por tanto, requerimos una apreciación del tipo de cambio.

Para completar la teoría tenemos en cuenta dos extensiones. En - primer lugar hay una simetría en el hecho de que el nivel de pre cios extranjeros,  $P$ , se determina por la demanda de dinero y - oferta extranjeras, de tal modo que podemos escribir (2) como si gue:

$$E = \left( \frac{M}{M^*} \right) \left( \frac{V}{V^*} \right) \left( \frac{Y^*}{Y} \right) \quad (3)'$$

Claramente, entonces, lo que importa para la determinación del ti po de cambio en este análisis son las ofertas de dinero relativas, las velocidades y las rentas reales en los dos países. Nuestro ti po de cambio se depreciará si, manteniéndose lo demás igual, - nuestro stock de dinero nominal aumenta relativamente respecto - del extranjero.

La segunda extensión es una especificación de una función de ve- locidad. Aquí la tradición ha supuesto que la velocidad depende de la renta real y del coste de oportunidad de mantener dinero.

$$r = Y^{\lambda-1} \exp(\theta r) \quad (4)$$

donde  $r$  es el tipo de interés nominal. La forma funcional es - cuestión de conveniencia expositiva y de tradición monetaria.

Sustituyendo (4) en (3)', y tomando logaritmos obtenemos la ecua ción standard del "enfoque monetario" (38).

$$e = m - m^* \lambda (y - y^*) + \theta (r - r^*) \quad (5)$$

donde e, m, m\*, y, y\* son logaritmos de las correspondientes variables en letras mayúsculas.

En la forma final, la ecuación (5), muestra que un incremento en nuestro stock de dinero relativo o una disminución en nuestra renta real llevará a la depreciación como lo haría un aumento en nuestro tipo de interés relativo. La última conclusión es particularmente interesante ya que es ciertamente lo contrario del juicio tradicional de que un aumento en los tipos de interés llevará a una apreciación. Un aumento en los tipos de interés reduce la demanda de saldos reales de dinero. Dada la cantidad nominal de dinero, el nivel de precios ha de subir para reducir el stock real de dinero a su nivel más bajo de equilibrio. Con nuestros precios desalineándose, por tanto, internacionalmente, se requiere una depreciación para restaurar la PPA.

El modelo monetario orientado hacia la teoría cuantitativa deja al tipo de cambio el papel puramente pasivo de mantener al nivel adecuado el stock actual de saldos reales. El modelo de la teoría cuantitativa supone literalmente que los precios son total e instantáneamente flexibles. Por tanto, no puede tener ninguna utilidad para la política monetaria, excepto quizás para estabilizar el nivel de precios de cara a fluctuaciones de la demanda de dinero.

En este apartado es importante citar el trabajo de Robert A. Mundell (39) quien argumenta que bajo tipos de cambio flexibles el

banco central no interviene para fijar una paridad determinada, aunque esto no necesariamente impide las compras y ventas autónomas de divisas.

Mundell considera el efecto de las compras en un mercado abierto de valores nacionales dentro del contexto de un sistema de tipos de cambio flexibles. Esto produce un aumento de las reservas bancarias, una expansión múltiple del dinero y el crédito, y una presión descendente sobre la tasa de interés. Pero se impide que disminuya la tasa de interés mediante una salida de capital, lo cual provoca un déficit en la balanza de pagos y una devaluación cambiaria. A su vez, esta devaluación (normalmente) mejora la balanza comercial y estimula, a través del proceso multiplicador, el ingreso y el empleo. Se establece un nuevo equilibrio cuando el ingreso ha aumentado lo suficiente como para inducir a la comunidad nacional a conservar el incremento del stock de dinero creado por el sistema bancario. Dado que las tasas de interés no se alteran, esto significa que el ingreso debe aumentar en proporción al aumento de la oferta de dinero, siendo el factor de proporcionalidad la razón dada entre el ingreso y el dinero (velocidad de ingreso).

En el nuevo equilibrio, los impuestos y el ahorro privado habrán aumentado como consecuencia del incremento en el ingreso, y esto implica tanto préstamos privados netos como cancelación de la deuda del gobierno. El equilibrio en el mercado de capital requiere, entonces, una igualdad entre la suma de préstamos netos privados más la cancelación de la deuda, y la tasa de exporta-

ciones de capital, que junto con el requisito de equilibrio en la balanza de pagos, significa un superávit en la balanza comercial. La política monetaria, por tanto, tiene un fuerte efecto sobre el nivel de ingreso y de empleo, no porque altere la tasa de interés, sino porque induce una salida de capital, devalúa el tipo de cambio y provoca un superávit de exportación.

Se demostrará ahora que las operaciones del banco central en el mercado cambiario, operaciones de mercado abierto en divisas, pueden ser consideradas como una forma alternativa de política monetaria. Supóngase que el banco central compra reservas, oro o divisas, con dinero del país. Esto, sin duda, aumenta las reservas de los bancos, provocando una expansión múltiple de la oferta monetaria. La expansión monetaria ejerce una presión hacia abajo sobre la tasa de interés y provoca una salida de capital, depreciando aún más el tipo de cambio y creando él un superávit de exportación que a su vez aumenta mediante el efecto mutiplicador, el ingreso y el empleo. Eventualmente, cuando el ingreso se ha acrecentado lo suficiente como para inducir a la comunidad a conservar el mayor stock de dinero, el proceso generador de ingreso cesa, y todos los sectores están otra vez en equilibrio, y los mayores impuestos y ahorros financian la salida de capital. Esta conclusión es casi la misma que la que extrajimos al considerar la política monetaria, con una sola e importante diferencia: que los activos extranjeros de los bancos aumentan en el caso de una política cambiaria. La política cambiaria, como la política monetaria, llega a ser una poderosa herramienta de estabi

lización bajo tipos de cambio flexibles.

Analícemos la política fiscal. Supongamos que se produce un aumento en los gastos del gobierno financiado mediante préstamos - que se le hacen a éste. El mayor gasto crea una demanda excedente de bienes y tiende a elevar el ingreso. Pero esto aumentaría la demanda de dinero, elevaría las tasas de interés, atraería un ingreso de capital y reevaluaría el tipo de cambio, lo que, a su vez, tendría un efecto depresivo sobre el ingreso. De hecho, por lo tanto, el efecto negativo sobre el ingreso que tiene la revaluación cambiaria debe compensar exactamente el efecto multiplicador positivo sobre el ingreso del aumento inicial en los gastos del gobierno. El ingreso no puede variar a menos que se modifique la oferta de dinero o las tasas de interés, y dado que la primera es constante cuando no hay intervención del banco central y la segunda es fijada por el nivel mundial de las tasas de interés, el ingreso permanece fijo. Como el ingreso es constante el ahorro y los impuestos no se alteran, lo que significa, debido a la condición de que el mercado de bienes esté en equilibrio, que el cambio en los gastos del gobierno es igual al superávit de importación. Así, tanto el equilibrio del mercado de capital como el de bienes están asegurados por las igualdades entre la tasa de aumento de la demanda pública y la tasa de importaciones de capital, y entre el déficit del presupuesto y el superávit de importación. La política fiscal pierde completamente de esta manera, su fuerza como estabilizador interno, al permitirse que el tipo de cambio fluctue y que la oferta monetaria se mantenga constante. De la misma forma en que la política monetaria deriva

su importancia, como estabilizador interno, de su influencia sobre las corrientes de capital y sobre el tipo de cambio, la política fiscal se ve frustrada en sus efectos por idénticas consideraciones.

Del trabajo de Mundell citado podemos pasar a uno de los modelos más completos de utilización de la política monetaria y fiscal con tipos de cambio flexibles; se trata del modelo de Mundell-Fleming (40). Es un modelo macroeconómico básico de los tipos de cambio flexibles en condiciones de perfecta movilidad de capital. El modelo es una ampliación directa del modelo IS-LM, siendo dos vías ya familiares las que sirven para incorporar el carácter abierto de la economía. La primera es que el precio relativo de los bienes internos en términos de importables es un determinante de la composición del gasto y las exportaciones netas con un componente de la demanda de la producción interna. La otra vía es la relación existente entre los tipos de interés en un mercado mundial integrado de capitales. Nos estamos desviando entonces del modelo monetario primitivo. Con expectativas estáticas en relación al tipo de cambio reproduce la igualdad internacional de los tipos de interés nominales. El tipo de cambio es flexible y afecta al equilibrio macroeconómico porque, con precios dados en el interior y en el exterior, las variaciones del tipo de cambio modifican la relación real de intercambio y, por lo tanto, la asignación de la demanda, la producción y el empleo.

Podemos partir, como hemos hecho en otras ocasiones, de un país pequeño con la característica de que se enfrenta a un precio da-

do de sus importables en términos de moneda extranjera, pero la demanda de bienes internos depende del precio relativo y del tipo de interés. El equilibrio en el mercado de bienes se da cuando:

$$Y = \delta(e - p) - \gamma r + u + fy^*$$

expresado en forma logarítmica.

La producción queda determinada por el tipo de interés  $r$  y por el tipo de cambio real, o relación real de intercambio,  $e-p$ . Siendo  $y$ ,  $e$ ,  $p$ , los logaritmos de la producción, el tipo de cambio y el precio de los bienes internos respectivamente. Una depreciación real, o una elevación de  $e-p$ , eleva la demanda, y la producción de bienes internos, mientras que una elevación en el tipo de interés da lugar a una caída en la demanda y en la producción. El término  $u$  representa el parámetro que recoge las variaciones exógenas en la demanda, tales como un incremento de las exportaciones o en el gasto público.

El equilibrio monetario se describe mediante la igualdad del stock monetario real,  $h-p$ , y la demanda de saldos monetarios reales. La demanda de dinero real depende de la renta real y del tipo de interés:

$$h - p = -\lambda r + \phi y$$

siendo  $h$  el logaritmo de la cantidad nominal de dinero.

El modelo se cierra con el requisito de que los tipos de interés internos sean iguales al tipo de interés dado en el mundo:

$$r = r^*$$

Podemos representar este modelo de una forma gráfica con un equilibrio total inicial en el punto A. La función LM representa el equilibrio monetario; esa función se ha dibujado para un stock monetario real dado. La función IS se dibuja para un tipo de cambio real dado, una renta extranjera dada y un gasto exógeno, u. En el equilibrio inicial, nuestro tipo de interés es igual al del resto del mundo.

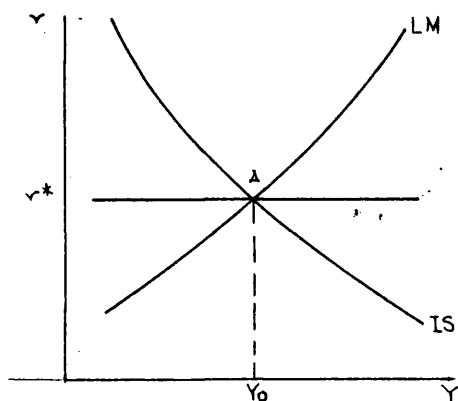


Fig. 5-3

¿Qué resultados dará en un modelo de Mundell-Fleming la política monetaria y fiscal? Podemos partir de una situación en que se da una expansión monetaria. Si en un punto como el A, los saldos nominales aumentan. Debido a que los precios están dados es un aumento de los saldos reales. El consiguiente desequilibrio monetario da lugar a una disminución en los tipos de interés y a una expansión de la renta a medida que la función LM se desplaza ha-

cia la derecha. Prescindiendo de la movilidad del capital y de las relaciones entre los tipos de interés, la economía se moverá hasta un punto ( $A'$ ), donde los mercados de bienes y de dinero están en equilibrio y donde se ha producido un deterioro de la balanza comercial.

Este nuevo punto, no es desde luego, de equilibrio, porque nuestro tipo de interés ha caído por debajo del vigente en el resto del mundo. Se producirá una tendencia a la salida de capitales, creando un déficit en la balanza de pagos y provocando, así, una depreciación del tipo de cambio. La depreciación, a su vez, reduce el precio relativo de los bienes internos, eleva la demanda de la producción interna desplazando, de ese modo, la curva IS hacia arriba y a la derecha. La depreciación, inducida por la incipiente salida de capitales, da lugar a una elevación en la renta. Como indican las flechas de la figura la depreciación continúa hasta que la renta ha aumentado lo suficiente para restablecer el equilibrio monetario al tipo de interés mundial. Esto sucede en el punto  $A'$ :

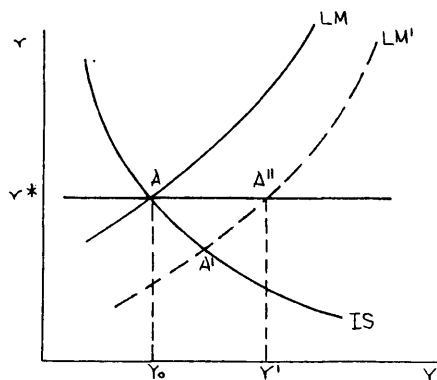


Fig. 5-4

La expansión en la renta inducida por un incremento en la cantidad de dinero nominal es debida totalmente a la depreciación del tipo de cambio y a la mejora de la balanza comercial provocada por una caída en el precio relativo de nuestros bienes. La expansión monetaria eleva la producción y el empleo mediante una mejora en la balanza comercial.

Consideremos ahora el caso de una expansión fiscal o un aumento en las exportaciones. Al nivel de los tipos de interés, tipos de cambio y renta, supongamos que se produce un exceso de demanda de bienes y, en consecuencia, la curva IS se desplaza hacia afuera, elevando la renta y el tipo de interés. De nuevo, éste no puede ser el equilibrio final puesto que el tipo de interés se ha elevado por encima del nivel mundial. Las entradas de capital que se producen en consecuencia dan lugar ahora a una apreciación del tipo de cambio y, por lo tanto, a una pérdida de competitividad. La demanda se desvía de los bienes internos provocando un movimiento hacia atrás de la curva IS hacia su posición inicial.

El proceso de apreciación del tipo de cambio continuará en la medida en que el tipo de interés supere el nivel mundial. Dado el stock monetario, la apreciación del tipo de cambio continuará en la medida en que la producción se sitúe por encima de su nivel inicial. Se deduce de ello que la apreciación del tipo de cambio proseguirá hasta que se restablezca el equilibrio inicial. La apreciación del tipo de cambio da lugar a un deterioro de la balanza comercial que compensa totalmente la expansión inicial de

la demanda. Es decir, la expansión de la demanda no afecta a la producción siempre que no se produzca un incremento acomodante - en los saldos reales.

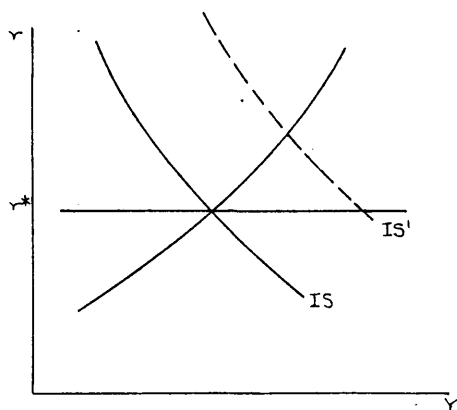


Fig. 5-5

Podemos extender este modelo al caso de dos países, teniendo en cuenta los efectos repercusión (41).

La condiciones de equilibrio de los mercados de bienes y de dinero del país extranjero son análogas a las existentes en nuestro país:

$$y^* = -\bar{\sigma}(e-p) - \bar{\sigma}r + f^*y$$

y

$$h^* - p^* = -X^*r + \phi^*y^*$$

donde se ha hecho uso de la condición de equilibrio que requiere la igualación de los tipos de interés. El conjunto de las cuatro ecuaciones determina los niveles de producción, la relación real del intercambio de equilibrio y el tipo de interés mundial.

Las dos funciones representan formas reducidas a lo largo de las cuales se equilibran simultáneamente los mercados de bienes y de dinero de los respectivos países.

Si resolvemos

$$y = \delta(e-p) - \sigma r + u + f y^*, \quad y^* = -\delta^*(e-p) - \sigma^* r + f^* y$$

en términos de los tipos de interés y los precios relativos:

$$y = \alpha(e-p) - \beta r + K u \quad y^* = -\alpha^*(e-p) - \beta^* r + K^* u$$

donde suponemos que todos los coeficientes son positivos de modo que una depreciación real aumentará nuestra renta, reduciendo la renta en el extranjero. Una elevación de los tipos de interés reduce la renta en ambos países. El paso siguiente es la resolución de las condiciones del equilibrio monetario para los niveles de renta en términos de los saldos reales y de los tipos de interés. Igualando estos niveles de renta con los de la anterior obtenemos las funciones de equilibrio de los mercados dibujados en la fig. 5-6. Las funciones son, respectivamente:

$$\alpha(e-p) - \beta r + K u = (1/\phi) (h - p + \lambda r)$$

y

$$-\alpha^*(e-p) - \beta^* r + K^* u = (1/\phi^*) (h^* - p^* + \lambda^* r)$$

De nuestros supuestos se deduce que la función de equilibrio de los mercados internos de bienes y de dinero, tiene una pendiente positiva. Una depreciación del tipo de cambio, teniendo en cuenta los efectos de repercusión, eleva la renta, lo que requiere un mayor tipo de interés para alcanzar el equilibrio monetario. Inversamente, para el país extranjero la depreciación de nuestro tipo de cambio reduce su renta, lo que requiere una caída en el

tipo de interés para mantener el equilibrio monetario.

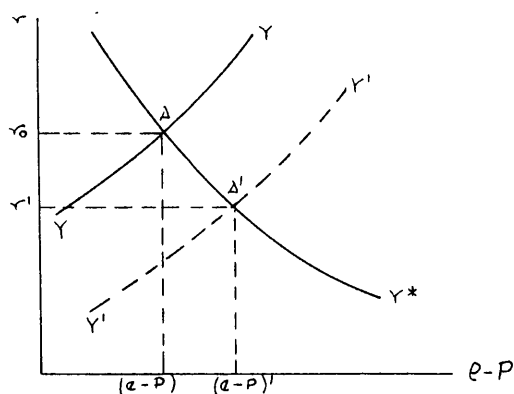


Fig. 5-6

En el punto A de la fig. 5-6 todos los mercados se encuentran en equilibrio y todos los tipos de interés se igualan.

Consideremos ahora una expansión monetaria en el interior. Ello supone, en la fig. 5-6, un desplazamiento hacia abajo de la función de equilibrio del mercado de nuestro país. Los tipos de interés tienen que reducirse, o el tipo de cambio apreciarse, lo que provocará una elevación de la renta y de la demanda de dinero. El mero equilibrio se produce en el punto A'; donde el tipo de interés es menor y nuestra relación real de intercambio ha empeorado. La acción conjunta de la caída en los tipos de interés y la depreciación real tienen el efecto de elevar la renta en el interior. En el extranjero, sorprendentemente, se obtiene el resultado opuesto.

Como ha demostrado Mundell, la renta extranjera debe reducirse,

lo que se deduce fácilmente de la condición del equilibrio monetario extranjero. Con un stock de dinero invariable en el exterior y unos menores tipos de interés, el nivel de equilibrio de la renta tiene que haberse reducido. Ello implica que los efectos expansionistas de unos tipos de interés menores y una renta mayor en el interior, resultan más que compensados por la apreciación de la divisa extranjera.

Los efectos de una expansión fiscal en el interior se recogen en la fig. 5-7. Para el precio relativo inicial, la expansión fiscal como se ha comprobado en el contexto del multiplicador del comercio exterior con efectos de repercusión, elevará la renta en ambos países. Para mantener el equilibrio monetario, los tipos de interés de equilibrio tienen que elevarse. Ambas funciones de equilibrio se desplazan hacia arriba. El tipo de interés de equilibrio se eleva, pero el efecto sobre la relación real de intercambio es incierto puesto que depende de los movimientos relativos de las funciones de equilibrio del mercado. ¿Qué puede decirse acerca de los efectos de la expansión fiscal sobre las rentas? Si la cantidad de dinero está dada en cada país y se produce un incremento en los tipos de interés de equilibrio, el mantenimiento del equilibrio monetario requiere la existencia de unos niveles de renta mayores. Es decir, hemos deducido que una expansión fiscal debe elevar la renta en cada país.

El modelo de dos países modifica nuestros resultados anteriores. Un país lo suficientemente grande para influir sobre el tipo de interés mundial retiene ahora parte de los efectos de su propia

política fiscal. Una expansión monetaria eleva todavía la renta interna, pero ahora ejerce efectos adversos sobre el empleo en el exterior. Una expansión monetaria se acaba convirtiendo en una "política de empobrecer al vecino".

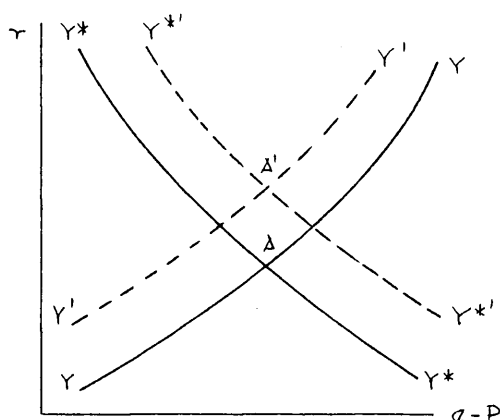


Fig. 5-7

Como hemos visto el modelo Mundell-Fleming recalca la alta sustituibilidad entre activos nacionales y extranjeros. Una formulación alternativa recalca una sustituibilidad más limitada entre activos nacionales y extranjeros, e introduce el nivel del tipo de cambio como una variable que junto con los rendimientos de los activos ayuda a alcanzar el equilibrio entre demanda de activos y oferta. El modelo se concentra en los mercados de activos pero puede ampliarse fácilmente para incluir los efectos asignativos, al influir los tipos de cambio en la cuenta corriente.

En estas páginas se ofrece un modelo resumido de los distintos desarrollos que éste ha tenido recientemente. Es necesario desta

car los trabajos de Branson (42), Dornbusch (43), James Tobin y Jorge Braga de Macedo (44) y P. Kouri (45).

Podemos exponerlo siguiendo la ecuación:

$$M = \beta (r, r^*) W \quad \beta_r, \beta_{r^*} < 0 \quad (1)$$

Establece la condición de equilibrio monetario, donde  $W$  denota riqueza nominal y donde  $\beta (r, r^*)$  es la fracción de riqueza que la gente desea mantener en la forma de dinero nacional.

El equilibrio en el mercado para activos nacionales requiere que la oferta existente,  $X$ , iguale la demanda:

$$X = Y (r, r^*) W \quad Y_r > 0; \quad Y_{r^*} < 0 \quad (2)$$

donde  $Y (r, r^*)$  es la proporción deseada de activos nacionales en relación con la riqueza. Se supone que la proporción se incrementará con el propio tipo de rendimiento, así como se reducirá con el rendimiento de los activos extranjeros. Las ecuaciones (1) y (2) junto con la restricción de la riqueza:

$$W = M + EF + X$$

implican una condición de equilibrio en el mercado de activos externos netos:

$$EF = (1 - Y - \beta) W = e (r, r^*) W; \quad e_{r^*} > 0 \\ e_r < 0$$

donde  $F$  denota tenencias netas de activos extranjeros medidos en términos de cambio extranjero. Obsérvese que ya que los activos externos netos pueden ser negativos,  $e$  puede ser negativo. Suponemos que los activos son sustitutos de tal modo que las demandas de activos responden positivamente a su propio rendimiento y negativamente a los rendimientos de activos alternativos.

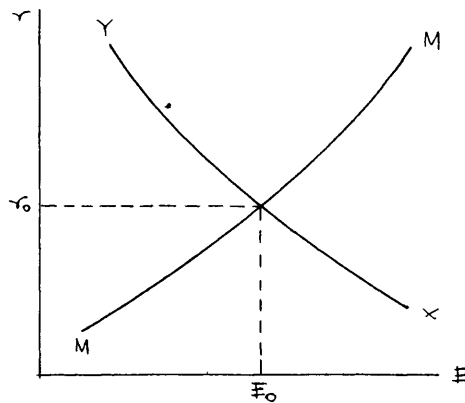


Fig. 5-8

En este gráfico mostramos las líneas de equilibrio en los mercados de dinero y activos nacionales para stocks dados de cada uno de los activos. A lo largo de MM el mercado de dinero nacional está en equilibrio. Los tipos de interés más altos reducen la demanda de dinero, por lo que el equilibrio requiere una depreciación y, por tanto, de la riqueza. El tipo de cambio juega, por tanto un papel equilibrador al afectar la valoración de los activos. A lo largo de XX el mercado nacional de activos está en equilibrio. Los tipos de interés más altos aumentan la demanda de activos nacionales, y por tanto, requieren una apreciación para reducir la riqueza y la demanda de activos, restaurando por tanto el equilibrio.

Queremos establecer a continuación al efecto de los cambios en los tipos de interés extranjeros, en el stock de dinero nacional o en el de activos externos netos. En términos de la representación gráfica un incremento en el tipo de interés extranjero crea

un exceso de oferta de dinero nacional y de obligaciones nacionales, moviendo, por tanto, la línea MM hacia abajo y a la derecha y la línea XX hacia arriba y a la derecha. Sin duda, se deprecia el tipo de cambio de equilibrio.

Consideremos a continuación un incremento en el stock de dinero nacional. En el equilibrio inicial habrá un exceso de oferta de dinero y un exceso de demanda de los bonos nacionales (y extranjeros). Por consiguiente la línea MM se moverá hacia abajo y a la derecha, mientras que la línea XX se mueve hacia abajo y a la izquierda. Se establece fácilmente que el efecto neto es inequívocamente una depreciación del tipo de cambio.

Finalmente, consideramos un incremento en activos externos netos. Ahora tanto la línea del mercado de dinero como la del mercado de obligaciones nacionales se mueven hacia la izquierda. Se moverán en la misma proporción, como revelan las ecuaciones (1) y (2) junto con la restricción de la riqueza. Por consiguiente, el tipo de cambio de equilibrio se apreciará en proporción al incremento en activos extranjeros.

Las implicaciones del modelo de equilibrio de carteras aparecen resumidas en la ecuación siguiente, que demuestra la ecuación en forma reducida para el tipo de cambio de equilibrio:

$$E = E(r^*, M, X, F); E_{r^*} > 0; E_M > 0; E_X \leq 0; E_F < 0$$

Más aún, ya que esta función es homogénea en el dinero nominal y en las obligaciones nacionales, podemos volver a escribir la ecuación como sigue:

$$E = r (r^*, X/M) \frac{M}{F}$$

En esta forma resaltamos que el tipo de cambio de equilibrio depende de las ofertas de activos relativos. En particular un incremento en activos nominales nacionales -dinero y obligaciones- en relación con los activos externos, llevará a una depreciación equiproporcional. Esta propiedad de homogeneidad es, por supuesto, deseable ya que corresponde a un proceso de inflación neutral continuo. El modelo de equilibrio de cartera presta atención a la posibilidad de sustitución entre activos nacionales y extranjeros. Las obligaciones nacionales y extranjeras ya no son sustitutos perfectos, y, por consiguiente, sus ofertas relativas determinan, junto con el stock de dinero nominal, los tipos de interés de equilibrio y el tipo de cambio. Se establece una conexión con la cuenta corriente, en virtud del hecho de que los activos externos se adquieren a lo largo del tiempo a través del superávit de la cuenta corriente. Así pues, la cuenta corriente determina la evolución del tipo de cambio a lo largo del tiempo. En particular, un superávit de cuenta corriente que implique acumulación de activos externos netos lleva a una apreciación del tipo de cambio.

El modelo continúa siendo una representación de equilibrio parcial en dos importantes aspectos. Primero, no tenemos en cuenta la interacción entre los mercados financieros, el tipo de cambio mercado de bienes y la cuenta corriente. En segundo lugar, no tenemos en cuenta ningún efecto de expectativas.

Lo que hace a este modelo potencialmente atractivo para el análisis

sis de las cuestiones del tipo de cambio es la relación directa entre las perturbaciones del mercado de activos y el movimiento en los tipos de cambio. Amplía el modelo monetario porque no tenemos que basarnos en los cambios en la demanda u oferta de dinero como únicos determinantes de los movimientos del tipo de cambio, sino que podremos considerar los desplazamientos entre activos nacionales y extranjeros, por ejemplo, motivados por expectativas.

Después de estudiar brevemente el modelo de equilibrio de cartera, sobre todo su relación con el enfoque monetario, citaremos simplemente algunos trabajos que consideramos de importancia pero que no son el objeto central de este trabajo. Se trata de la influencia que tiene en el ajuste de la balanza de pagos la existencia o no de la ilusión monetaria; esto es estudiado por J.C. Murphy y S.K.Das (46). Estos autores llegan a las siguientes conclusiones con tipos de cambio flexibles, donde la ilusión monetaria es mayor que con tipos de cambio fijos:

Efectos de la ilusión sobre la Balanza de Pagos.

<u>Balanza de Pagos</u>	<u>Respuesta</u>	<u>Ilusión</u>	<u>Efecto sobre el ajuste de la B.Pagos</u>
Déficit	Depreciación	Subestimación del precio de cambio.	1. Impide
Superávit	Apreciación	Subestimación del precio de cambio	2. Impide
Déficit	Depreciación	Sobrestima el precio de cambio.	3. Contribuye

<u>Balanza de Pagos.</u>	<u>Respuesta</u>	<u>Ilusión</u>	<u>Efecto sobre el ajuste de la B.Pag</u>
Superávit	Apresiasi3n	Sobrestima el precio de cambio.	4. Contribuye

K.W.Clements (47) estudia el enfoque monetario del tipo de cambio ilustrándolo con simples técnicas geométricas. El análisis incluye una discusión de bienes comerci**ables** y no comerci**ables** que permite una interacción de la economía real y monetaria para determinar el tipo de cambio. Las aplicaciones incluyen los efectos de una expansión monetaria, la extrema fluctuación de los tipos de cambio y el rasgo de productividad en la paridad del poder de compra.

Ira P.Kaminow (48), partiendo de una situación de pleno empleo estudia la importancia que adquieren la elasticidad de la demanda de bienes cuando nos separamos del pleno empleo. Llegando para el caso de los tipos de cambio flexible a conclusiones totalmente distintas que cuando citamos su trabajo en el apartado de los tipos de cambio fijos.

## 2. La Expectativa.

Uno de los principales atractivos de las versiones más recientes del enfoque monetario es que enlaza fácilmente con la literatura sobre expectativas racionales. Al considerar la formación del tipo de cambio como consecuencia de los ajustes de oferta y demanda en un mercado de activos (el stock ofrecido y demandado de dinero), es lógico considerar que aparecen en él características -

observadas en otros mercados de activos. La principal característica de este tipo de mercado es la eficacia, que de manera informal, podría definirse como la capacidad de asimilar toda la información disponible en un momento dado. Si esto es así, y la evidencia disponible es mayoritariamente favorable a la eficacia de los mercados cambiarios, podemos esperar que en un momento determinado el tipo de cambio refleje toda la información existente. El tipo de cambio tendrá en cuenta, pues, la impresión general sobre la política monetaria que va a seguir al gobierno del país la del resto del mundo, las expectativas de inflación, la previsible evolución de la renta nacional, la política fiscal, que evidentemente afecta a las variables anteriores, las perspectivas de cosecha de algún producto que represente una aportación importante a la renta nacional.

Los modelos monetaristas originales reconocen, también, la importancia de las expectativas. En estos modelos, el tipo al contado está influido por el efecto de la depreciación anticipada sobre la demanda real de dinero. La anticipación de la depreciación reducirá la demanda real de dinero aumentando, por tanto, el nivel de precios y, por consiguiente, vía PPA, llevaría a una depreciación del tipo de cambio. El alcance de la depreciación depende de la sensibilidad de la demanda de dinero al tipo de interés. Por contraste, en el modelo presente la anticipación de la depreciación lleva directamente, dados los precios y tipos de interés a una depreciación equiproporcional del tipo al contado.

Aquí seguiremos el importante trabajo de Dornbusch (49) donde -

analiza la influencia de las expectativas en la dinámica del tipo de cambio.

Dornbusch analiza el caso de un país pequeño. El modelo se centra en tres puntos fundamentales. El primero es el papel del ajuste de precios. Supondremos que los precios internos, en lugar de venir dados, se ajustan con el tiempo al desequilibrio del mercado de bienes. El segundo punto concierne a las diferentes velocidades de ajuste de los precios y los tipos de cambio. El tercero es el papel que juegan las expectativas en torno al tipo de cambio. Se añade la posibilidad de que exista una diferencia que compense exactamente la previsión de una apreciación o depreciación. Los tenedores de carteras serán indiferentes entre valores denominados en moneda interna o en moneda extranjera, si un interés diferencial en favor de nuestro país,  $r - r^*$  se compensa exactamente por la tasa esperada de depreciación de nuestra moneda,  $u$ . La condición de equilibrio, teniendo en cuenta las expectativas, es entonces  $r = r^* + u$ , donde  $u$  es la tasa esperada de depreciación de nuestra moneda. La tasa esperada de depreciación tiene la dimensión de un tipo de interés y es homogénea, por lo tanto, con la dimensión de  $r$  y  $r^*$ .

La anterior ecuación implica que los tipos de interés nominales para nuestro país ya no están determinados. Nuestro tipo de interés puede ser bajo cuando se anticipa una apreciación o elevado si existe una expectativa de depreciación. El paso siguiente consiste en efectuar un supuesto sobre la formación de las expectativas del tipo de cambio. Se espera que el tipo de cambio se de-

precie en proporción a la diferencia entre el tipo de cambio de equilibrio a largo plazo,  $\bar{e}$ , y el tipo vigente,  $e$  :

$$h = \Theta (\bar{e} - e)$$

siendo  $\Theta$  el coeficiente de ajuste. El tipo de cambio de equilibrio a largo plazo se supone conocido y será derivado más adelante.

La ecuación de expectativas, la ecuación de arbitraje, y la ecuación de la demanda de dinero siguiente:

$$h - p = -xr + \rho \bar{y}$$

se combinan para obtener la condición de equilibrio del mercado de activos:

$$h - p = -\lambda r^* - \lambda \Theta (\bar{e} - e) + \rho \bar{y}$$

donde la producción y se toma como dada. Esta ecuación garantiza el cumplimiento de las tres condiciones siguientes: que la demanda de dinero es igual a la oferta monetaria, que los tipos de interés, una vez ajustados para tener en cuenta la depreciación, se igualan internacionalmente, y que las expectativas se forman de acuerdo con  $u = \Theta (\bar{e} - e)$

Podemos expresar la ecuación antes citada en términos de las desviaciones del equilibrio a largo plazo. Con la cantidad de dinero los tipos de interés extranjeros y la producción dados, la relación de equilibrio a largo plazo es:

$$h - \bar{p} = -\lambda r^* + \rho \bar{y}$$

Puesto que en un estado de crecimiento sostenido, la depreciación verdadera y esperada se supone que son iguales a cero. Si restamos esta ecuación de la anterior se obtiene una de las ecua

condiciones fundamentales:

$$P - \bar{P} = \lambda \Theta (\bar{e} - e)$$

ó

$$e = \bar{e} - (i/\lambda\Theta) (P - \bar{P})$$

Esta ecuación la podemos expresar en la siguiente figura como la función AA.

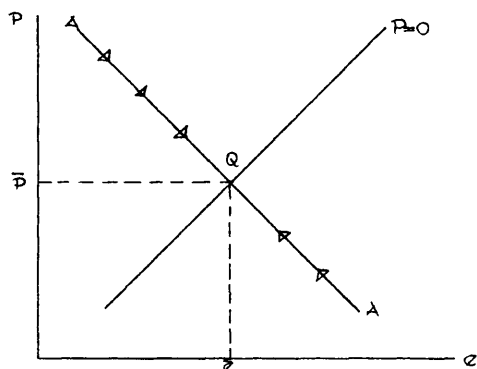


Fig. 5-9

La ecuación muestra que si el nivel real del precio es mayor que el nivel a largo plazo, el tipo de cambio verdadero será menor que el de largo plazo. Estas relaciones reflejan el cumplimiento simultáneo de las condiciones de equilibrio del mercado monetario y de igualación de rendimientos, dado el proceso de formación de las expectativas. Un mayor nivel de precios implica un menor nivel de los saldos reales, un mayor tipo de interés y, por tanto, con rendimientos iguales, una expectativa de depreciación. Sin embargo, una expectativa de depreciación debe implicar que el tipo de cambio al contado se sitúe por debajo del tipo de cambio de equilibrio a largo plazo.

Consideremos a continuación el mercado de bienes. Supondremos - aquí que la producción está dada y que los precios se elevan en proporción al exceso de demanda. Este supuesto se formula:

$$p = \pi [u + \delta(e-p) - Gr + vy + fy^* - \bar{y}]$$

donde  $u$  es una constante y  $e-p$  mide el precio relativo de los bienes internos, de tal modo que el término  $\delta(e-p)$  refleja la sustitución entre bienes internos y extranjeros. Si resolvemos la ecuación  $h - p = r + \beta y$  para el tipo de interés y sustituyendo en la anterior se obtiene:

$$P = \pi [u + \delta(e-p) + (G/\lambda)(h-p) + fy^* - e\bar{y}]$$

$$e = \beta G/\lambda + 1 - v$$

o en términos de desviación del equilibrio no inflacionista a largo plazo:

$$P = \pi [\delta(e-\bar{e}) + (\delta + G/\lambda)(\bar{p} - p)]$$

En la anterior figura se recoge  $P = 0$ , con pendiente positiva. - Un incremento en el nivel de precios crea un exceso de oferta - porque eleva el precio relativo de los bienes internos y aumenta los tipos de interés mediante una reducción en los saldos reales. Para restablecer el equilibrio el tipo de cambio debe depreciarse proporcionalmente más, de manera que compense el impacto deflacionista de los mayores tipos de interés. En consecuencia, la función tiene pendiente positiva y es más horizontal que una línea trazada desde el origen.

Analícemos ahora el proceso de ajuste. El supuesto estratégico - es que los mercados de activos se hallan continuamente en equilibrio y que los precios se ajusta lentamente en el tiempo. Ello,

implica, en términos de la figura anterior, que nos situamos siempre sobre la función AA. Por encima de la función  $p = 0$ , existirán excesos de oferta puesto que el precio relativo de nuestros bienes y el tipo de interés son demasiado elevados; en consecuencia, los precios disminuirán. Por debajo de la función  $p=0$  se cumple el resultado inverso. Se deduce de ello, como indican las flechas, que se convergerá hacia el equilibrio a largo plazo en el punto Q.

Podemos resolver explícitamente para la tasa de ajuste de los precios sustituyendo el tipo de cambio de equilibrio obtenido en  $e = \bar{e} - (1/\lambda\Theta) (p-\bar{p})$  (es el tipo de equilibrio a lo largo de AA) en la ecuación del ajuste de precios, obteniéndose:

$$p = -v (p-\bar{p}) \quad v \equiv \pi [(\delta + G\Theta)/\Theta\lambda + \delta]$$

Esta ecuación describe el ajuste de los precios. La velocidad de ajuste de los precios dependerá de todos los coeficientes estructurales del modelo y también del modelo de formación de las expectativas, puesto que es uno de los determinantes de la velocidad de ajuste de los precios,  $v$ .

Analicemos ahora la cuestión de la racionalidad de las expectativas. En primer lugar, comprobaremos que el proceso de ajuste de los precios en la ecuación citada implica por  $e = \bar{e} - (1/\lambda\Theta) (p-\bar{p})$ , un proceso de ajuste del tipo de cambio vigente. A continuación rectificaremos  $u$ , y bajo que condiciones, el proceso de ajuste del tipo de cambio coincide con el supuesto que sobre las expectativas se ha formulado como  $u = \Theta (\bar{e} - e)$ .

Si diferenciamos  $e = \bar{e} - (1/\lambda\Theta) (p-\bar{p})$  con respecto al tiempo, te-

niendo en cuenta que  $\bar{e}$  y  $\bar{p}$  son constantes, se obtiene una ecuación para la tasa de depreciación verdadera. Empleando la ecuación  $p - \bar{p} = \lambda \theta (\bar{e} - e)$ , ésta es igual a :

$$e = - (1/\lambda \theta) p = (v/\lambda \theta) (p - \bar{p}) = v (\bar{e} - e)$$

Esta ecuación muestra que la tasa verdadera de depreciación es proporcional a la diferencia entre el valor de equilibrio a largo plazo del tipo de cambio y el valor actual, tal como hemos su puesto en  $u = \theta (\bar{e} - e)$  para la tasa esperada de depreciación. No se producirán errores en las expectativas siempre que  $\theta = v$ . Si se satisface esa condición la depreciación verdadera y anticipada - del tipo de cambio, Haciendo uso de la definición de  $v$  dada antes e igualando  $v$  y  $\theta$  se obtiene:

$$v(\theta) = \pi [\delta + g \theta / \lambda \theta + \delta] = \theta$$

La solución a la ecuación la podemos mostrar gráficamente.

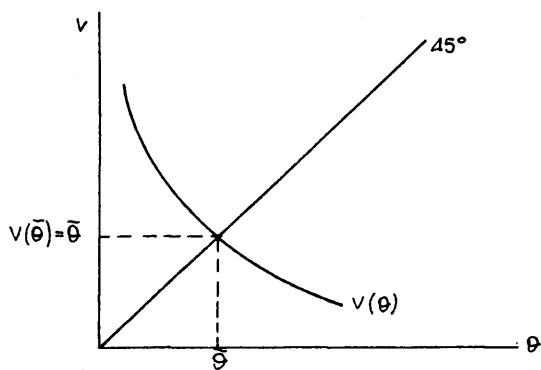


Fig. 5-10

De la anterior ecuación se deduce que la ecuación  $v(\theta)$  es una -

función decreciente de  $\theta$ , tendiendo a infinito a medida que  $\theta$  tiende a cero y aproximándose a una asíntota positiva a medida que  $\theta$  tiende a infinito. Existe, por consiguiente, un punto  $\theta$  para el que  $v(\tilde{\theta}) = \tilde{\theta}$ . Este punto es el que resulta de la intersección de la función  $v(\theta)$  con la línea de 45°. La solución viene dada por la raíz positiva de la cuadrática de la anterior función.

La solución es:

$$\tilde{\theta} = \frac{1}{2} \pi (\sigma/\lambda + \delta) + \frac{1}{2} \left[ \pi^2 (\sigma/\lambda + \delta)^2 + 4\pi \delta/\lambda \right]^{1/2}$$

La velocidad de ajuste de las expectativas, y la tasa de convergencia al estado de crecimiento sostenido, será mayor cuanto menor sea la elasticidad-interés de la demanda de dinero, cuanto mayor sea la elasticidad-precio de la demanda de producción interna. ¿Cuál es la razón? Con una baja elasticidad de la demanda de dinero, una variación dada en el nivel de precios y en los saldos reales da lugar a una mayor variación del tipo de interés y, vía la elasticidad-interés de la demanda agregada, a un mayor exceso de demanda. Es decir, el ajuste de precio es más rápido. La elasticidad-precio opera porque una variación dada en el tipo de interés requerirá una expectativa de apreciación compensadora y, por lo tanto, una variación dada en el tipo verdadero en relación con el tipo a largo plazo. Cuanto mayor sea la elasticidad-precio de la demanda agregada, más afectará a ésta, por lo tanto, a la tasa de inflación, una variación en el tipo verdadero.

Utilizamos ahora nuestro modelo para investigar el proceso de a-

juste ante un incremento en el stock nominal de dinero. En particular, estamos interesados en las expectativas y sus implicaciones para el proceso de ajuste. Supongamos ahora que aumenta la cantidad de dinero. El público inmediatamente reconocerá que el nivel de precios, y el tipo de cambio de equilibrio a largo plazo se elevarán en la misma proporción, a largo plazo el dinero es neutral. En términos de la figura ello implica que todo el mundo reconode que la economía pasará de  $Q$  a  $Q'$ .

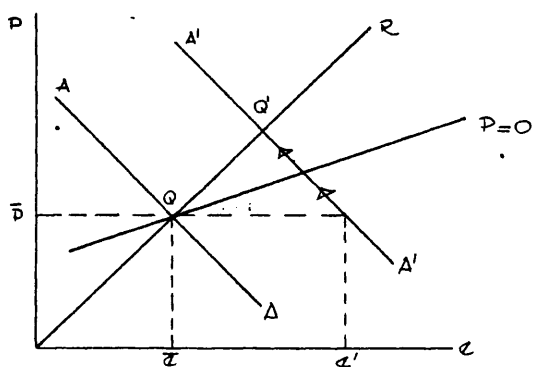


Fig. 5-11

La economía no puede saltar instantáneamente al nuevo equilibrio a largo plazo porque, tal como hemos supuesto, los precios pueden moverse sólo gradualmente. En el corto plazo, el nivel de precios está dado y un incremento en la cantidad nominal de dinero equivale, por lo tanto, a un incremento en la cantidad real de dinero. El tipo de interés de equilibrio disminuirá. ¿Qué le ocurre al tipo de cambio? El tipo de cambio vigente se depreciará porque, empleando la ecuación  $e = e(1/\quad)(p-p)$ , existe el reco-

nocimiento de que se producirá un aumento en el tipo de cambio - de equilibrio a largo plazo y en el nivel de precios a largo plazo. Por consiguiente, el tipo de cambio se depreciará inmediatamente, en la proporción:

$$de/dh = 1 + 1/\theta\lambda$$

teniendo en cuenta que  $d\bar{e} = d\bar{p} = dh$  debido a la neutralidad del dinero a largo plazo.

El tipo de cambio a corto plazo se desborda, es decir, se eleva en una mayor proporción que el incremento en el tipo de equilibrio a largo plazo. Este resultado lo representamos en la anterior figura, donde se muestra que el incremento monetario desplaza hacia arriba la función de equilibrio del mercado de activos (así como la función de equilibrio del mercado de bienes, que no se dibuja) en proporción al incremento registrado en la cantidad de dinero. A corto plazo, el nivel de precios está dado y, por lo tanto, para obtener el equilibrio en el mercado de activos, el tipo de cambio debe depreciarse hasta el punto  $Q''$ , es decir, debe desbordarse. El desbordamiento es el resultado de la exigencia de que el interés diferencial sea igual a la tasa anticipada de apreciación. Así, el tipo spot tiene que ser mayor que el tipo de equilibrio a largo plazo para que se obtenga una expectativa de apreciación.

La magnitud del desbordamiento viene determinada por los parámetros estructurales. Sustituyendo en

$$de/dh = 1 + 1/\theta\lambda \quad de \ddot{\theta} = \frac{1}{2}\pi(\sigma/\lambda + \delta) + \frac{1}{2}[\pi^2(\sigma/\lambda + \delta)^2 + 4\pi\delta/\lambda]^{1/2}$$

se tiene:

$$de/dh = 1 + 1 / \left\{ \pi (G + \delta \lambda) (2 + [\pi^2 (G + \delta \lambda)^2 / 4 + \pi \delta \lambda]^{1/2} / 2) \right\}$$

En consecuencia la magnitud del desbordamiento es mayor cuanto menor sea el precio y las elasticidades-interés de la demanda agregada y cuanto menor sea la elasticidad-interés de la demanda de dinero.

El punto interesante de esta función es el hecho de que parámetros no relacionados con el mercado monetario -como elasticidades-precio o las elasticidades-interés del gasto agregado- aparecen como determinantes del ajuste a corto plazo del tipo de cambio. Ello es un reflejo de las expectativas racionales, puesto que el desbordamiento inicial y la trayectoria subsiguiente de la apreciación se determinan conjuntamente por todo el sistema.

En el punto  $Q''$  existe un exceso de demanda de producción interna tanto debido a los menores tipos de interés como a un menor precio relativo de nuestros bienes. El exceso de demanda da lugar a una inflación de precios y la economía se ajusta a lo largo de  $A'A'$  hasta que se alcanza el nuevo equilibrio a largo plazo en  $Q'$ .

Concluye con una ampliación del modelo que considera los ajustes de la producción en el corto plazo. La producción es ahora determinada por la demanda y da lugar a la siguiente condición de equilibrio en el mercado de bienes:

$$y = u + \delta (e-p) + v y + Gv + fy^*$$

En términos de las desviaciones del equilibrio a largo plazo se

transforma en:

$$y - \bar{y} = \delta (e - \bar{e}) \delta (p - \bar{p}) + v (y - \bar{y}) - G (r - r^*)$$

Manteniendo nuestros supuestos sobre la formación de las expectativas del tipo de cambio, podemos hacer uso de las ecuaciones  $r = r^* + u$  y  $p - \bar{p} = \lambda \theta (\bar{e} - e)$  para reformular la ecuación del modo siguiente:

$$y - \bar{y} = \bar{\Phi} (p - \bar{p})$$

$$\bar{\Phi} \equiv \left[ \frac{1}{\lambda} (G + \delta/\theta) + \delta \right] / \left[ -v + \frac{\delta}{\lambda} (\delta/\theta + G) \right]$$

La función YY en la figura recoge la condición de equilibrio de los mercados de bienes y de activos expresados en la función.

Para el ajuste de precios suponemos que los precios se elevan en proporción a la desviación de la producción de su nivel de pleno empleo. La función vertical de la figura corresponde al nivel de producción de pleno empleo, para el que los precios son constantes.

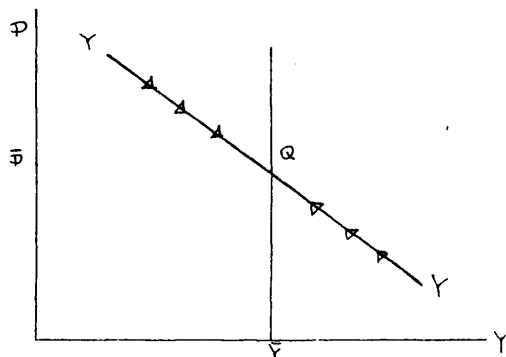


Fig. 5-12

La trayectoria de ajuste para la economía se encuentra a lo largo de YY. Los mercados de bienes y activos se hallan continuamente

te en equilibrio. Cuando los precios son altos, los tipos de interés son altos porque el stock real de dinero es bajo. Así mismo, los tipos de cambio serán relativamente bajos debido a la existencia de una expectativa de depreciación. La combinación de precios elevados y tipos de cambio bajos -es decir, un precio relativamente bajo de las importaciones- implica un reducido nivel de demanda y, por lo tanto, una producción de equilibrio reducida. Si la producción es baja, los precios serán crecientes y la economía se desplazará hacia el equilibrio a largo plazo, Q. Inversamente, cuando los precios son bajos, los tipos de interés serán bajos y los tipos de cambio elevados, de modo que se producirá una expectativa de apreciación. La demanda de bienes internos, y por tanto, la producción, será elevada y los precios serán crecientes.

¿Cómo operará una expansión monetaria en esta estructura ampliada? En la siguiente figura se recoge el efecto de una expansión monetaria en forma de un desplazamiento hacia arriba de la función YY. A largo plazo, una expansión monetaria se refleja totalmente, una vez más, en los precios y en los tipos de cambio. En consecuencia, la función YY se desplazará hacia arriba en proporción a la expansión monetaria. A corto plazo, sin embargo, el nivel de precios está dado. La reducción en el tipo de interés y la depreciación que inmediatamente seguirá darán la demanda de producción interna llevándonos al punto Q"; aquí existe superempleo, y, por lo tanto, presión inflacionista. El proceso continuará hasta que se alcanza el equilibrio inicial en el punto Q'. La expansión monetaria ejerce, pues, sólo un efecto transitorio so-

bre la producción; la expansión de la producción se genera por dos vías; una la reducción de los tipos de interés debida al mayor stock monetario real. La otra vía, estrechamente relacionada con la anterior, es la depreciación del tipo de cambio debida a la depreciación esperada a largo plazo y a la necesidad de equilibrar los rendimientos a nivel internacional.

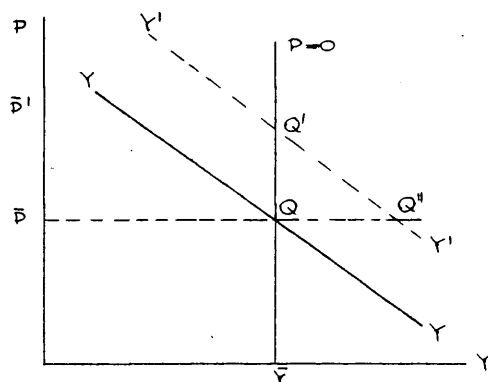


Fig. 5-13

Las expectativas son tratadas también por James C. Ingram (50). - El propósito de Ingram es proveer una explicación verbal del proceso de ajuste en un régimen de tasas de cambio flotantes cuando se toman en cuenta las expectativas cambiarias. El artículo enfoca los procesos económicos reales que ocurren durante la transición de una posición de equilibrio a otra. Comienza con una revisión del bien conocido modelo Mundell/Fleming, subrayando el supuesto de expectativas neutrales en dicho modelo, y apuntando hacia la contradicción entre este supuesto y el supuesto de la per

fecta sustituibilidad entre activos financieros domésticos y extranjeros. En respuesta a una perturbación exógena, los cambios esperados en la tasa de cambio causan movimientos divergentes en las tasas de interés domésticos y mundiales. Esta relación, junto con las diferencias en la velocidad de ajuste en los mercados de activos y de bienes, influencia la evolución del tipo de cambio a través del tiempo. Se provee una explicación para el "overshooting", pero el método de análisis estático-comparativo hace difícil la explicación completa de la secuencia temporal. Queda claro, sin embargo, que el supuesto de expectativas afecta crucialmente la evolución temporal de la tasa de cambio.

Willard E. Witte (51) usa un modelo dinámico de economía abierta con tipos de cambio flexibles y examina las características dinámicas del sistema. Analiza dos políticas. Primero manteniendo un crecimiento constante de la oferta nominal de dinero y segundo - manteniendo un tipo de interés nominal constante. En ambos casos el papel de las expectativas es crucial en el proceso de ajuste.

Respecto al papel de las expectativas en la devaluación Stephen J. Turnovsky ofrece dos importantes trabajos (52) sobre la influencia de los distintos comportamientos de las expectativas en el ajuste de la balanza de pagos hacia el equilibrio.

Una extensión en el modelo de Dornbusch en "Expectations and Exchange Rate Dynamics" lo realiza Charles A. Wilson en su trabajo "Anticipated shocks and Exchange Rate Dynamics" (53). Wilson incluye el caso donde los cambios en la política del gobierno son

anticipados antes de que ocurran.

Guillermo A. Calvo y Carlos Rodríguez tienen una importante aportación en las expectativas con "A model of exchange rate determination under currency substitution and rational expectations" - (54). Este modelo contiene el análisis de la determinación del tipo de cambio en un modelo de dos sectores de una economía abierta y pequeña, con precios flexibles. El análisis postula que los residentes del país mantienen saldos de dinero en moneda nacional y en moneda extranjera y que sus expectativas son racionales. Aunque el modelo desarrollado satisface el postulado de homogeneidad, puede demostrarse que un incremento en la tasa de expansión de la oferta monetaria da lugar inicialmente a una depreciación del tipo de cambio real. A largo plazo, sin embargo, esta variable retorna a su nivel inicial de equilibrio. Calvo y Rodríguez demuestran que si el objetivo es conducir a la economía a lo largo de sendas a través de las cuales las expectativas de los ajustes se realizan, una política que indicase el tipo de cambio nominal a la diferencia entre la tasa de inflación nacional y la del resto del mundo sería incorrecta, excepto en una situación de equilibrio estacionario. Encontramos una réplica a esta teoría en Nissa Liviatan "Monetary Expansion and Real Exchange Rate Dynamics" (55)

Por último citaremos el trabajo de Robert J. Barro "A Stochastic Equilibrium Model of an open Economy under flexible Exchange Rates" (56). Este trabajo analiza varias extensiones como información incompleta.

La evidencia empírica en la hipótesis de las expectativas racionales está emergiendo y es muy temprano para extraer fuertes conclusiones sobre los efectos de las variaciones anticipadas versus las variaciones no anticipadas de la oferta monetaria en el output real y en los precios.

¿Qué ha sucedido en la realidad? Se han realizado varios trabajos empíricos sobre la aplicación del modelo monetario de la balanza de pagos -modelo sencillo en este caso-.

El equilibrio monetario, tanto aquí como en el extranjero, implica un tipo de cambio de equilibrio que puede expresarse como:

$$e = m - m^* - \lambda (y - y^*) + \phi (r - r^*)$$

La teoría predice que un incremento en nuestra renta apreciará el tipo de cambio y que la expansión monetaria o tipos de interés más altos depreciarán el tipo de cambio. Se han estimado ecuaciones como la anterior para Francia en los años 20; Alemania en el periodo de la hiperinflación; Inglaterra, Alemania, Estados Unidos en los años 70. La estimación para el periodo marzo, 1974-mayo, 1978 muestra que los coeficientes tienen el signo esperado, aunque el coeficiente de los tipos de interés no es significativo estadísticamente. La ecuación no es muy satisfactoria.

Hay varias mejoras en la formulación básica. Una primera reconoce que la demanda de dinero está pobremente especificada. No hay reconocimiento de retrasos de ajustes, aunque se han considerado significativos en estudios nacionales de demanda de dinero. La ecuación tampoco incluye un tipo de interés, un tipo sobre los -

depósitos a largo plazo que mida el coste alternativo de mantener dinero en vez de activos a largo plazo.

Se ha formulado una ecuación de la forma siguiente:

$$e = m - m^* + a_0 (e + m^* - m) - 1 - a_1 (y - y^*) + a_2 (r - r^*) + a_3 (r_L - r_L^*)$$

Esta especificación mejora sustancialmente la ecuación al reducir el error standard y al aumentar el Durbin-Watson. El coeficiente retrasado es del signo y magnitud esperados y es significativo estadísticamente. Al mismo tiempo, sin embargo, el ajuste cambia el signo de la diferencial de interés a corto plazo que ahora se vuelve negativo, aunque sigue siendo no significativo. Este cambio de signo se mantiene cuando se usa la estimación de variables instrumentales. De hecho, la estabilidad de los coeficientes con distintas técnicas de estimación ofrece un mayor apoyo a nuestra formulación.

Jeffrey Frankel (57) ha ofrecido una interpretación de este tipo de signo. Argumenta que la ecuación del tipo de cambio de la forma  $\frac{M}{P} v(r, y) = Y$ , es una ecuación de forma reducida de un sistema en el que tenemos tantos efectos reales a corto plazo de cambios monetarios como diferenciales de inflación a más largo plazo. En esta perspectiva un aumento en el tipo a corto plazo tiene que ser asociado a una depreciación para generar una expectativa compensatoria de apreciación. Por contraste, los cambios en la diferencial de interés a largo plazo son un sustituto de los cambios en la diferencial de inflación a largo plazo. La inflación incrementada aumenta, por tanto, los tipos de interés a lar

go plazo y lleva a una depreciación del tipo al contado.(58)

¿Qué efecto produce la Política Monetaria bajo flexibilidad de tipos de cambio?:

A) La Política Monetaria bajo tipos flexibles y alta movilidad de capital funciona no sólo afectando los componentes de la demanda agregada, sensibles al tipo de interés, sino también irá incrementando las exportaciones netas. La política monetaria expansiva depreciará el tipo de cambio, y por tanto, al menos temporalmente, mejorará nuestra competitividad.

B) ¿Mejorará la política monetaria expansiva la cuenta corriente? La ganancia que se consigue en competitividad, al menos transitoriamente, por una política monetaria expansiva, mejorará, sin duda, por sí misma las exportaciones netas y, por lo tanto, aumentará la demanda agregada. Hay, sin embargo, un incremento potencialmente compensatorio en las importaciones que surge de la expansión nacional en la demanda debida a tipos de interés más bajos y, por tanto, un gasto mayor de inversión y consumo. El efecto neto sobre la cuenta corriente permanece incierto, ya que depende de las magnitudes relativas de la disminución en los tipos de interés y la respuesta a los precios relativos. Ciertamente no es una conclusión definitiva que la expansión y la depreciación monetaria deban mejorar la cuenta corriente(excepto cuando los tipos de interés no pueden disminuir respecto del nivel mundial). Sin embargo, en la medida que los efectos de los tipos de interés afecten la interpretación en primer lugar, uno no esperaría que los efectos de absorción adversos sobre la cuenta co-

rriente surgieran antes en comparación con los efectos de precios relativos.

C) La política monetaria tiene un efecto inmediato sobre los tipos de cambio. Un cambio en la cantidad nominal de dinero en el corto plazo es un cambio en la cantidad real de dinero que producirá un cambio en los tipos de interés. Con tipos de interés cambiados y expectativas sin alterar, los tipos al contado tienen que cambiar para mantener los rendimientos en la línea internacional. Si la política monetaria afecta las expectativas del tipo de cambio entonces los ajustes del tipo de cambio tienen que ser aún más pronunciados.

D) La inestabilidad y volatilidad de los tipos de cambio surge de dos fuentes. La primera es la muy baja elasticidad de demanda de dinero respecto del interés que implica que las fluctuaciones en la demanda u oferta de dinero producen grandes fluctuaciones en los tipos de interés, y, por consiguiente, requiere grandes movimientos en los tipos de cambio para mantener los rendimientos a nivel internacional. La segunda fuente es la inestabilidad en las variables exógenas.

E) Los movimientos en los tipos de cambio afectan directamente el nivel de precios de importación y se desbordan en los precios de consumo, al por mayor y de productores. El tamaño y la velocidad de este desbordamiento es una cuestión esencial de la perspectiva de la política monetaria. Mientras el incremento en los precios de importación ayuda a establecer una ganancia en la competitividad es negativo desde el punto de vista de la inflación.

Cuanto más rápido y más sustancial sea el desbordamiento de los precios de importación sobre los precios nacionales, más inflacionista será la política monetaria y menos efectiva con respecto a la demanda agregada.

F) La evidencia empírica indica que los cambios en los tipos de cambio reales y en la competitividad, inducidos por los movimientos en el tipo de cambio nominal persisten por un periodo considerable de tiempo. La reacción de los flujos comerciales y de la inversión directa respecto a estos cambios en los precios relativos tarda, sin embargo, en producirse, de tal modo que el canal de exportaciones netas no puede considerarse como una de las respuestas más rápidas a la política monetaria.

C) Algunas extensiones.

1. La flotación controlada.

El actual sistema de flotación controlada difiere notablemente del sistema de tipos de cambio que existía con anterioridad a 1971 y de las descripciones de los tipos libremente flexibles que aparecen en los libros de texto. Los gobiernos ya no intentan mantener paridades fijas, pero tampoco renuncian a la intervención directa en los mercados de cambio exterior. Podemos decir que la flotación controlada o flotación sucia se diferencia del sistema de paridades ajustables por una frecuencia mayor en las variaciones de los tipos de cambio, por la mayor proporción de peso que se le atribuye al tipo de cambio en los ajustes externos y por la ausencia de una declaración pública de un objetivo

para el tipo de cambio (59).

Podemos resaltar las características del enfoque monetario del tipo de cambio y de la teoría de la balanza de pagos con especial énfasis en un sistema de flotación controlada; seguiremos en algunos aspectos el trabajo de Michael Mussa (60). Primero, de acuerdo con los principios generales del enfoque monetario, los tipos de cambio tienen que ser entendidos más bien como precios relativos de las diferentes monedas nacionales, que como precios relativos de los diferentes productos nacionales. Los tipos de cambio se determinan básicamente por las condiciones de equilibrio entre las demandas de stocks de las distintas monedas nacionales y los stocks disponibles de esas monedas. Segundo, como todo precio formado en un mercado de activos, los tipos de cambio están fuertemente influidos por las expectativas de los poseedores de activos sobre el comportamiento futuro del precio de los activos. Puesto que las autoridades monetarias nacionales pueden ejercer un control importante sobre las ofertas de monedas nacionales, las expectativas relativas al comportamiento de dichas autoridades son fundamentales para el comportamiento de los tipos de cambio. Tercero, aunque tanto el tipo de cambio como el ajuste oficial de balanza son fenómenos monetarios, no lo son exclusivamente. Con frecuencia se producen variaciones en los tipos de cambio inducidas por factores "reales", que operan a través de canales monetarios; y las variaciones de los tipos de cambio tienen visualmente efectos reales que, lógicamente, son competencia del gobierno. Cuarto, los problemas de conflicto

entre políticas que existen en un sistema de tipos fijos son potencialmente atenuados, aunque no eliminados, bajo un régimen de flotación controlada. La relajación del compromiso de mantener paridades fijas permite una mayor independencia en el uso de la política monetaria y fiscal mediante la introducción de un instrumento adicional, el tipo de cambio, aunque los efectos reales no deseados de las variaciones del tipo de cambio limitan la utilidad de dicho instrumento.

La teoría monetaria del tipo de cambio y la balanza de pagos en régimen de flotación controlada es una combinación del enfoque monetario del análisis de la balanza de pagos con tipos fijos y la misma teoría aplicada a los tipos de cambio flexibles. Por lo tanto se basa en la suposición de que la demanda de moneda es una función estable de un número limitado de variables independientes, al menos para periodos de uno o dos años. En un sistema de tipos fijos, el gobierno se compromete a comprar o vender moneda extranjera para mantener el valor a la par de la moneda nacional, el componente exterior que es fuente de la oferta de moneda tiene carácter endógeno. En régimen de tipos libremente flexibles, el componente exterior de la oferta de moneda es fijo. Así pues, si hay variación en cualquiera de las variables independientes de la función de la demanda de moneda, o en el componente crediticio interno de la oferta de moneda, el equilibrio no puede conseguirse con el ajuste inducido del componente externo de la oferta de moneda, sino por ajustes del tipo de cambio. En un régimen de flotación controlada el mecanismo de ajuste es

una combinación de esas dos teorías simples. Bajo este régimen, las autoridades monetarias intervienen activamente en el mercado de cambio exterior para controlar las fluctuaciones de los tipos de cambio, pero no intentan mantener fijos los tipos. Un cambio en la demanda de moneda en relación a la oferta disponible de las fuentes de créditos internas presionará sobre el tipo de cambio, y las autoridades monetarias deberán decidir en que medida compensar tal presión con variaciones en el tipo de cambio y en que medida con variaciones en la reserva de divisas. Es la magnitud del desequilibrio monetario inicial la que determina el ajuste total requerido, y a las autoridades corresponde la distribución de ese ajuste entre variaciones del tipo de cambio y de las reservas.

Para los responsables de la política económica, el hecho de que las variaciones del tipo de cambio tenga efectos reales, hace que tales variaciones entren a formar parte de las preocupaciones de la política gubernamental. Esto implica que los gobiernos pueden usar el tipo de cambio como instrumento de política económica. Durante algún tiempo esa posibilidad ya fue reconocida; así, durante los años treinta, algunos gobiernos devaluaron con la esperanza de estimular la producción y el empleo nacionales. Los conflictos se plantearon porque cada uno quería devaluar en relación a todos los demás. El problema, sin embargo, no es una consecuencia inevitable del sistema de flotación controlada. Ciertamente un sistema de flotación controlada ofrece mayores posibilidades de evitar ese tipo de conflictos que un sistema de tipos -

fijos. Bajo este último sistema el conflicto puede aparecer siempre que un gobierno adopte una postura expansiva y otra contractiva, lo que se traduce en una tensión sobre la balanza de pagos con salida de reservas desde el país de políticas monetarias y fiscales expansivas hacia el país que practica las políticas contrarias y con flujos de reservas interfiriendo en las de ambos. Bajo un régimen de tipos flexibles la fuente de conflicto puede ser eliminada permitiendo que se deprecie la moneda del país expansionista en relación a la del otro. El conflicto puede plantearse cuando dos países quieren aumentar la producción y el empleo o reducir la inflación simultáneamente, y cuando uno usa el tipo de cambio para conseguir tales objetivos.

La posibilidad de que se planteen conflictos entre las políticas exige la coordinación de las mismas. Lo que el enfoque monetario aporta a la coordinación es una más clara comprensión de las políticas que deben coordinarse. En particular, para evitar el problema de la depreciación competitiva, típico de los años treinta suele sugerirse que los gobiernos lleguen al acuerdo de no intervenir contra su propia moneda en el mercado de cambio exterior. Lo que el enfoque monetario sugiere es que esa norma es fundamentalmente inadecuada. Lo que importa es la oferta de dinero, y no si esa oferta de dinero se crea comprando activos nacionales o extranjeros. Un gobierno puede provocar la depreciación de su moneda tanto haciendo que su banco central compre bonos nacionales como moneda extranjera. Así, la coordinación de la política económica lo que básicamente requiere es la coordinación de las po-

líticas monetarias. Las políticas fiscales son también relevantes en la medida en que son financiadas con la creación de dinero o influyen sobre la demanda de éste.

Un intento de modelización en el que comprobemos el papel de la intervención en el mercado de divisas por parte del gobierno en un régimen de flotación controlada nos lo ofrece Dornbusch (61). Este trabajo de Dornbusch está basado en la experiencia reciente de países como Israel, España y Latinoamérica, con el hecho de que una desinflación monetaria provoca con rapidez una apreciación real, desempleo y creación de dinero inducida por la intervención en los cambios. La existencia de flujos de capital y de creación de dinero inducida que amenazan los intentos de desarrollar una política de estabilización, suscita la necesidad de estudiar la interacción de la estabilidad y la intervención.

Se investiga el proceso de ajuste ante una reducción en la tasa de creación de crédito interno en una economía abierta y con tipos de cambio flexibles. La estructura del análisis se basa en las expectativas racionales con respecto a los tipos de interés, la inflación y la depreciación. La característica especial del modelo es el papel de la intervención en el mercado de cambios y la endogeneidad resultante de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero. Utiliza primero un modelo siguiendo el enfoque de mercado de activos, con una intervención en el mercado de cambios que va contra corriente y con movilidad finita del capital. El modelo se emplea para investigar el proceso de ajuste a una reducción sostenida en la tasa de creación de crédito interno.

La producción se determina por la demanda y depende de los precios relativos y del tipo de interés real. Las fuentes de la inflación se encuentran en las desviaciones de la producción de un nivel de pleno empleo y en la creación de dinero. Los tipos de interés nominales quedan determinados por la renta real y el stock monetario real, según el mecanismo habitual de una curva LM. Se analizan primero las ecuaciones estructurales, la dinámica y por último el proceso de ajuste ante una variación en la creación de crédito. Comprobando que una reducción en la tasa de creación de crédito reducirá, a largo plazo, la inflación y la depreciación. Transitoriamente, sin embargo, se generará desempleo como consecuencia de que el tipo de cambio real se apreciará inicialmente en respuesta a una diferencial del tipo de interés originado por la política antiinflacionista. ¿Puede evitarse el desempleo y la apreciación real transitorios? Liviatan ha propuesto un impuesto igualador sobre los flujos de capital que eliminaría el incentivo a realizar importaciones de capital en el periodo transitorio. Una alternativa, para el creyente en los modelos de expectativas racionales tal como se han expuesto aquí, consistiría en un incremento único del stock nominal de dinero junto con una menor tasa de crecimiento. Es evidente que resulta difícil persuadir al público en el sentido de que el verdadero camino hacia la estabilización pasa por un aumento de la cantidad de dinero.

En el modelo extendido, tanto el tipo de interés real como el tipo de cambio real son determinantes de la demanda agregada. La

complicación esencial de este modelo surge de la relación existente entre la balanza de pagos, el crecimiento monetario, la depreciación y la inflación. Una apreciación, al elevar el crecimiento monetario, aumenta las expectativas inflacionistas, reduce el tipo de interés real, y, por lo tanto, aumenta la demanda agregada. Este modelo ampliado destaca la importancia del coeficiente de intervención. La interacción de la intervención, el crecimiento monetario y las expectativas inflacionistas, hace del coeficiente de intervención un parámetro clave. Una fuerte intervención implicará la existencia de pequeñas diferencias en el tipo de interés, pequeños flujos de capital, y, por lo tanto, escasa creación de dinero exterior. El otro aspecto que ha de recalcar-se, y que decididamente es una característica especial del modelo, es la relación directa que existe entre el crecimiento monetario y la inflación.

## 2. El sistema de crawling-peg.

Es importante incluir en este apartado, aunque sea brevemente, el enfoque monetario bajo el régimen del llamado crawling-peg.

El crawling-peg o tipo fijo rentable ha sido utilizado, por ejemplo, por Brasil e Israel. En este caso en vez de hacer cambios ocasionales importantes, alteran sus tipos fijos en cantidades muy pequeñas, pero a intervalos frecuentes. Un buen estudio de la aplicación del enfoque monetario de la balanza de pagos al sistema de crawling-peg es el realizado por Mario I. Blejer y Leonardo Leiderman "A Monetary Approach to the Crawling Peg System: Theory and Evidence" (62).

Blejer y Leiderman desarrollan un modelo de análisis de la determinación del tipo de cambio, reservas internacionales y el índice de inflación bajo un sistema de crawling-peg. El modelo consta de una parte teórica y otra de contrastación empírica. En la primera sección presenta un modelo básico partiendo del equilibrio monetario en un país pequeño, en que los precios de los bienes comerciados son exógenamente determinados y los no comerciados que si responden, a corto plazo, a las variables monetarias internas. La relaciones básicas del sector monetario son:

$$M_s = a (R + D)$$

$$M_A = P m_d$$

$$m_d = f (y, \pi^e)$$

Donde  $M_s$  es la oferta nominal de dinero interno,  $a$  es el multiplicador monetario,  $R$  son las reservas que posee el banco central,  $D$  es el crédito interno componente de la base monetaria,  $M_d$  es la demanda nominal de dinero,  $P$  el índice de precios incluidos los bienes comerciados y no comerciados;  $m_d$  es la demanda real de dinero, asumido como una función de renta real, y del coste alternativo de posesión de dinero, puesto como  $\pi^e$  el tasa de inflación esperada.

Sobre estas relaciones básicas estudia primero la tasa interior de inflación y la balanza de pagos. La inflación interna y la balanza de pagos son función de la inflación mundial, política del tipo de cambio y del tipo del exceso de flujo ex ante de oferta monetaria. Cuando los bienes no comerciados están ausentes o, cuando los precios no son sensitivos a los desequilibrios moneta

rios el modelo es similar a la formulación básica para el largo plazo del enfoque monetario.

El modelo continua analizando la endogeneidad del tipo de cambio en un sistema de crawling-peg. De hecho excepto en un sistema de total flexibilidad de los tipos de cambio (o flotación controlada) el tipo de cambio es utilizado como un instrumento de política. El modelo analiza el funcionamiento dinámico del sistema para proseguir con un estudio empírico de utilización del sistema en Brasil desde 1968-1977.

Resumiendo el trabajo de Blejer y Leiderman podemos concluir. De acuerdo con el modelo, una economía abierta que determina un tipo de cambio a través de la adopción de la pasividad del poder adquisitivo puede escoger el índice de inflación independientemente del resto del mundo. En la medida en que las disparidades del poder adquisitivo crecen porque el ajuste total del tipo de cambio no es instantáneo tendrá lugar equilibrando los flujos de reservas internacionales. El modelo es capaz de generar desviaciones a corto plazo de la paridad del poder adquisitivo que ocurre simultáneamente con los movimientos de reservas internacionales y del tipo de cambios.

El marco teórico de este modelo puede ser usado para analizar los efectos de la política monetaria interna y de la inflación externa en una economía de crawling-peg. Por ejemplo el modelo muestra que un crecimiento en la creación de crédito interno tenderá generalmente a hacer crecer la inflación interna, reduce la

reservas internacionales y deprecia el tipo de cambio. El camino exacto del ajuste dependerá del número de parámetros incorporados explícitamente en el modelo. Por ejemplo la mayor velocidad de ajuste del tipo de cambio a las disparidades del poder adquisitivo, el mayor efecto impacto de las variables monetarias internas sobre el índice de inflación y en menor medida, un efecto impacto sobre la balanza de pagos. Igualmente, las variables monetarias internas tendrán un mayor impacto sobre la inflación interna y un menor impacto sobre la balanza de pagos, la mayor participación de los bienes no comerciables en los gastos y la más alta elasticidad del precio relativo de comerciables/no comerciables con respecto a sus variables monetarias.

### 3. El mercado negro.

Es necesario añadir a estos dos casos, flotación controlada y crawling-peg, aunque solo sea brevemente, la utilización del enfoque monetario para el estudio del mercado negro. Seguiremos dos trabajos importantes en este ámbito, el de Mario I. Blejer "Exchange Restrictions and the Monetary Approach to the Exchange Rates" (63) y el de Sanjeer Gupta "An Application of the Monetary Approach to Black Market Exchange Rates" (64).

Blejer presenta una extensión del enfoque monetario del tipo de cambio que analiza la experiencia de países donde la presencia de restricciones al cambio lleva al desarrollo de un mercado negro de divisas. En él presuponemos que en esos casos el tipo de cambio en el mercado negro está determinado libremente por la fuerza del mercado y responde a desequilibrios en el mercado mo-

netario doméstico, mientras que el tipo de cambio oficial está -  
determinado administrativamente por el gobierno, respondiendo a  
una función de reacción que puede derivarse de una condición de  
maximizar la utilidad. El modelo de Blejer (66) Sheikh (67) y -  
Culbartson (68), considera la importancia de factores monetarios  
en la determinación del equilibrio del tipo de cambio en el mer-  
cado negro y de su tasa de depreciación. En este trabajo Blejer  
presenta un modelo en el cual la conducta de las variables mone-  
tarias es el principal factor en que se basa la conducta del ti-  
po de cambio del mercado negro. Blejer considera el mercado ne-  
gro como una salida para transacciones de capital excluidas del  
mercado oficial. En otras palabras, el dinero extranjero es com-  
prado y vendido en el mercado negro porque el público desea alte-  
rar la composición de su cartera de activos financieros y no con  
el propósito de emprender compras y ventas internacionales de -  
productos. Eso ocurre porque la mayor parte de las operaciones -  
por cuenta corriente se canalizan realmente a través del mercado  
oficial. No considera los efectos del contrabando pues supone -  
que no hay controles estrictos en el sector del comercio exte-  
rior. Supone un país pequeño, el precio internacional de sus mer-  
cancías se determina exógenamente, concede un margen a la exis-  
tencia de bienes no comerciados, definidos como aquellos cuyo -  
precio responde, por lo menos a corto plazo, a desequilibrios mo-  
netarios domésticos. También supone pleno empleo y que el dese-  
quilibrio monetario no afecta a la tasa de crecimiento de los in-  
gresos reales.

Al inicio del modelo se utilizan las relaciones básicas del sector monetario, las mismas que vimos en el sistema de crawling-peg; al mismo tiempo en una economía pequeña abierta con tipos de cambio fijos, la oferta de dinero es, de hecho una variable endógena más allá del control de la autoridad monetaria. A continuación se estudia la tasa doméstica de inflación que es medida como una media ponderada de la tasa de variación de los precios, de bienes comerciados y no comerciados.

El tipo de cambio del mercado negro se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de moneda extranjera, en dicho mercado. Las principales fuentes de oferta de moneda extranjera al mercado negro son los ingresos procedentes de la sobrefacturación de las importaciones y de la subfacturación de las exportaciones, así como los ingresos procedentes del turismo. El principal incentivo para la sobrefacturación y la subfacturación lo proporciona la diferencia entre los tipos de cambio en el mercado oficial y el negro. Cuanto mayor sea la diferencia, mayor será la posibilidad de obtener beneficios, y mayor también el incentivo para defraudar el sistema. Esto lleva a una desviación de transacciones de un mercado a otro que ni siquiera una red amplia de control es capaz de cortar. Las discrepancias entre los tipos de cambio del mercado oficial y el negro aumenta, asimismo, la oferta de moneda extranjera al mercado negro por extranjeros, puesto que esta diferencia tiende a estimular el flujo de visitantes al país.

Excepto en presencia de fluctuación libre, el tipo de cambio ofi

cial es considerado por los gobiernos como un instrumento político y sus fluctuaciones generalmente, siguen a decisiones políticas. Esto parece ser particularmente cierto en aquellos casos en que la interacción de las fuerzas del mercado en el mercado oficial es restringida por controles de cambio. Es probable, por tanto, que se tomen decisiones políticas respecto al tipo de cambio como resultado de algún tipo de función de reacción encaminada a maximizar una función de utilidad del gobierno.

En un modelo como el expuesto por Blejer el tipo de cambio del mercado negro se depreciará más deprisa cuanto más alta sea la tasa doméstica de expansión del crédito en relación con los aumentos en la demanda de saldos reales y se depreciará más despacio cuanto más alta sea la tasa de inflación mundial. El equilibrio se mantendrá en este sistema cuando la autoridad monetaria expanda la oferta monetaria al ritmo necesario para satisfacer el crecimiento de la demanda real y para reemplazar el valor depreciado de las existencias nominales. Esto se logra cuando el exceso "ex ante", en la oferta-flujo de dinero, es igual a la tasa de inflación mundial, es decir, cuando los componentes exógenos de la oferta monetaria, el crédito doméstico y el multiplicador de dinero, se expanden a un ritmo que excede el crecimiento de la demanda de saldos reales en una cantidad igual a la tasa de inflación mundial. En ese caso la tasa de inflación doméstica no se separará de la tasa mundial. La balanza de pagos estará en equilibrio y los tipos de cambio, tanto oficial como del mercado negro, se mantendrán constantes.

Blejer realiza la aplicación empírica del modelo para los casos de Brasil, Chile y Colombia. Estos tres casos apoyan la hipótesis derivada del modelo teórico. En particular, el tipo de cambio del mercado negro parece resultar afectado significativamente por el exceso de oferta de dinero presente y por la misma variable con el intervalo de un año. De los valores de los coeficientes estimados podemos concluir que casi todos los desequilibrios "ex ante" del mercado de flujos de dinero se transmiten al tipo de cambio del mercado negro en el periodo de dos años.

El modelo de Gupta "An Application of the Monetary Approach to Black Market Exchange Rates" difiere en algunos puntos del de Blejer. Gupta considera las relaciones entre el mercado negro y el contrabando, no tratado por Blejer. Destaca la importancia de controles sobre la cuenta de capital y las restricciones al comercio exterior impuesto por diferentes países, en especial para los países en vías de desarrollo. En el modelo de Gupta, el equilibrio de la tasa de cambio del mercado negro se determina por las condiciones del equilibrio de stock. Se permite una posible interacción entre contrabando y mercado negro de moneda extranjera. Las estimaciones empíricas sugieren que la expansión monetaria doméstica y el precio mundial del oro, agregados a otros factores, tienen una influencia significativa sobre la tasa de cambio de mercado negro en la India.

Bibliografía Capitulo V.

- (1) Confrontar Michael Mussa "Tariffs and the Balance of Payments: A Monetary Approach", en J.A.Frenkel y H.G.Johnson eds. The Monetary Approach to the Balance of Payments. Londres 1976, pag. 187-227.
- (2) Ref. Harry G.Johnson "The Monetary Approach to the Balance of Payments" Londres 1976, pag. 152-156.
- (3) La ilusión monetaria tiene gran importancia en el problema del ajuste de la Balanza de Pagos. Lo veremos con más detenimiento en el siguiente apartado.
- (4) Harry G.Johnson op. cit. pag. 155.
- (5) Ver Robert A.Mundell "Movilidad del capital y política de estabilización con tipos de cambio fijos y con tipos de cambio flexibles" en Richard Caves y Harry Johnson Editores. Ensayos de economía internacional, Amorrortu, Buenos Aires, 1972.
- (6) cfr. Rudiger Dornbusch "Capital mobility and portfolio balance" The Political Economy of Monetary Reform, 1977 ed. R.Z. Aliber, Londres Macmillan Press Ltd. Co. y "Open Economy - Macroeconomics" Basic Books, Inc 1980.
- (7) Robert A.Mundell "International economics" Macmillan Publishing Co. Nueva York 1968.
- (8) R.Mckinnon y W.Dates "The implications of international economic integration for monetary fiscal and exchange rate policy" Princeton studies in international finance, nº 16, 1966 Princeton: Princeton University Press.
- (9) M.Fleming "Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates" IMF Staff papers 1949.
- (10) Por el momento olvida la existencia de un sistema bancario y se omite la distinción entre los saldos nominales y los saldos reales puesto que los precios se supondrán dados y constantes.
- (11) Manuel Guitian "Credit versus Money as an Instrument of control" en International Monetary Fund The Monetary Approach to the Balance of Payments, Washington D.C. 1977 pag. 227.
- (12) Milton Friedman "A program for Monetary Stability" Nueva York 1959.
- (13) Robert A.Mundell "International Economics" Macmillan 1968.
- (14) Al citar el trabajo de Guitian se pretende destacar la im-

portancia del crédito interno. El modelo de Guitian y el de Dornbusch mantienen diferencia, aunque dentro del enfoque monetario. Recordemos que Dornbusch habla de precios dados, igualdad de tipos de interés y sustitución perfecta y tipos de cambio fijos.

- (15) P.Kouri y M.Porter "International capital flows and portfolio equilibrium" Journal of Political Economy 1974.
- (16) Alexander K.Swoboda "Monetary policy under fixed exchange rates: the effectiveness, speed of adjustment and proper use" Económica 1973, pag. 136-54.
- (17) Podría parecer, en un principio, que tratar puntos como el B como cuasi-equilibrio viola la ley de Walras. Ya que ¿cómo puede existir un desequilibrio en el mercado de divisas cuando los mercados de bienes y dinero están en equilibrio? La respuesta reside en que un flujo de exceso de demanda de divisas. Las autoridades impiden que este desequilibrio afecte al mercado de bienes y dinero absorbiendo el flujo el exceso de oferta de títulos, al tipo de interés existente a través de sus operaciones neutralizadoras y ofreciendo divisas el tipo de cambio existente a través de sus operaciones estabilizadoras.
- (18) Swoboda está tratando, en este caso, los ajustes en una aproximación tipo flujo como una versión especial de la de ajuste stock, dependiendo la sensibilidad respecto al tipo de interés de los flujos, en parte, de la rapidez a la que se realiza el ajuste en las carteras de activos.
- (19) Para una explicación más detallada de estos puntos véase - Alexander K.Swoboda "Equilibrium and Macro Policy under Fixed Exchanges", The Quarterly Journal of Economics nº 342, febrero 1972, pag. 162-171.
- (20) Alexander K. Swoboda "Interpretaciones Monetarias de la Transmisión y Generación de la Inflación Mundial" Revista Española de Economía, septiembre-diciembre 1976, Año VI nº3 pag. 327-271.
- (21) G.C.Archibal y R.G.Lypsey "monetary and value Theory: a Critique of Lange and Patinkin" en Review of Economic Studies octubre 1958.
- (22) Ira P.Kaminow "Economic Stability under Fixed and Flexible Exchange Rates" Journal of International Economics, v1 9 nº2, mayo 1979 pag. 277-285.
- (23) Jacob A.Frenkel y Carlos A.Rodríguez "Equilibrio en la selección de activos y Balanza de Pagos:Un enfoque monetario" Revista Española de Economía. septiembre-diciembre 1976, Año VI, nº 3, pag. 420-444. Publicado en The American Economic

Review, septiembre 1975.

- (24) De modo preciso estas hipótesis se confinan en el caso en que las autoridades monetarias mantienen una proporción rígida entre el acervo de dinero y las reservas internacionales y no siguen políticas crediticias y de esterilización independientes. Las hipótesis pueden fácilmente acomodarse al caso en que cambia la ratio de composición de los activos del Banco Central. Para una estructura del análisis de efectos de los cambios de la ratio de composición véase el artículo de Johnson citado en este apartado "The Monetary Approach to Balance of Payments Theory".
- (25) Este punto de vista sobre la función y determinación del tipo de cambio se encuentra en franco contraste con la popular noción de que el mismo se determina en un mercado de flujos de modo que asegure una balanza de pagos equilibrada. El papel de los stocks en la teoría del tipo de cambio fue reconocido en algunos escritos iniciales, pero notablemente ignorados en enfoques posteriores. El renacimiento del punto de vista de los activos es la consecuencia natural del enfoque monetario.
- (26) Bijan B. Aghevli y Mohsin S. Khan "The Monetary Approach to Balance of Payments Determination: An Empirical Test" En The Monetary Approach to the Balance of Payments. International Monetary Fund Washington, D.C. 1977, pag. 275-290.
- (27) J. J. Polak and Lorette Boissonneault "Monetary Analysis of Income and Imports and Its Statistical Application" International Monetary Fund Staff Papers. vl 7, abril 1960.
- (28) J. Richard Zecher "Monetary Equilibrium and International Reserve Flows in Australia" en Frenkel y Johnson (editores), The Monetary Approach to the Balance of Payments, George Allen and Unwin Ltd. Londres 1976 pag. 287-297.
- (29) Donna L. Beam "International Reserve Flows and Money Market Equilibrium: The Japanese case" en Frenkel y Johnson editores, The Monetary Approach to the Balance of Payments, George Allen and Unwin Ltd. Londres 1976, pag. 326-337-
- (30) Giuseppe Tullio "The Monetary Approach to external Adjustment: A case Study of Italy" Macmillan Press Ltd. 1981.
- (31) Manuel Guitian "La balanza de pagos como fenómeno monetario: evidencia empírica en España" Revista Española de Economía mayo-agosto 1975, Año V nº 2 pag. 53-73.
- (32) Jacob A. Frenkel "A monetary approach to the exchange rate: Doctrinal aspects and empirical evidence" Scandinavian Journal of Economics, 78 nº 2, mayo 1976 pag. 200.

- (33) Harry G. Johnson "The Monetary Theory of Balance of Payments Policies" en Frenkel y Johnson "The Monetary Approach to the Balance of Payments" Londres 1976, pag.281.
- (34) Relacionado con este tema se puede confrontar:  
David Ricardo "Replay to Mr.Bosaquet's practical observations on the report of the Bullion Committee" Londres 1811. In Economics Essays by David Ricardo, Editado por Ec.C.Connor Kelley, Nueva York 1970; G.Haberler "The Theory of International Trade. William Hodge and Co., Londres 1936; y J.Viner, "Studies in the Theory of International Trade". - Harper and Bros, Nueva York 1937.
- (35) Interesa destacar que la introducción de la función de preferencia de liquidez que hace hincapié en el papel de los mecanismos de activos y que caracteriza buena parte de la revolución Keynesiana en el análisis macroeconómico de la economía cerrada, no se extendió a las versiones populares de las teorías Keynesianas de la balanza de pagos. El análisis Keynesiano de la balanza de pagos resalta el flujo circular de los ingresos, el multiplicador del comercio exterior y, en su versión popular, ignora en gran medida el papel del dinero y otros activos. Son una notable excepción el trabajo de L.A.Metzler "The Process of international adjustment under conditions of full employment: a Keynesian view". In R.E.Carves y H.G.Johnson (eds) Readings in International Economics Irwin Homewood, III 1968 pag. 465-486.
- (36) Sobre las diferencias entre los modelos Flow y análisis Stock-flow ver Ronald Shone "The Monetary Approach to the Balance of Payments: Stock-Flow Equilibria" Oxford Economics Papers, vl. 23, July 1980 nº 2 pag. 200.
- (37) Ver Rudiger Dornbusch "Política monetaria bajo flexibilidad del tipo de cambio" Cuadernos económicos de I.C.E. nº 17, - 1981, pag. 13.
- (38) La literatura del enfoque monetario ha usado predominantemente la prima a plazo más que la diferencial de interés. - Dornbusch considera que la base teórica es la idea de que la sustitución es más relevante entre las monedas nacionales y extranjeras que entre dinero y bonos.
- (39) Robert A.Mundell "Movilidad del capital y política de estabilización con tipos de cambio fijos y con tipos de cambio flexibles", en Richard Caves y Harry G.Johnson (eds) Ensayos de economía internacional Amorrortu editores, Buenos Aires 1972, pag. 528.
- (40) Recogido en M.Fleming "Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates" IMF staff papers, - noviembre 1962 y R.A.Mundell International Economics, Macmillan Publishing Co. Nueva York 1967.

- (41) Seguiremos en estos puntos los trabajos de Rudiger Dornbusch "Open Economy Macroeconomics" Basic Books Inc 1980, pag. - 199-202 y Rudiger Dornbusch y Paul Kraugman "Flexible Exchange Rates in the Short Run" Brookings papers on economic activity, nº 3 1976, pag. 537-577.
- (42) William H. Branson "Exchange rate dynamics and monetary policy" en Assar Lindbeck (editor) Inflation and Employment in open Economics Nort Holland 1979, pag 189, se trata de una versión resumida del conocido trabajo de Branson "Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination in sozialwissens chaftliche Amalen der Instituts für Höhere Studien (Vienna 1977).
- (43) Rudiger Dornbusch "A portfolio Balance Model of the Open Economy" Journal of the Monetary Economics, mayo 1975.
- (44) James Tobin and Jorge Braga de Macedo "The Short-run Macroeconomics of Floating Exchange Rates: An exposition" en John Schipman y Charles P. Kindleberger (Editors) Flexible exchange Rates and the Balance of Payments North-Holland 1980. - Ofrecen una buena modelización de las políticas Macroeconómicas, tienen en cuenta el enfoque de cartera siguiendo - unas directrices Keynesianas.
- (45) P. Kouri "The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run: A Monetary Approach" - Scandinavian Journal of Economics, nº 2 1976.
- (46) J.C. Murphy y S.K. Das "Money Illusion and Balance of Payments Adjustments" Journal of Political Economy, vl. 84 nº 1, febrero 1976, pag. 73.
- (47) K.W. Clements "The Monetary Approach to Exchange Rate Determination: A Geometric Analysis" Weltwirts-Chaft-liches Archiv Band 1981 Helf 1 pag. 20.
- (48) Ira P. Kaminow op. cit. pag 283.
- (49) Rudiger Dornbusch "Expectations and Exchange Rate Dynamics" Journal of Political Economy, vl 84 nº 6, diciembre 1976, - pag. 1.161.
- (50) James C. Ingram "Expectations and Floating Exchange Rates" - Weltwirtschaftliches Archiv Band 114, 1978 Helf 3, pag. 422.
- (51) Willard E. Witte "Expectations Monetary Policy rules and Macroeconomic Stability: An alysis of an open economy with flexible exchange rates" Journal of International Economics vl. 11 nº 3, agosto 1981, pag. 379.
- (52) Stephen J. Turnovsky "The effects of devaluation and foreign price disturbances under rational expectations" Journal of

- International Economics vl. 11, nº 1, febrero 1981, pag.33 y en "Expectations and the Dynamics of Devaluation" The review of Economic studies, vl. XLVII, nº 149, julio 1980 pag. 679.
- (53) Charles A. Wilson "Anticipated Shocks and Exchange Rate Dynamics" Journal of Political Economy, vl. 87, nº 3, junio 1979 pag. 639.
- (54) Guillermo A. Calvo y Carlos Rodríguez "A model of exchange rate determination under currency substitution and rational expectations" Journal of Political Economy, 1977. vl. 85 nº 3.
- (55) Nissan Liviatan "Monetary Expansion and Real Exchange Rate - Dynamics" Journal of Political Economy vl. 89 nº 6, diciembre 1981, pag. 1.218.
- (56) Robert J. Barro "A Stochastic Equilibrium Model an Open Economy Under Flexible Exchange Rates" The Quarterly Journal of Economics vl. XCII, febrero 1978 nº 1, pag. 149.
- (57) Jeffrey Frankel "On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials" American Economic Review. septiembre 1979.
- (58) Para ver los distintos resultados producidos por la puesta en práctica de los tipos de cambio flexibles en las distintas economías puede verse: Jacob A. Frenkel "Flexible Exchange Rates, Prices, and the Role of News: Lesson from the 1970s" Journal of Political Economy, vl. 89 nº 4, agosto 1981. Richard H. Cooper, Petre B. Kenen, Joge Braga de Macedo y Jacques van Ypersele Editores: "The International Monetary System under Flexible Exchange Rates, Global, Regional and National" Ballinger Publishing Company 1982. H. Fournier y J. E. Wadsworth "Floating Exchange Rates The Lessons of Recent Experience" Shjthoff Leyden SUERF 1976 y John S. Chipman P. - Kindleberger Editores "Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments" Studies in International Economics, nº 7, North Holland 1980.
- (59) A. Farber, R. Roll y B. Solnik compararon la distribución de variaciones en los tipos de cambio bajo tipos fijos (1957-1971) y flotantes (1971-75) para 17 países desarrollados. Encontraron que la distinción adecuada en los 60 y los 70, no era entre tipos fijos y flotantes sino entre ajustes grandes e infrecuentes y ajustes pequeños y frecuentes, de éstos. Debido a que las distribuciones obtenidas empíricamente no son normales para todos estos países, una comparación entre desviaciones standard no resume adecuadamente las diferencias entre las clases de tipos de cambio. Cfr. A. Farber, R. Roll y B. Solnik "An empirical Study of Risk under Fixed and Flexible Exchange Rates". En K. Brunner y A. Meltzer eds. Stabilization

of Domestic and International Economy. Suplemento del Journal of Monetary Economics vl. 5 1977, pp. 235-266.

- (60) Michael Mussa "The Exchange Rate, The Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy under a Regime of Controlled Floating" Scandinavian journal of economics 1976, vl 2, pag 229-249.
- (61) Rudiger Dornbusch "Open Economy Macroeconomics" Basic Books New York 1980, pag. 215-235. Dornbusch en este apartado sigue el modelo de tipos de cambio flexibles que se centra en la imperfecta sustituibilidad entre los valores de un país y los extranjeros, y consideran la composición de las carteras como una causa importante de los movimientos del tipo de cambio pero difiere de los trabajos de Kouri, Branson, Calvo y Rodriguez etc.. en que en lugar de expresar la movilidad imperfecta del capital como la instantánea, pero imperfecta, sustituibilidad entre los valores internos y extranjeros, adopta el antiguo enfoque que se centra en los flujos del capital originados en respuesta a las diferencias en los tipos de interés, La teoría es menos diáfana que los enfoques de los saldos de carteras, pero recibe un nivel de apoyo empírico.
- (62) Mario I. Blejer and Leonardo Leiderman "A Monetary Approach to the Crawling-Peg System: Theory and Evidencia" Journal of Political Economy, vl.89 nº 1m febrero 1981, pag.132-151.
- (63) Mario I. Blejer "Exchange Restrictions and the Monetary Approach to the Exchange Rate" en Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson (Eds) The Economics of Exchange Rates: Selected Studies. Adison-Wesley Serues in Economics. Reading 1978, pp. 117-128. Existe traducción al castellano en la Revista ICE nº 572, abril 1981, pag. 97.
- (64) Sanjeer Gupta "An Application of the Monetary Approach to Black Market Exchange Rates" en Weltwirtschaftliches Archiv Band 116 Heft 2 1980, pag. 235-252.
- (65) Martin Bronfeubrenner "Price Control under Imperfect Competition" American Economic Review 37, 1 marzo 1974, pag. 107-120.
- (66) Michael Michaely "A Geometrical Analysis of Black Market Behavior" American Economic Review, septiembre 1954, pag. 627-637.
- (67) M.A. Sheikh "Black Market for foreign Exchange, Capital Flows and Smuggling" Journal of Developments Economics, marzo 1976 pag. 9-26.
- (68) William P. Culbertson "Purchasing Power Parity and Black Market Exchange Rates" Economic Enquiry, mayo 1975, pag.287-296

20

CONCLUSIONES

1.- El enfoque monetario de la Balanza de Pagos es, sin lugar a dudas, una importante aportación al campo de la política económica, sobre todo para entender los mecanismos fundamentales a través de los cuales se alcanza el equilibrio de las cuentas exteriores de una economía abierta. Considera que la Balanza de Pagos es esencialmente un fenómeno monetario, pero no única y exclusivamente monetario, en el sentido de que considera también otros aspectos. No se sitúa, por lo tanto, en la exposición extrema de considerar que sólo el dinero importa. En ese sentido se puede añadir que debe mucho a la aplicación del cuantitativismo o neo-cuantitativismo a los problemas internacionales.

De aquí no se puede deducir que se trate de un enfoque netamente monetarista, es mejor describirlo como monetario. Nos dice que los cambios en la política monetaria son la única solución para los problemas de la Balanza de Pagos, pero sí afirma que la política que agrava u olvida las implicaciones monetarias de los déficit o superávit no tendrán éxito en sus objetivos declarados. Ejemplo claro lo tenemos en la presión del Fondo Monetario Internacional, en el cambio de orientación de la política adoptada por el Gobierno Británico después del fracaso de la devaluación de 1967. Es importante la afirmación de uno de los defensores del enfoque Michael Mussa: "Decir que algo es un fenómeno esencialmente monetario, es decir que el dinero juega un papel vital pero no significa que únicamente el dinero importa". Definir el

papel del dinero como "vital", desgraciadamente no es particularmente esclarecer, aunque el requisito añadido reduce -- el alcance de formar significados, excluyendo implícitamente la interpretación extremista.

- 2.- Entre las principales aportaciones para solucionar los problemas de ajuste, se puede destacar: 1) La incorporación del papel de la política monetaria interna en el proceso de ajuste, en contraste con otros enfoques, explica la relación existente entre la oferta monetaria y el déficit y superávit de la Balanza de Pagos. 2) Analiza la balanza de forma global, aunque centra su atención en la balanza de capitales, sobre todo las posiciones extremas. Esto le lleva a realizar un enfoque macroeconómico basado en la interacción de realizaciones agregadas, más que intentar construir una explicación por medio de modelizaciones individuales. Al mismo tiempo -- ofrecen una más clara comprensión de las políticas que deben coordinarse. 3) En un mundo cada vez más interconectado -- y con mercados financieros integrados ofrece la ventaja de ser internacionalistas. Esto contrasta con el enfoque keynesiano tradicional de la economía nacional como fundamental, en que las repercusiones extranjeras son efectos de segundo orden. 4) Un énfasis en el análisis del equilibrio Stock-flujo del sector privado para el estudio del más largo plazo, es claramente importante.
- 3.- Es necesaria una correcta modelización del actual sistema de contabilidad de la Balanza de Pagos. Este debe conjuntar uni

formidad con la diversidad del comercio exterior de los distintos países. Debe reflejar con exactitud qué sucede con la balanza de pagos, movimiento de bienes, movimiento de capital, etc. Hay que tener en cuenta, sobre todo, la necesidad de realizar un enfoque macroeconómico, aunque no se pueden desechar las consecuencias e influencias del análisis microeconómico. La balanza de pagos es un análisis contable que nos relaciona la economía interna con la externa. Una concepción monetaria se centrará en el flujo neto de reservas internacionales (dinero internacional hacia o desde la economía nacional). En este sentido es importante destacar la aportación del Fondo Monetario Internacional con su cuarto Manual editado en 1977, donde mejora la contabilidad de los movimientos de activos monetarios; y los estudios realizados en la línea de Ray C. Fair "A Model of the Balance of Payments", Journal of International Economics. Febrero 1979.

- 4.- El enfoque de elasticidades nunca explicó satisfactoriamente la devaluación. En la década de desempleo en masa era la respuesta de una oferta perfectamente elástica a los estímulos que ofrecía la devaluación, lo que explicaba sus efectos favorables, mucho más que el complejo juego de las fórmulas. Cuando la devaluación se aplica con pleno empleo se ponen de manifiesto las lagunas del análisis: olvido de los bienes no comerciales, el dinero, efectos renta, saldos reales, inducidos por el cambio de precios, la relación --

real de intercambio y la importancia cada vez mayor de los movimientos de capitales.

El enfoque del multiplicador keynesiano no sirve de guía para el análisis de la devaluación bajo condiciones de pleno empleo inflacionarias. Comete el mismo error de teoría monetaria de tratar la demanda por un crecimiento del balance monetario como un equilibrio flujo de demanda, en vez de un proceso de ajuste stock-flujo. Por último se puede destacar el olvido de las repercusiones de la política monetaria internacional en el equilibrio externo.

El enfoque absorción significa un grave avance, pero es inpleto fundamentalmente porque: 1) Es un modelo para un país, un análisis completo de la devaluación debe llevarse a cabo dentro del contexto de un modelo de por lo menos dos países. 2) El modelo se ocupa principalmente del componente de la balanza comercial en la balanza de pagos, olvidando las implicaciones de una devaluación para las cuentas de capital de la balanza de pagos. 3) El análisis ha olvidado la especulación, así como los problemas prácticos de la confianza en las monedas claves.

Dos errores teóricos se pueden encontrar en el trabajo de Meade-Tinbergen. Para buscar los déficit y superávit de la balanza de pagos, trata erróneamente los flujos monetarios internacionales como flujos de equilibrio repetitivos más que síntomas pasajeros de desequilibrios stock y los mecanismos de ajuste realmente deseados de stocks. En segundo lugar -

identifica las demandas de dinero adicional con la demanda de posesión de reservas internacionales; ésto desatiende el papel de la política monetaria interna en la determinación de ambas, para ver si una devaluación es "necesaria" para corregir un déficit de la balanza de pagos y si ésta tendrá éxito por este camino.

- 5.- Un análisis de las críticas que ha recibido el enfoque objeto de estudio, nos obliga a una distinción. Es la efectuada por Marina V. N. Newman entre enfoque monetario y monetaristas globales. Monetaristas por su creencia en que los fenómenos macroeconómicos pueden analizarse mejor en términos de la relación entre la demanda y la oferta de dinero, y -- "globales" por su convicción de que, como una primera aproximación, el mundo no se compone de economías nacionales separables, sino de una sólo economía integrada, cerrada. El presente trabajo muestra la conveniencia de movernos en la difícil línea divisoria entre los "monetaristas suaves" y los "keynesianos eclécticos".

Muchos de los recientes refinamientos analíticos han surgido de los supuestos que fundamentan los diversos enfoques, estimulados por el reto monetarista global y las respuestas que han suscitado. Estos refinamientos incluyen el reconocimiento de que los supuestos de equilibrio parcial subyacentes en el análisis microeconómico son inadecuados para algunos problemas fundamentalmente macroeconómicos, tales como la devaluación; especialmente es esencial que se hagan ex--

p<sup>u</sup>bl<sup>i</sup>citos los supuestos de comportamiento de todos los mercados en un sistema macroeconómico. De importancia son los estudios que basándose en el dinero como un activo financiero, analizan la tasa de cambio que debe determinarse (parcial ó totalmente) en los mercados de activos más, que sólo en los - mercados de productos.

Consideramos que el enfoque debe ser ampliado teniendo en -- cuenta los bienes comerciales y no comerciales, la amplia -- ción del espectro de activos financieros del sistema y reintroducir las consideraciones del equilibrio de cartera. Factor a destacar es el proceso de ajuste, punto en el que algunos defensores del enfoque son excesivamente simplitas. Debemos considerar la neutralidad de la devaluación a corto -- plazo, el papel de las políticas de comercio exterior como -- aranceles, cuotas, etc, la alteración de los precios relativos y su influencia en las variables reales e incluir el papel de las expectativas. Por lo tanto no se pueden despreciar los estudios anteriores, más bien es necesario una conjunción de todos los enfoques.

- 6.- En una economía abierta con tipos de cambios fijos, el público determina la cantidad de dinero que desea mantener en -- cualquier punto del tiempo. El sistema bancario y en particular las autoridades monetarias, no determinan la oferta monetaria doméstica total, sino sólo aquella parte de la que - se puede disponer a través del crédito doméstico. Estas consideraciones conducen a subrayar el papel del crédito interer

no como la variable de control a efectos de las políticas - de estabilización.

El enfoque monetario añade que el crecimiento de las reser-vas y la balanza de pagos están positivamente correlaciona-dos con el crecimiento económico interno y la elasticidad - renta de la demanda de dinero, y negativamente relacionados con la expansión del crédito interno.

Con tipo de cambio fijos, perfecta movilidad del capital y las condiciones de país pequeño, la política fiscal es muy efectiva y la política monetaria es totalmente ineficaz.

Cuando se tienen en cuenta los efectos de repercusión, tan-to la política monetaria como la política fiscal son efecti-vas. La política monetaria distribuye sus efectos de forma expansionista al resto del mundo, mientras que la política fiscal puede que reduzca la renta en el exterior. Cuando se considera un país pequeño con sus sustituibilidad imperfecta, la política monetaria funciona y los efectos de una ex-pansión fiscal se ven aminorados.

Las variaciones en el crédito interno afectan al tipo de in-terés y por consiguiente, a la producción de equilibrio en función de la sustituibilidad de los activos o del coeficien-te de compensación ( $dR/dD$ ). Además es importante resaltar - que las políticas financieras internas actúan de forma bas-tante rápida en comparación con el proceso a más largo pla-zo del ajuste de precios o con los efectos de la cuenta co-rriente sobre la riqueza y, por tanto, sobre el equilibrio

macroeconómico.

- 7.- Algunos autores, sobre todo Alexander K. Swoboda, defienden la convergencia de las tasas de inflación, basándose en que el arbitraje de bienes bajo tipos de cambio fijos "resuelve todo", de donde se desprende que las tasas inflacionistas, con un sólo bien compuesto en el mundo, no pueden diferir. (cfr. Cap. IV A-2). Una ligera mirada a la realidad internacional nos dice todo lo contrario, las tasas de inflación difieren de un país a otro. Podemos distinguir cuatro razones por las que pueden diferir las tasas de inflación: a) los tipos de cambio no son verdaderamente fijos. Pueden variar por la existencia de márgenes de intervención alrededor de las paridades, "tipos centrales", de devaluaciones o revaluaciones o de la existencia en realidad de tipos de cambio flexibles. b) Hay impedimentos al comercio ó fallos en el arbitraje de bienes. La lentitud del arbitraje de bienes actúa como un impedimento temporal al comercio. c) Hay bienes no comercializados cuyos precios difieren entre países. En cierto sentido, la lentitud del arbitraje es equivalente a la existencia temporal de bienes no comercializados. Los precios de los bienes no comercializados no son directamente igualados, mediante el arbitraje, a través de fronteras nacionales, por definición, aunque no debería siempre admitir la posibilidad de comercio de bienes no comerciales. d) Hay perturbaciones -errores de medida- en los datos.

- 8.- Los tipos de cambio totalmente flexibles hacen desaparecer-

los déficit y superávit de la balanza de pagos, así como las posibilidades de pérdidas ó ganancias de reservas motivadas por políticas de equilibrio interior. Bajo este régimen, el interés se centra en explicar qué factores inciden sobre la formación del tipo de cambio. En un país pequeño con movilidad perfecta del capital y perfecta sustituibilidad de activos, una expansión fiscal eleva el desequilibrio mediante -- un deterioro en la relación real de intercambio. Si un país es lo suficientemente grande para influir sobre el tipo de interés mundial, retiene parte de los efectos de su propia política fiscal.

Respecto a la política monetaria, el modelo monetario extendido de Dornbusch, nos dice que: 1) La política monetaria, bajo tipos flexibles y alta movilidad de capital funciona, -- afecta a los componentes de la demanda agregada, e incrementa las exportaciones netas. Aprecia el tipo de cambio y, por -- tanto, al menos temporalmente, mejorará nuestra competitividad. 2) Hay un incremento potencialmente compensatorio en -- las importaciones que surgen de la expansión nacional en la demanda, debida a los tipos de interés más bajos, y, por tanto, un gasto mayor de inversión y consumo. El efecto neto sobre la cuenta corriente permanece incierto. 3) Tiene un efecto inmediato sobre los tipos de cambio. Una variación en la cantidad real de dinero que producirá una alteración en los tipos de interés. Con tipos de interés distintos y expectativas sin alterar, los tipos al contado tienen que cambiar para mantener los rendimientos en la línea internacional. Si -

la política monetaria afecta a las expectativas del tipo de cambio, entonces los ajustes de éste tienen que ser aún más-pronunciados. 4) La inestabilidad y volatibilidad de los ti-pos de cambio surge de dos fuentes. La primera es la muy ba-ja elasticidad de demanda de dinero respecto del interés; --ésto implica que las fluctuaciones en la demanda u oferta --de dinero producen grandes fluctuaciones en los tipos de in-terés, y, por consiguiente, requiere grandes movimientos en los tipos de cambio para mantener los rendimientos a nivel--internacional. La segunda es la inestabilidad en las varia--bles exógenas; hay muchas noticias. 5) Los movimientos en --los tipos de cambio afectan directamente el nivel de precios de importación y se desbordan en los precios de consumo, al-por mayor y de productores. El tamaño y la velocidad de éste desbordamiento es una cuestión esencial de la perspectiva de la política monetaria. Un punto interesante es el hecho de -que parámetros no relacionados con el mercado monetario, co-mo las elasticidades-precio o las elasticidades-interés del gasto agregado, aparecen como determinantes del ajuste a ---corto plazo del tipo de cambio. Ello es un reflejo de las --expectativas racionales, puesto que el desbordamiento inicial y la trayectoria subsiguiente de la apreciación, se determi--nan conjuntamente por todo el sistema.

9.- La Teoría Monetaria del tipo de cambio y la balanza de pagos en régimen de flotación controlada, es una combinación del-enfoque monetaria del análisis de la balanza de pagos con -

tipos de cambio fijos y la misma teoría aplicada a los tipos de cambio flexibles. Podemos establecer las siguientes conclusiones en un régimen de este tipo. 1) La relajación del compromiso de mantener paridades fijas permite una mayor independencia en el uso de la política monetaria y fiscal, mediante la introducción de un instrumento adicional, el tipo de cambio, aunque los efectos reales no deseados de las variaciones de éste limitan la utilidad de dicho instrumento. 2) Como todo precio formado en un mercado de activos, los tipos de cambio están fuertemente influenciados por las expectativas de los poseedores de activos sobre el comportamiento futuro del precio de los activos. Hay que tener en cuenta que las autoridades monetarias nacionales pueden ejercer un control importante sobre las ofertas de monedas nacionales, las expectativas relativas al comportamiento de dichas autoridades son fundamentales para el comportamiento de los tipos de cambio. 3) Para los responsables de la política económica, el hecho de que las variaciones del tipo de cambio tengan efectos reales, hace que tales variaciones entren a formar parte de las preocupaciones de la política gubernamental. Esto implica que los gobiernos pueden usar el tipo de cambio como instrumento de política económica. 4) La interacción de la intervención, el crecimiento monetario y las expectativas inflacionistas, hace del coeficiente de intervención un parámetro clave. Una fuerte intervención implicará la existencia de pequeñas diferencias en el tipo de interés, pequeños flujos de capital, y, por lo tanto escasa

creación de dinero exterior.

En un sistema de Crawling-peg, un crecimiento en la crea --  
ción de crédito interno tenderá, generalmente, a hacer cre --  
cer la inflación interna, reduce las reservas internacional --  
les y deprecia el tipo de cambio. El camino exacto del ajus --  
te dependerá del número de parámetros incorporados implici --  
tamente al modelo. Por ejemplo, la mayor velocidad de ajuste  
del tipo de cambio a las disparidades del poder adquisitivo,  
un mayor impacto de las variables monetarias internas sobre  
el índice de inflación y en menor medida, sobre la balanza  
de pagos.

Por último podemos resaltar -consecuencia del estudio del -  
mercado negro- que la oferta de dinero es, de hecho, una va --  
riable endógena más allá del control de la autoridad monetal --  
ria. La contrastación empírica reciente nos dice que casi -  
todos los desequilibrios "ex ante" del mercado de flujo de  
dinero, se transmiten al tipo de cambio del mercado negro en  
el período de dos años.

10.- Podemos terminar diciendo que el enfoque monetario no es la  
piedra filosofal que soluciona todos los problemas de la ba --  
lanza de pagos. Este necesita todavía una gigantesca labor  
de teórica y empírica. Este trabajo considera que esta in --  
vestigación debe ir por el camino de la conjunción en todos  
los enfoques -no se pueden desechar importantes aportaciol --  
nes-. Al mismo tiempo, es necesario conjuntar el objetivo -  
del equilibrio externo con la búsqueda de la estabilidad --  
económica en pleno empleo con bajas tasas de inflación.



**BIBLIOGRAFIA**



AGHEVLI BIJAN B. AND KHAN MOHSIN S.

"The Monetary Approach to Balance of Payments Determination: An Empirical Test". pag. 275 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. International Monetary Fund. Washington D.C. 1977.

ALEXANDER S. S.

"Effects of a Devaluation on a Trade Balance". International Monetary Fund Staff Papers, vl. II abril 1951 pag. 263-278.

"Effects of a Devaluation: A simplified Synthesis of Elasticities and Absorption Approaches". The America Economic Review, - vl. XLIX, Marzo 1959, pág. 23-42.

ARCHIBALD G. C. AND LYPZEY R. G.

"Monetary and Value Theory: a Critique of Langue and Patinkin". En Review of Economic Studies, Octubre 1.958

ARGY VICTOR

"Monetary Variables and the Balance of Payments". Pág. 158 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. International Monetary Fund. Washington D.C. 1977.

BARONE ENRICO

"Principi di Economia Politica". Roma. Edizioni Atheneum 1913.

BARRO ROBERT J.

"A Stochastic Equilibrium Model of an Open Economy Under Flexible Exchange Rates". The Quaterly Journal of Economics February 1.978, vl. XCII, no 1.

BEAN DONNA L.

"International Reserve Flows and Money Market Equilibrium: The Japanese Case". Pág. 326 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson. George Allen & Unwin Ltd. London 1.976.

BILSON JOHN F. O.

"The current Experience with Floating Exchange Rates: An Apprai-

sal of the Monetary Approach". The American Economic Review. May 1978, vl. 68 nº 2, pág. 392.

"The Deutsche Mark/Dollar Rate: A Monetary Analysis". Pág. 59 de Policies for Employment, Prices and Exchanges Rates. Carnegie Rochester Conferences. Series on Public Policy, vl. 11.

BLEJER MARIO I. AND LEIDERMAN LEONARDO

"A Monetary Approach to the Crawling-Peg System: Theory and Evidence". Journal of Political Economy, vl. 89 nº 1, 1.981, - pág. 132, February 1981.

BLEJER MARIO I.

"Exchange Restrictions and the Monetary Approach to the Exchange Rate". En Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson (Eds.) The Economics of Exchange Rates: Selected Studies. Adison-Wesley Series in Economics. Reading 1978, pp. 117-128. Existe traducción al castellano en la Revista I.C.E. nº 572, abril 1981, pág. 97.

BLEJER MARIO I. AND MATHIESON DONALD J.

"The Preannouncement of Exchange Rate Changes as a Stabilization Instrument". I.M.F. Staff Papers, vl. 28 nº 4, December 1.981, - pág. 760.

BLINDER A. AND SOLOW R.

"Analytical Foundation of Fiscal Policy". Blindeer, et al, The economics of public finance. Brookings Institution, 1974.

BRANSON WILLIAN H.

Comentarios a "Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments", de Marina V. N. Whitman. Brookings Papers on Economic Activity, nº 33, 1975.

"Exchange rate dynamics and monetary policy". En Assar Lindbeck (editor). Inflation and Employment in open Economics North Holland, 1.979.

BRESCIANI-TORRONI CONSTANTINO

"Inflazione Cartacea, Finanza Statale e Corza dei Cambi in Germania". Trieste Editore il Circolo de Studi, 1924.

BRONFEUBRENNER MARTIN

"Price control under Imperfect Competition". American Economic Review 37, 1 Marzo, 1947.

CABRILLO FERNANDO

"Los orígenes de la Teoría del Ajuste de la Balanza de Pagos" . Pág. 58, I.C.E. nº 536, Abril 1978.

CALVO GUILLERMO A. Y RODRIGUEZ CARLOS

"A model of exchange rate determination under currency substitution and rational expectations". Journal of Political Economy - 1977.

CANTILLON RICHARD

"Essai sur la nature du commerce en general", 1.755. En Arthur E. Monroe (ed.) Early Economic Thought Cambridge, Harvard University Press, 1927.

CASSEL GUSTAV

"Post-War Monetary Stabilization". New York, 1928.

CAVES R. AND JOHNSON H. G.

"Ensayos de Economía Internacional". Amorrortu Edit. Buenos Aires, 1972.

CAVES RICHARD E. AND JONES RONALD W.

"World Trade and Payments: an Introduction."Boston, 1.977, Little Brown and Company Inc.

CHEN CHAU-NAN

"IS, LM, BT and a Simplified Synthesis of the Elasticity, Absorption, and Monetary Approaches to Devaluation". Southern Economic Journal, July 1.975, vl. 42 nº 1, Communications, pág. 132-136.

CHIPMAN JOHN S. AND KINDLEBERGER CHARLES P. (Editors)

"Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments". Studies

in International Economic nº 7, North Holland, 1980.

CLEMENTS K. W.

"The Monetary Approach to Exchange Rate Determination". A Geometric Analysis, pág. 20. Weltwirtschaftliden Archiv. 1.981, Heft 1, Band 117.

COHEN B. J.

"Política de Balanza de Pagos". Alianza Universidad. Madrid, - 1975.

COLLERY ARNOLD

"International Adjustment, Open Economies, and the Quantity Theory of Money". Princeton Studies in International Finance nº 28, June 1971.

COOPER, R.N.

"The balance of payments in review". Journal of Political Economy, vl. 74, pág. 385-394, 1966.

COOPER RICHARD H., KENEN PETER B., BRAGA DE MACEDO JORGE Y VAN - YPERZELE JACQUES.

"The International Monetary System under Flexible Exchange Rates, Global, Regional and National". Ballinger Publishing Company, - 1982.

CORDEM W. M.

"The Geometric Representation of Policies to attain Internal and External Balance". The Review of Economic Studies, Octubre 1960.

CULBERTSON WILLIAM P.

"Purchasing Power Parity and Black Market Exchange Rates". Economic Enquiry, Mayo 1975.

CURRIE D. A.

"Some criticism of the monetary Analysis of Balance of Payments"

Correction". The Economic Journal, vl. 86, September 1976, nº 343, pág. 508-522.

"Algunas críticas al análisis monetario del ajuste de la balanza de pagos: una réplica a Nobay y Johnson". The Economic Journal, - nº 87, Diciembre 1977.

CURRIE D. A. AND KATZ E.

"Capital Mobility and Stability". Queen Mary College. Discussion Paper in Economics.

DASGUPTA AJIT K. AND MAGGER A. J.

"Los objetivos de la política macroeconómica". E.M.E.S.A. Madrid, 1979.

DORNBUSCH RUDIGER

"Currency Depreciation, Hoarding, and relative prices". Journal of Political Economy, vl. 81, nº 4, July/August 1973, pág. 893.

"Aspectos reales y monetarios de los efectos de las variaciones del tipo de cambio". Revista Española de Economía, pág. 301, - Septiembre-Diciembre 1976, Año VI, nº 3. Reproducido de Aliber, R.Z. (editor), National Monetary Policies and The International Financial System, University of Chicago Press 1974.

DORNBUSCH R. AND MUSSA M.

"Consumption, real balances and the boarding function". International Economic Review, 1975.

DORNBUSCH RUDIGER

"A portfolio Balance Model of the Open Economy". Journal of Monetary Economics, Mayo 1975.

"Alternative price stabilization rules and the effects of exchange rate changes". Manchester School of Economics and Social Studies, vl. 43, 1975.

"Exchange Rates and Fiscal Policy in a popular Model of International Trade". The American Economic Review, December 1975, pág. 859, vl. LXV nº 5.

DORNBUSCH R. AND TRAUGMAN PAUL

"Flexible Exchange Rates in the Short Run". Brookings papers on

economic activity nº 3, 1976.

DORNBUSCH RUDIGER

"Devaluation, Money, and NonTraded Goods". Pág. 168 del libro - The Monetary Approach to the Balance of Payments. Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson. George Allen & Unwin Ltd. London, 1976.

"Expectations and Exchange Rate Dynamics". Journal of Political Economy, vl. 84 nº 6, December 1976, pág. 1161.

"Capital Mobility and portfolio Balance". The political Economy of Monetary Reform, 1977. Ed. R.Z. Aliber, Londres, Macmillan - Press, Ltd. Co.

DORNBUSCH R., FISCHER S. AND SAMUELSON P. A.

"Comparative advantage, trade and payments in a Ricardian model with a continuum of goods". American Economic Review, vl. 67, 1977.

DORNBUSCH R.

"Exchange rate policy and Macroeconomic Stability". The crawling peg: future prospects and past performance, 1979, ed. J. Williamson, Nueva York, Macmillan Publishing Co.

"¿ Quien o qué controla el dolar?". Información Comercial Española, nº 559, Marzo 1980, pág. 173.

DORNBUSCH RUDIGER AND FISCHER S.

"Exchange Rates and the Current Account". The American Economic Review, December 1980, pág. 960, vl. 70, nº 5.

DORNBUSCH R.

"Open Economy Macroeconomics". Basic Books, Inc. 1980. New York.

"Política Monetaria bajo flexibilidad del tipo de cambio". Cuadernos Económicos del I.C.E.

FAIR RAY C.

"A model of the balance of payments". Journal of International Economics, vl. 9, nº 1, February 1979, pág. 25.

FARBER A., ROLL R. AND SOLUIK B.

"An empirical study of risk under fixed and flexible Exchange - Rates". En K. Brunner y A. Meltzer eds. Stabilization of Domestic and International Economy. Suplemento del Journal of Monetary Economics, vl. 5, 1977.

FAUSTEN DIETRICH K.

"The Humean origin of the Contemporary Monetary Approach to the Balance of Payments". Quarterly Journal of Economics, pág. 655.

FETER F. W.

"The Term Favourable Balance of Trade". Quarterly Journal of Economics, XLIX 1935.

FINDLAY RONALD

"Dinero, Comercio y Crecimiento". Revista Española de Economía, Enero-Abril 1975, Año V nº 1, pág. 9.

FISCHER S.

"Stability and exchange rate system in a monetarist model of the balance of payments". The political economy of monetary reform, 1973, ed. R.A. Aliber. Londres. Allen and Unwin.

FLEMING M.

"Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates". IMF Staff Papers, 1949.

FLEMING J. MARCUS AND BOISSONNEAULT LORETTE

"Money Supply and Imports". Pág. 133 del libro The Monetary - Approach to the Balance of Payments. International Monetary Fund. Washington D.C. 1977.

FOURNIER H. AND WADSWORTH J.E.

"Floating Exchange Rates: The Lessons of Recent Experience". S.U.E.R.F. Sijthoff Leyden 1976.

FRANKEL JEFFREY

"On the Mark: A Theory of Floating Exchange Rates Based on Real Interest Differentials". American Economic Review, Septiembre - 1979.

FRENCH-DAVIS RICARDO

"Teoría de la balanza de pagos: Enfoques Monetaristas y Estructura"

turales". Pág. 903 de El Trimestre Económico, vol. XLV (4) - México, Octubre-Diciembre de 1978, nº 180.

FRENKEL JACOB A. y RODRIGUEZ CARLOS A.

"Equilibrio en la selección de activos y balanza de pagos: un enfoque monetario". Pág. 419 de la Revista Española de Economía, Septiembre-Diciembre 1976, Año VI, nº 3. Publicado en The American Economic Review, Septiembre 1975, vl. LXV nº 4, pág. 674.

FRENKEL JACOB A.

"A Dynamic Analysis of the Balance of Payments in a Model of Accumulation". Pág. 109 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, George Allen & Unwin Ltd., London 1976.

FRENKEL JACOB A. AND JOHNSON HARRY G.

"The Monetary Approach to the Balance of Payments: Essential Concepts and Historical Origins". Pág. 21 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, George Allen & Unwin Ltd., London 1976.

FRENKEL JACOB A.

"Purchasing power parity: Doctrinal perspective and evidence from the 1920s". International Economics, vl. 8 nº 2, May 1978, pág. 169.

"Flexible Exchange Rates, Prices, and the Role of News: Lessons from the 1970s". Journal of Political Economy, vl. 89, nº 4, - Agosto 1981.

"A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence". Pág. 68 de "Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy". Edited John Herin, Assar Lindbeck y Johan Myhrman. The Macmillan Press Ltd. Unwin Brothers Ltd.

FRIEDMAN MILTON

"A program for Monetary Stability". New York 1959.

FULLERTON JOHN

"On the Regulation of Currencies". 2nd. edic., 1845.

GALIANI FERDINANDO

"Della Moneta". Nápoles 1750, reproducido en Colezioni Custodi

Scrittori Classici Italiani di Economía Política, 10-11, Milán, 1804.

GAMIR CASARES LUIS

"Tipo de Cambio, Enfoque absorción, distribución de la renta y Aranceles". Información Comercial Española, nº 474, Febrero 1973, pág. 123.

GARDNER W.

"An Exchange Market Analysis of the U.S. Balance of Payments". En IMF Staff Papers, Mayo 1961.

GENBERG A. HANS

"Aspects of the Monetary Approach to Balance of Payments Theory: An Empirical Study of Sweden". Pág. 298 del libro The Monetary - Approach to the Balance of Payments. Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson. George Allen & Unwin Ltd. London 1976.

GENOVESI ANTONIO

"Lezioni di Economía Civile, Parte Seconda". 1765, reproducido en Collezioni Custodi, Scrittori Classici Italiani di Economía Política, 16 Milán, 1804.

GERVAISE ISAAC

"The System or Theory of the Trade of the World 1720", reproducido en Economic Tracts Johns Hopkins University Press 1956.

GODLEY W.

"London and Cambridge Economic Bulletin". Enero 1974.

GUITIAN MANUEL

"The Balance of Payments as a Monetary Phenomenon: Empirical - evidence, Spain 1955-71". Pág. 338 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson. George Allen & Unwin Ltd., London 1976.

"Credit Versus Money as an Instrument of Control". Pág. 227 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. International Monetary Fund. Washington D.C. 1977.

GUPTA S.

"An Application of the Monetary Approach to Black Market Exchange Rates". Weltwirtschaftliches Archiv Band 116, 1980 Heft 2, - pág. 235.

HABERLER G.

"El Comercio Internacional". Labor 1936, versión española de - R. Perpiñá Grau.

"The Market for foreign exchange and the stability of the balance of payments: a theoretical analysis". Kyklos, vl. 3, págs. - 193-218. Reproducido en Financiación Internacional. R.N. Cooper pág. 95. Tecnos. Madrid 1974.

"The Monetary Approach to the Balance of Payments Jacob A. Frenkel and Harry G. Johnson". Journal of Economic Literature. December 1976, vl. XIV, nº 4, pág. 1324-1328.

HAHN FRANK H.

"The Balance of Payments in a Monetary Economy". Review of Economic Studies February 1.959.

"The Monetary Approach to the Balance of Payments". Journal of International Economics, vl. 7 nº 3, August 1977, pág. 231-249. Traducido.

HARBERGER A. C.

"Currency depreciation, income and the balance of trade". Journal of Political Economy 58, February 1950.

"Some evidence on the international price mechanism". Journal of Political Economy, vl. 65 1957, pág. 506-521, reproducido en Financiación Internacional R.N. Cooper Tecnos, Madrid 1974, pág. 145.

HAWTREY R. G.

"Currency and Credit". London Longmans Green 3rd. ed. 1927.

"The Art of Central Banking". London. Longmans Green 1932.

"The Gold Standard and the Balance of Payments". Economic Journal, Marzo 1936.

HIRSCH F.

"Money International". Londres 1967.

HOLZMAN F. AND ZELLNER A.

"The Foreign Trade and Balance-Budget Multipliers". American - Economic Review, Marzo 1958.

HØST-MADSEN P.

"La Balance des Paiements: son rôle et ses utilisations". Série de brochures nº 9, FMI Washington 1967.

HUME DAVID

"De la Balanza de Pagos". De financiación internacional textos escogidos. R.N. Cooper Tecnos 1974, pág. 24 Selecciones de David Hume (1752) "Of the Balance of Trade". Essays, Moral, Political and Literary, Vl. 1. Logmans Green, London 1898, pág. 330-341 y 343-345.

HUMPHREY THOMAS M.

"Adam Smith and the Monetary Approach to the Balance of Payments" Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review, November-December 1981, pág. 3.

INGRAM J. C.

"Expectations and Floating Exchange Rates". pág. 422. Weltwirtschaftliches Archiv Band 114, 1978, heft 3.

INTERNATIONAL MONETARY FUND

"Balance of Payments Manual". Fourth Edition. Washington D.C. 1977.

IRASTORZA JAVIER

"Política Económica". Apuntes de cátedra UCM.

ISARD PETER AND PORTER MICHAEL G.

"A note on the Monetarist Analysis of Devaluation". Journal of International Economics, vl. 7 nº 4, November 1977, pág. 407-409.

JOHNSON HARRY A.

"Balanza de Pagos". Cap. 1 de la 1ª parte Comercio Internacional y Crecimiento. Pág. 15 del libro Dinero, Comercio Internacional y Crecimiento Económico. Rialp. Madrid 1965.

"The Monetary Approach to the Balance of Payments Theory: A Diagrammatic Analysis" Manchester. Sobre Econ. Soc. Stud. September 1975.

"Dinero y Balanza de Pagos". Información Comercial Española, - nº 506, pág. 33. Octubre 1975.

"Towards a General Theory of the Balance of Payments". Pág. 46 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, George Allen & Unwin Ltd. London 1976.

"The Monetary Approach to Balance of Payments Theory". Pág. 147 del mismo libro arriba indicado.

"The Monetary Theory of Balance of Payments Policies". Pág. 262 del mismo libro arriba indicado.

"The Monetary Approach to the Balance of Payments. A non technical guide". Journal of International Economics 7 nº 3 (1977) pág. 251-268, August 1977, North-Holland.

"El enfoque monetarista de la política estabilizadora en una economía abierta". Del libro "Inflación y Revolución y Contrarrevolución keynesiana y monetarista", pág. 73, oikos-tau. Barcelona 1978.

KAMINOW IRA P.

"Economic Stability under Fixed and Flexible Exchange Rates". Journal of International Economics, vl. 9 nº 2, Mayo 1979.

KEMP MURRAY C.

"The Balance of Payments and the Terms of Trade in Relation to Financial Controls". Review of Economic Studies, January 1970.

KENEN PETER B.

"The New views of Exchange Rates and old view of Policy". The American Economic Review, May 1978, vl. 68, nº 2, pág. 398.

KERN D.

"Monetary aspects of the current economic debate". National -

Westminster Bank Quarterly Review. Agosto 1975.

KEYNES J. M.

"El problema de las transferencias alemanas". Versión castellana recogida en los "Ensayos sobre Teoría del Comercio Internacional". H. Eblis y Q.A. Metzler, Fondo de Cultura Económica, 1953.

KHAN MOHSIN S.

"The Determination of the Balance of Payments and Income in Developing Countries". Pág. 243 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. International Monetary Fund. Washington D.C. 1977.

KINDLEBERGER CHARLES P.

"International Short-Term Capital Movements". New York. Columbia University. Press 1937.

"Lessons of Floating Exchange Rates". Institutional Arrangements and the Inflation Problem Carnegie-Rochester Conference Series - on Public Policy. Vl. 3, Edts. Karl Brunner y Allan H. Meltzer North-Holland, 1976.

KOMIYA RYUTARO

"Monetary Assumptions, Currency Depreciation and the Balance of Trade". The Economic Studies Quarterly. December 1966.

"Crecimiento económico y balanza de pagos". Pág. 399 de la Revista Española de Economía Septiembre-Diciembre 1976, Año VI, nº 3. Publicado en International Economic Review, Junio 1967.

KOURI P. y PORTER M.

"International capital flows and portfolio equilibrium". Journal of Political Economy, 1974.

"The exchange rate and the balance of payments in the short - run and in the long run: A monetary Approach". Del libro Flexible Exchange rates and Stabilization Policy Edited by Jon Hewin, Assar Lindbeck y Johan Myhrman. The Macmillan Press Ltd. Unwin Brothers Ltd.

KRAVIS IRVING B., HESTON ALAN W. AND SUMMERS ROBERT.

"Real GDP per capita for more than one hundred countries". The

Economic Journal, June 1978, v1.88 nº 350, pag. 215.

KYLE JOHN.

"The Balance of Payments in a Monetary Economy" Princeton University Press 1976.

LAIDER D.E.W.

Carta del editor Lloyds Bank Review, abril 1976.

LAIDER, DAVID AND PARKIN MICHAEL.

"Son inflacionarios los tipos de cambio flexibles" I.C.E. nº 521 enero 1977.

LAIDER D.E.W.

"Price and Output Fluctuations in a Open Economy" University of Manchester, Discussion Paper in Economics nº 7301.

LARY H.B.

"Problems of the U.S. as World Trader and Banker" Princeton University Press 1963.

LAURSEN S. AND METZLER L.A.

"Flexible exchange rates and the theory of employment" The review of Economics and Statistics 32, November 1950.

LEDERER W.

"The balance of Foreign Transaction: Problems of Definition and Measurement" Princeton University Press 1963.

LERENA GUINEA LUIS A.

"Teoría Monetaria de la Balanza de Pagos: Introducción y Selección de artículos" pag. 259 de la Revista de Economía, septiembre-diciembre 1976 Año VI nº 3. Existe resumen.

LERNER A.P.

"The Economics of Control" Macmillan, Nueva York 1944.

LETTICHE J. M.

"A note on the Statistical Results of Studies on Demand Elasticities, Income Elasticities and Foreign Trade Multipliers" en Nordisk Tidsskrift for Teknisk Okomani 1953

LEVIN JAY H.

"The international assignment of stabilization policies under fixed and flexible exchange rates" Journal of International Economics vl. 9 nº 1, February 1979, pag.65.

LINDBECK ASSAR

"Inflation and Employment in Open Economies" Studies in International Economics nº 5, North-Holland 1979.

LIVIATAN NISSAN

"A disequilibrium analysis of the monetary trade model" Journal International Economics vl nº 3, August 1979, pag. 355.

"Monetary Expansion and Real Exchange Rate Dynamics" Journal of Political Economy vl. 89 nº 6, December 1981, pag. 1218.

MACHLUP F.

"Elasticity Pessimism in International Trade" en E.I., febrero - 1950.

"Three concepts of the Balance of Payments and the so-called dollar shortage", Economic Journal vl 60, pags. 46-48, 1950, marzo.

"Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation" American Economic Review, junio 1955.

"The terms of Trade Effects of Devaluation upon Real Income and the Balance of Trade" Kyklos, vl. IX, 1956.

"International Trade and The National Income Multiplier" Kelley Nueva York 1961.

En la obra editada por Fellner, W. "Maintaning and Restoring in - International Payments" Princeton University Press, N.J. 1966.

MARCY GERARD

"Economie Internationale" GPUF Paris 1972.

MARSHALL ALFRED .

"Money, Credit and Commerce" Apéndice Macmillan, J. and Co. Limited Londres 1923.

McKINNON R. Y OATES W.

"The implications of International economic integration for monetary, fiscal and exchange rate policy" Princeton University, International Finance Section nº 16, 1966.

McKINNON RONALD I.

"Portfolio Balance and International Payments Adjustment" en R.A. Mundell y A.K. Swoboda (eds) Monetary Problems of The International Economy Chicago, University of Chicago Press 1968.

MEADE J. E.

"The Theory of International Economic Policy" v1 1, "The Balance of Payments", Oxford University Press, Nueva York 1951.

MELITZ J. AND STERDNIAK H.

"The monetary Approach to Official Reserves and The Foreign Exchange Rate in France" 1962-74 " The American Economic Review " - December 1979.

METZLER, L.A.

"The Process of International adjustment under conditions of full employment: a Keynesian view" In R.E. Cares y H.G. Johnson (eds) Reading in International Economics Irwin Homewood III 1968.

MICHAELY, MICHAEL.

"A Geometrical Analysis of Black Market Behavior" American Economic Review, septiembre 1954.

MILES, MARC A.

"Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence" The American Economic Review, June 1978 pag. 428, v1 - 68 nº 3.

"The effects of Devaluation on the trade Balance and The Balance of Payments: Some new Results" Journal of Political Economy v1.87

nº 3, June 1979.

MILL, JOHN STUART.

"Essay on Some Unsettled Question of Political Economy" London - 2nd edn 1874.

"Principle of Political Economy" New York, Appleton 5th end 1893

MILLER, NORMAN C.

"Monetary vs Traditional Approaches to Balance of Payments Analysis" American Economic Review, May 1978, vl. 68 nº 2, pag.406-411.

"Discussion" del artículo anterior Rudiger Dornbusch, Jacob A. Frenkel. Marc C. Miles pag. 412.

MONTANARI, GEMINIANO.

"Della Moneta, Trattato Mercantile" 1680 reproducido en Colleziones Custodi, Scrittori Classici Italiani di Economia Politica, - 10-11 Milan 1804.

MUNDELL, ROBERT A.

"International Economics" New York, Macmillan 1968.

"Movilidad del capital y política de estabilidad con tipos de cambio fijos y con tipos de cambio flexibles" pag. 528 del libro Ensayos de Economía internacional de Richard Caves y Harry G. Johnson Amorrortu, edit Buenos Aires 1972.

"Monetary Theory" Pacific Palisades Good Year 1971.

"Barter Theory and The Monetary Mechanism of Adjustment". pag 64 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments, Jacob A.Frenkel y Harry G.Johnson, George Allen & Unwin Ltd, London 1976.

"The International Distribution of Money in a Growing World Economy" pag. 92 del mismo libro indicado arriba ;The Monetary Approach to the Balance of Payments Jacob A.Frenkel y Harry G. Johnson, George Allen & Unwin Ltd. London 1976.

MURPHY, J.C. AND DAS, S.K.

"Money Illusion and Balance-of-Payments Adjustement" Journal of

Political Economy vl. 84 n<sup>o</sup> 1, February 1976 pag. 73.

MUSSA, MICHAEL.

"A Monetary Approach to Balance of Payments Analysis" Journal of Money, Credit and Banking vl. 6, 1974.

"Tariffs and The Balance of Payments: A Monetary Approach" pag. 187 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson, George Allen & Unwin Ltd. London 1976.

"The Exchange Rate, The Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy under a regime of controlled Floating" del libro Flexible Exchange rates and Stabilization Policy Edited by John Hevin, Assar Lindbeck y Johan Myhrman, The Macmillan Press Ltd Unwin Brothers.

NOBAY, A.R. Y JOHNSON, HARRY G.

Comentario a D.A. Currie "Algunas críticas al análisis monetario del ajuste de la balanza de pagos" The Economic Journal, n<sup>o</sup> 87, diciembre 1977.

OHLIN, BERTIL.

"The Reparation Problem: A discussion" Economic Journal, junio 1929

ORCUTT, G.H.

"Measurement of Price Elasticities in international Trade" en Review of Economics and Statistics, tomo XXXII, mayo 1950.

PARETO, VILFREDO.

"Cours d'Economie Politique" Lausanne F. Rouge 1896.

PATINKIN, D.

"Money Interest and Prices" 2nd edn New York, Harper and Row 1965

PEARCE, I.F.

"The Problem of The Balance of Payments" International Economic Review II n<sup>o</sup> 1, January 1961.

PIERCE, D.G. Y SHAW, D.M.

"Economía Monetaria" ICE ediciones, Madrid 1977

POLAK, J.J.

"The Foreign Trade Multiplier" American Economic Review, diciembre 1947.

"Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems", - del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments, pag. 15. International Monetary Fund, Washington, D.C. 1977.

POLAK, J.J. AND BOISSONNEAULT, LORETTE.

"Monetary Analysis of Income and Imports and Its Statistical Application", del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments, pag. 65. International Monetary Fund, Washington, D.C. 1977.

POLAK, J.J. AND ARGY, VICTOR.

"Credit Policy and The Balance of Payments", pag. 205 de libro - The Monetary Approach to the Balance of Payments. International Monetary Fund, Washington, D.C. 1977

PORTER, MICHAEL G.

"Monetary and Non Monetary Analyses of Australian Balance of Payments Problems" Australian Economic Papers, vl. 17 nº 30, June - 1978.

POTIER, PIERRE JULIEN.

"La Nueva Escuela de Cambridge: Una aproximación sistemática de las relaciones entre el presupuesto y el equilibrio exterior" - Revue Banque, junio 1977.

REQUEIJO, JAIME.

"Ajuste de la Balanza de Pagos: una visión panorámica" pag. 47 - de I.C.E. nº 536, abril 1978.

RICARDO, DAVID.

"Replay to Mr. Bosaquet's practical observations on the report -

of the Bullion Committee" Londres 1811. In Economics Essays by David Ricardo. Editado por Ec. C. Connor Kebley, Nueva York 1977

RHOMBERG RUDOLF R. and HELLER H. ROBERT

"Introductory Survey" pag. 1 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. International Monetary Fund. 1977 Washinton, D.C.

ROBINSON J.

"Los Cambios Extranjeros". Versión castellana del Fondo de Cultura Económica de la obra Essays in The Theory of Employment, Basil Blackwell, Oxford 1953 cap I part III.

ROTWEIN E.

Edit. "David Hume: Writings on Economics" Edinburg, Nelson 1955

RODRIGUEZ CARLOS A.

"Money and Wealth in an Open Economy Income-Expenditure Model. Pag. 222 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. Jacob A. Frenkel y Harry G. Johnson. George Allen & Unwin Ltd. London 1976.

RUEFF JACQUES.

"Mr. Keynes views on the Transfer Problem: I A Criticism" Economic Journal nº 39, September 1929

RUFFIN ROY J.

"Tariffs, the balance of payments, and demand for money" Journal of International Economics vl. 9 nº 2, May 1979, pag. 287.

SAMUELSON PAUL A.

"A corrected version of Hume's equilibrating mechanism for international trade", pag. 141 de Flexible Exchange Rates and The Balance of Payments. Essays in Memory of Egon Sohmen. John S. Chipman, Charles P. Kindkeberger (Editors), North Holland 1980.

SHEIKH M.A.

"Black Market for foreign Exchange, Capital Flows and Smuggling"  
Journal of Developments Economics, marzo 1976.

SHONE RONALD.

"The Monetary Approach to the Balance of Payments: Stock-Flow Equilibria" Oxford Economic Papers (new series) vl. 32, July 1980 - n<sup>o</sup> 2, pag. 200.

SHUNYUEN CHAN KENNET.

"The employment effects of tariffs under a free exchange rate regime: A monetary Approach" Journal of International Economics - vl. 8 n<sup>o</sup> 3, August 1978, pag. 415.

SMITH JOHN S.

"El Nuevo Manual de Balanza de Pagos del Fondo" Finanzas y Desarrollo, marzo 1978, vl. 15 n<sup>o</sup> 1, pag. 40.

SMITH W.

"Macroeconomía" Buenos Aires 1973.

STERN ROBERT M.

"The Balance of Payments" 1973

STOLPER W.F.

"The volume of Foreign Trade and the Level of Income" en The -  
Quartely Journal of Economics, febrero 1947.

"A note on Multiplier Flexible Exchange and the Dollar Shortage"  
E.I., agosto 1950.

"The Multiplier, Flexible Exchange and International Equilibrium"  
en The Quartely Journal of Economics, noviembre 1950.

"The Multiplier, Flexible Exchange and International Equilibrium Replay" The Quartely Journal of Economics, febrero 1953.

SWOBODA ALEXANDER K.

"Equilibrium and MacroPolicy under Fixed Exchanges" The Quartely  
Journal of Economics, vl. LXXXVI, February 1972, n<sup>o</sup> 1, pag. 162.

"Monetary Policy under Fixed Exchange Rates: Effectiveness, The Speed of Adjustment, and Proper Use", pag. 237 del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments. Jacob A. Frenkel y - Harry G. Johnson. George Allen & Unwin Ltd. London 1976. Septiembre-diciembre, año VI nº 3, pag. 373.

"Interpretaciones monetarias de la transmisión y generación de - la inflación mundial", pag. 235 Revista Española de Economía, - septiembre-diciembre 1976, año VI nº 3. Publicado en mimeografía por el Graduate Institute of International Studies de Ginebra.

TAYLOR J.

"Staggered wage setting in a macromodel" American economic review 1979, paper and proceedings.

TINBERGEN J.

"On the theory of economic policy" North-Holland Amsterdam 1952.

TOBIN JAMES AND BRAGA DE MACEDO JORGE.

"The Short-run Macroeconomics of Floating Exchange Rates: An Exposition" en John Schipman y Charles P. Kindleberger (Editors) - Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments, North-Holland 1980.

TSIANG S.C.

"The role of Money in Trade-Balance Stability: Syntesis of The - Elasticity and Absortion Approaches" The American Economic Review, diciembre 1961, vl. 51, pag. 912-936; reproducido en Financiación Internacional. R.N. Cooper Tecnos, Madrid 1974, pag. 119.

"The Monetary Theoretic Foundation of The Modern Monetary Approach to the Balance of Payments", Oxford Economics Paper (new series) vl. 29, November 1977, nº 3, pag. 319-338.

TULLIO GIUSEPPE.

"The Monetary Approach to External Adjustment: A Case Study of - Italy" Macmillan Press 1981.

TURNOVSKY STEPHEN J.

"Expectations and the Dynamics of Devaluation" The Review of Economic Studies, vl. XLVII (4) nº 149, July 1980, pag. 679.

"The effects of devaluation and foreign price disturbance under rational expectations" Journal of International Economics, vl 11 n<sup>o</sup> 1, February 1981, pag.33.

VEIL ERWIN.

"Excédents et déficits de la balance des paiements: Definition et signification des differents concepts" Perspectives Economiques de L'OCDE, Juillet 1975, pag. 25.

VINER J.

"Studies in the Theory of International Trade" Harper and Bros, Nueva York 1937.

WHEWELL W.

"Mathematical Expositions of Some Doctrines of Political Economy Second Memoir" Transactions of the Cambridge Philosophical Society, pt I 1856.

WHITMAN MARINA V. N.

"Policies for internal and external balance" Special Papers in - International Economics, Princeton University, International Finance Section.

"Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of - Payments" Brookings Pap. Econ. Act. 1975.

WICKSELL KNUT.

"International Freights and Prices" Quarterly Journal of Economics XXXII, febrero 1918.

WILLIAMSON JOHN.

"The Monetary Approaches to the Balance of Payments", de Frenkel y Johnson. The Economic Journal, December 1976, pag. 881-884, - vl. 86 n<sup>o</sup> 344.

WILSON CHARLES A.

"Anticipated Shocks and Exchange Rate Dynamics" Journal of Political Economy, vl. 87 n<sup>o</sup> 3, junio 1979.

WITTE WIBLARD E.

"Expectations Monetary Policy rules and Macroeconomic Stability: Analysis of an open economy with flexible exchange rates" Journal of International Economics, VI II nº 3, agosto 1981.

ZECHER J.RICHARD.

"Monetary Equilibrium and International Reserve Flows in Australia", pag. 287. del libro The Monetary Approach to the Balance of Payments, Jacob A.Frenkel y Harry G.Johnson. George Allen & Unwin Ltd. London 1976.

