

MACROECONOMIA Y POLÍTICAS ECONÓMICAS

EN LA ARGENTINA:

UNA INTRODUCCIÓN

Segunda Parte

Mario Damill

CEDES

Buenos Aires, agosto de 2004

Capítulo 5: Macroeconomía y políticas macroeconómicas en una economía abierta: introducción

¿Por qué hablamos, en el título de este capítulo, de políticas económicas en una *economía abierta*? La calificación suena innecesaria, ya que, en sentido estricto, ninguna economía de la que tengamos noticia es cerrada: bienes, capitales y personas cruzan las fronteras y, fuera de algunos períodos excepcionales, tienden a hacerlo con intensidad creciente. La única excepción es el planeta en su conjunto, al que sí podemos considerar como un sistema económico cerrado, lo que significa que quienes participan en él no realizan transacciones de importancia con residentes en el exterior, todavía.

Sin embargo, las políticas económicas están aún muy condicionadas por las fronteras, puesto que se definen en gran medida en instituciones de carácter nacional, aunque se aplican sobre sistemas relativamente abiertos.

Durante mucho tiempo, prácticamente desde la depresión del treinta hasta los años sesenta, buena parte de la discusión relativa a las políticas macroeconómicas se hacía razonando acerca del comportamiento de un sistema cerrado. Esto se debe en parte a que tanto el comercio mundial cuanto los flujos internacionales de capitales colapsaron con aquel episodio traumático, y su restablecimiento fue relativamente lento. En economías de gran tamaño, en especial en los Estados Unidos (que se convirtió en el centro de mayor influencia en la generación de ideas y políticas en macroeconomía, y el origen de casi todos los manuales de gran difusión sobre estos temas), las transacciones internacionales (sobre todo los movimientos de capitales) pasaron a tener un papel menor en la determinación del crecimiento, el empleo y la inflación, y eso se reflejaba también en los textos de macroeconomía.

Desde fines de los años cincuenta ese panorama cambió, y con la intensificación de los intercambios (y de los movimientos de capitales en particular) entre economías diferentes se hizo imprescindible repensar el diseño y los efectos de las políticas macroeconómicas, puesto que éstos son distintos en una economía abierta que en una relativamente cerrada. Por otra parte, los grados de apertura de distintas economías son también disímiles, y el de una misma economía varía según qué aspecto se examine: la circulación de bienes, de capitales o de trabajo. Además, estas diferencias tienen consecuencias relevantes, amén de que se modifican a lo largo del tiempo.

La gran mayoría de los países participa actualmente en una densa y creciente red mundial de intercambios, aunque algunas áreas geográficas se han mantenido relativamente aisladas de los flujos internacionales de comercio y de capitales, como sucede aún con una amplia región del África al sur del Sahara, por ejemplo. La población del globo se vincula así a través de múltiples canales económicos. Muchos problemas como los asociados con el endeudamiento externo, el “riesgo país”, las relaciones con el Fondo Monetario Internacional, la competitividad y las fluctuaciones en los movimientos de capitales financieros entre naciones son materia de preocupación cotidiana de todos nosotros y ocupan buena parte del espacio en los medios de prensa. Durante un viaje en taxi el conductor nos habla con inquietud acerca de lo que sucede con el tipo de cambio en un país vecino o, a veces, en otro muy lejano. Sabemos que esos asuntos pueden ser relevantes para nuestro bienestar y para el de toda la población. En ocasiones, *muy* relevantes.

Volvemos a nuestra pregunta inicial: ¿Por qué destacar entonces que se va a tratar aquí de economías *abiertas*? Lo hacemos para tener bien presente, desde el inicio, un aspecto muy importante de la interdependencia de las sociedades humanas: en el mundo que fue tomando cuerpo en el último tercio del siglo XX, la eficacia y la viabilidad de las políticas económicas nacionales dependen palpablemente del impacto que ellas puedan tener sobre los intercambios que se verifican entre el espacio económico interno y el externo. En otras palabras, los efectos internos de las políticas nacionales están condicionados hoy en día, más que en el pasado, por sus propias consecuencias sobre las relaciones entre la economía nacional, que las lleva adelante, y su contexto externo, sus socios comerciales, el mundo en general.

Todos hemos oído o leído muchas veces referencias al hecho de que las economías se han tornado, con el tiempo, más interdependientes. Así lo revelan las tendencias a la expansión de los flujos comerciales, de los movimientos financieros y de las inversiones directas a través de las fronteras nacionales. Estas transformaciones han sido y son impulsadas por importantes cambios institucionales y tecnológicos. Entre los de naturaleza institucional se incluyen, por ejemplo, los acuerdos internacionales de comercio y los procesos de liberalización de las relaciones financieras (tanto internas cuanto con el exterior) en un grupo creciente de países.

Esta liberalización entraña la supresión de regulaciones preexistentes (a las tasas de interés, por ejemplo) y la eliminación de restricciones y controles (a las

transacciones comerciales y a los movimientos de capital, principalmente). Los cambios tecnológicos comprenden extraordinarios avances en materia de comunicaciones y transportes, que redujeron fuertemente los costos en esos ámbitos de actividad y acercaron distancias. Entre otros muchos aspectos, cuentan también los importantes progresos de la tecnología de procesamiento de la información.

Por estas razones, entre otras, en el mundo de hoy es imposible pensar en el diseño y el impacto de las políticas económicas nacionales sin tomar cuidadosamente en cuenta sus condicionantes externos y sus efectos sobre las relaciones económicas internacionales de los países.

En el capítulo anterior nos hemos referido a aspectos del funcionamiento de una economía cerrada, pero se trató simplemente de una simplificación, con el fin didáctico de ir introduciendo elementos paso a paso. Ahora debemos ampliar el conjunto de aspectos a considerar en la escena macroeconómica de la que vamos a ocuparnos.

La perspectiva que estamos planteando nos lleva entonces a examinar el amplio campo de las políticas económicas nacionales tomando especial cuidado de entenderlas en sus múltiples interacciones con el resto del mundo. Ese es uno de los ejes en torno a los que se estructurarán las argumentaciones que plantearemos en este capítulo y en los siguientes.

Un segundo eje será éste: nos preocuparemos por vincular la presentación de los recursos analíticos con el examen de algunos problemas concretos y relevantes de política económica del presente, y también de las etapas históricas precedentes. Lo hacemos así porque entendemos que el estudio de la historia económica es esencial para una mejor comprensión de las circunstancias en las que nos desenvolvemos hoy. Sin embargo, como nuestro tema aquí no es la historia económica sino la macroeconomía y las políticas macroeconómicas, seguiremos este camino de conexión entre la historia y la teoría hasta donde nos sea útil para ilustrar la pertinencia y relevancia de las herramientas de análisis macroeconómico, y a partir de allí remitiremos en todo caso al lector a otros textos.

Al vincular la exposición de los elementos básicos del análisis macroeconómico con el examen histórico de la economía y de las políticas económicas procuraremos lograr un mejor entendimiento de ambos campos: de la historia económica de nuestro país, de la región y de otros casos que puedan

proporcionarnos lecciones útiles, por un lado, pero también de las teorías y de su utilidad práctica, por otro.

Ilustraremos este criterio con un ejemplo. Es posible pensar en una economía abierta que, sin embargo, *sólo comercia* con el resto del mundo; es decir, que no recibe (ni emite) flujos de capitales (y en consecuencia no tiene deuda, entre otros rasgos). Eso puede considerarse una mera simplificación, que deja fuera de la discusión un conjunto de problemas a fin de comenzar con un tratamiento sencillo, pero preferimos pensarlo de otro modo. En efecto, las economías latinoamericanas estuvieron de hecho *aisladas* en el plano financiero desde la Gran Depresión hasta mediados de los años setenta, aproximadamente. En esa época, no tenían acceso significativo a los mercados de fondos privados, y el limitado crédito internacional disponible para ellas provenía casi exclusivamente de fuentes oficiales o de los organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial o el Banco Interamericano de Desarrollo. En ese contexto de financiamiento externo escaso, todas estas economías mantenían prohibiciones y restricciones severas a las salidas de divisas, en especial a las originadas en movimientos financieros. Es decir, tenían controles de cambios. Por todo esto, el supuesto de *economía financieramente cerrada* o aislada (que “sólo comercia” con el resto del mundo) se adapta razonablemente bien a esa etapa, y puede ayudarnos a entender mejor algunos de los dilemas centrales de política económica de aquel período. Tales dilemas, como se verá, no son únicamente de interés histórico sino que arrojan también alguna luz sobre el presente.

Siguiendo ese enfoque, las secciones que siguen estarán destinadas a plantear un conjunto de argumentaciones macroeconómicas básicas, útiles para el análisis de la política económica en economías abiertas, aplicándolos simultáneamente al estudio de la historia económica concreta.

En el capítulo siguiente se presenta una discusión muy simplificada, centrada en el mercado de bienes. Examinamos la determinación del producto interno y del resultado del balance de pagos en una economía que comercia con el resto del mundo, así como los efectos de las políticas fiscal y cambiaria. Se utilizará además un esquema argumentativo muy simple para describir la dinámica de “marchas y contramarchas” (stop-go) de la economía argentina en la larga etapa transcurrida entre la Gran Depresión y mediados de los años setenta.

Luego, en el capítulo 7, se avanza en la revisión “histórica” de las argumentaciones macroeconómicas (es decir, de la teoría correspondiente,

planteada aquí de un modo sencillo) incorporando los mercados financieros y la política monetaria.

Más adelante, en el capítulo 8, se introducirán en el análisis los movimientos internacionales de capitales. Aquí se incorporarán algunas nociones y mecanismos macroeconómicos que contribuirán a explicar, en capítulos posteriores, la generación de un fuerte endeudamiento externo en el período 1978-82. Algunos de esos mecanismos resultarán también pertinentes para comprender la fase de nuevo endeudamiento, entre 1991 y 2001.

En los capítulos 6 y 8 se examinará también cómo varía la forma de operación y la eficacia de las políticas fiscal y monetaria con tipos de cambio fijos y flexibles.

En toda esta parte mantendremos todavía el supuesto de precios nominales dados.

Capítulo 6. Una economía abierta pero financieramente aislada: desde los acuerdos de Bretton Woods hasta mediados de los años setenta.

Determinación del producto: el equilibrio interno o de "ingreso-gasto"

Como ya anticipamos, empezaremos por considerar el caso de una economía cuyos intercambios con el resto del mundo se limitan a transacciones comerciales. De modo que las únicas dos variables nuevas que se agregarán a nuestros esquemas del capítulo cuatro serán, en un primer momento, las exportaciones de bienes y servicios y las importaciones.

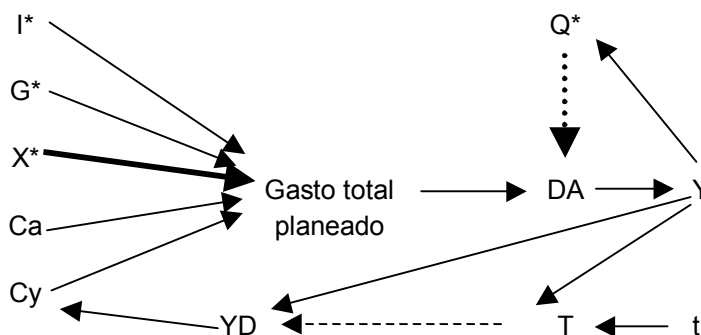
De manera muy simplificada, asumiremos por el momento que las exportaciones son un dato, es decir son exógenas. Podemos imaginar que dependen esencialmente de circunstancias que están más allá de nuestro control, como la situación de la demanda mundial, o condiciones climáticas, por ejemplo, que afecten nuestra capacidad de producir bienes comercializables internacionalmente. Ninguna de éstas se determina endógenamente. Es decir, no son explicadas en nuestra argumentación.

En el caso de las importaciones, en cambio, asumiremos que dependen del nivel del producto Y . Esa relación es directa o positiva, lo que significa que cuando el producto se expande, también lo hacen las importaciones. Por el momento, este será el único determinante de las compras de bienes al resto del mundo que tomaremos en cuenta.

Consideramos que el supuesto de que las importaciones de bienes dependen de Y es muy apropiado. Es muy claro que responden muy directamente a los cambios en el nivel de actividad, como mostramos en el gráfico incluido al final del capítulo 2. Además, éste es un aspecto importante para comprender el comportamiento macroeconómico de las economías latinoamericanas en el largo período en que estuviera vigente el estilo de crecimiento basado en la industrialización sustitutiva de importaciones (ISI), como explicaremos algo más adelante, al discutir el desempeño del balance de pagos.

Con estos nuevos supuestos, el esquema simple de determinación del producto interno que viéramos al final del capítulo cuatro se hace un poco más complicado. Tendremos ahora las siguientes interacciones:

Diagrama 6.1: La determinación del producto interno



Hemos trazado en línea más gruesa los elementos nuevos. Por un lado, el gasto total planeado es alimentado ahora por una nueva variable, X^* , que corresponde a las exportaciones.

Note que hemos introducido el concepto de “Gasto total planeado”, que antes equivalía a la demanda agregada, porque ahora reservaremos ésta última expresión, DA , para el gasto planeado *en bienes producidos internamente*, es decir, es un concepto diferente al de gasto total. Es en realidad inferior a éste, porque hay que restar las importaciones planeadas (Q^*) al gasto total para obtener DA :

$$DA = \text{Gasto total planeado} - Q^*.$$

La línea discontinua que conecta Q^* con DA indica esa contribución “negativa” de las importaciones. Estas actúan, a semejanza de lo que sucede con los impuestos, como vimos en el capítulo 4, como una “filtración”: una parte del gasto total en bienes se desvía hacia el exterior. En síntesis, la demanda agregada de bienes producidos internamente será ahora la siguiente:

$$DA = C^* + I^* + G^* + X^* - Q^*,$$

donde además el consumo C^* lo podemos descomponer en Ca y Cy , como aparece en el diagrama.

Por otro lado, el producto Y incide positivamente en la determinación de Q^* , como indica la correspondiente flecha.

Podemos usar ese diagrama para seguirle la pista a los efectos de cualquier perturbación exógena, como un cambio en la inversión planeada I^* , por ejemplo. Si I^* aumenta, sube el gasto total planeado y con él la demanda agregada. Si estábamos en una situación de equilibrio, esta perturbación hará que DA supere a Y . El proceso que sigue es semejante al que presentamos en el capítulo cuatro. Inicialmente las firmas responden a ese aumento en la demanda desagotando inventarios. Luego posiblemente incrementarán el producto. Con ello aumenta el ingreso de la población y se pone en funcionamiento el multiplicador, por lo que Y acabará aumentando más que lo que lo hizo I^* .

Sin embargo, ese proceso de multiplicación tiene aquí dos “filtraciones” que lo atenúan, indicadas por las líneas discontinuas. Como viéramos con anterioridad, al aumentar el ingreso también se incrementa la recaudación tributaria y eso amortigua un poco el impacto sobre el ingreso disponible, del cuál depende el consumo. El elemento que se agrega ahora se vincula con las transacciones con el resto del mundo. Cuando Y crece, aumentan las importaciones, y esto hace que el incremento de la demanda de bienes producidos internamente sea menor que el del gasto total. Solemos decir que una parte del aumento del gasto total se “desvía” hacia bienes producidos en el exterior. ¿Cuán fuerte son estos efectos? Esta cuestión empírica nos lleva al concepto de elasticidad. ¿Cuán elásticas son las importaciones al producto? ¿Cuán elásticos son los ingresos fiscales al ingreso? De los valores que asuman estas relaciones dependerá la intensidad de algunas de las relaciones que el diagrama muestra, y dependerá de ellas, por ejemplo, el tamaño del “multiplicador” de cualquier perturbación exógena que pudiera alcanzar a alguno de los componentes del gasto.

El balance del comercio

Enfoquemos ahora otro problema. En nuestro diagrama anterior está algo escondida una cuestión de muchísima relevancia. Hay un subconjunto particular de transacciones que tienen una peculiaridad: son realizadas entre residentes y no residentes. Como veremos con cierto detalle un poco más adelante, esas transacciones, como todas las que tienen lugar entre residentes y no residentes, son (o deberían ser) reflejadas en una cuenta llamada *el balance de pagos*. En nuestra economía sencilla, en ausencia de transacciones de otro tipo, el balance de pagos no tendrá por ahora sino estos dos tipos de registro: exportaciones e importaciones. Será en consecuencia asimilable a lo que corrientemente

llamaríamos el “balance de comercio”, que es apenas una parte del balance de pagos.

Esas transacciones tienen otro rasgo destacable. En una economía como la nuestra, se realizan en moneda extranjera. Las exportaciones generan ingresos de divisas, y las importaciones generan salidas. La diferencia entre ambos flujos será el resultado del balance de pagos. Si los ingresos de divisas generados por las exportaciones superan a los egresos por importaciones, el resultado del balance del comercio será superavitario. Si sucede lo contrario, tendremos un déficit comercial con el resto del mundo.

Avancemos un poco en la descripción de las transacciones en divisas. Partiremos aquí también con un esquema simplificado. Asumamos que los exportadores ingresan dólares por sus ventas al exterior que venden a la autoridad cambiaria, el banco central. (En realidad podrían venderlas a otras instituciones autorizadas a operar en cambios, pero estas a su vez las venderán al banco central, de manera que podemos ahorrarnos complicaciones). Lo contrario sucede con las importaciones: los importadores compran divisas, que provienen de las tenencias de moneda extranjera de la autoridad cambiaria. Si las exportaciones superan a las importaciones, la autoridad cambiaria acumulará *reservas de divisas*. Si, por el contrario, las importaciones superan a las exportaciones, en valor, sucederá lo contrario: las reservas declinarán. Más en general, el resultado del balance de pagos es la variación de reservas en poder de la autoridad monetaria. Escribiendo “variación de reservas” como $(\Delta R)^1$, tendremos entonces:

$$X - Q \equiv \Delta R.$$

Recuerde que ese es un balance de pagos simplificado, porque asumimos que no hay otras transacciones que exportaciones e importaciones.

Son necesarias algunas salvedades. Por una parte, tal vez usted esté pensando que un exportador, por ejemplo, podría retener las divisas en lugar de venderlas a la autoridad monetaria. En el balance de pagos, eso se computaría en realidad como una salida de capital. Si el exportador vendió mercancías al resto del mundo por cien dólares, y retuvo veinte, vendiéndole 80 al banco central, el balance de pagos, correctamente confeccionado, debería registrar exportaciones por valor de 100, es decir, por el total, y una salida de capital por 20. No importa si

¹ El símbolo Δ se utiliza para indicar “variación”.

esos 20 dólares salieron (o permanecieron) “físicamente” en el extranjero. Da lo mismo, a los efectos de esta cuenta, si lo hicieron o si están en una caja de seguridad en un banco o en la casa del exportador. La contribución de ese exportador a la variación de reservas sería en definitiva de 80, y no de 100. Nosotros estamos dejando de lado por el momento esta posibilidad al asumir que no hay transacciones por cuenta de capital.

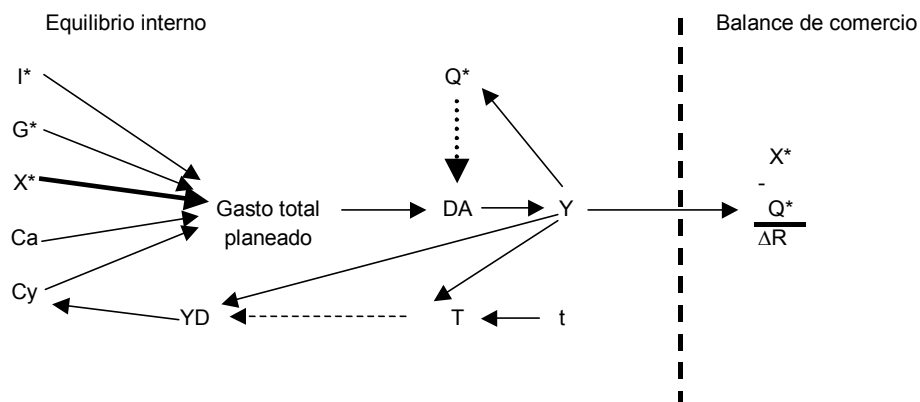
Otra cuestión es la de la relación entre las variables de cuentas nacionales y el balance de pagos. Las variables de cuentas nacionales se computan en pesos, a precios internos (es decir que, por ejemplo, las importaciones incluyen impuestos y aranceles, las exportaciones están netas de subsidios, etc.), mientras que el balance de pagos se confecciona en dólares. De manera que adoptar la misma “X” para denotar el valor de las exportaciones en la identidad de ingreso-gasto ($Y=C+I+G+X-Q$) y en la identidad del balance de pagos que acabamos de incluir, entraña una importante simplificación. Entendemos, sin embargo, que esta no afecta lo esencial de la argumentación que estamos planteando, y ahora unas cuantas complicaciones, por lo que por el momento la adoptaremos, aunque la relajaremos parcialmente algo más adelante en este mismo capítulo.

¿Cuál será el resultado del balance de comercio en nuestra economía? ¿Cómo se determinará?

Bien, asumiremos que las exportaciones coincidirán con X^* , por el momento determinadas exógenamente, como dijimos más arriba, mientras que las importaciones dependerán de Y , cosa que también indicamos. Retomaremos entonces nuestro diagrama anterior, añadiéndole ahora una sección referida específicamente al balance de pagos. Con la línea vertical discontinua en el diagrama 6.2 destacamos el hecho de que estamos discutiendo dos cuestiones de diferente índole. El lado izquierdo se refiere a la determinación del nivel del producto, mientras que el lado derecho nos ayuda a comprender la determinación del resultado del balance de pagos.

Ya hemos visto como se determinaba el nivel de Y . Ahora observamos que para cada nivel del producto tendremos un resultado distinto del balance de comercio. Más concretamente, cuando Y aumenta (porque sube la inversión planeada, o el gasto público, o bajan los impuestos, por ejemplo), el balance de comercio se deteriora (porque aumentan las importaciones, mientras que las exportaciones permanecen, asumimos, en el valor X^*). Al revés, si Y baja, mejora el balance comercial.

Diagrama 6.2: El producto interno y el balance de comercio



Este razonamiento lleva además a una conclusión interesante: es posible concebir un nivel de Y tal que, si se verificara, el balance de comercio estaría en equilibrio. Pensémoslo así: puesto que las exportaciones X^* están dadas, para que el balance comercial sea igual a cero, las importaciones tienen que asumir un valor determinado (en este caso, tienen que ser iguales a las exportaciones). Pero las importaciones dependen a su vez de Y . De modo que es el producto el que tendría que asumir un determinado valor para que tengamos “equilibrio externo”. A ese valor particular de Y lo identificaremos mediante una notación especial: lo llamaremos Y_{ex} . En síntesis, ese es el nivel del PIB al cuál nuestra economía tendría equilibrio en sus transacciones comerciales con el resto del mundo. Naturalmente, ese valor puede verificarse o no. Si la economía está operando hoy con otro nivel de Y , simplemente no tendremos equilibrio del balance de pagos.

En otros términos, queda claro que este nivel particular del producto al que tendríamos equilibrio externo no tiene por qué ser igual al que determina la demanda agregada de bienes producidos internamente. A éste, cuya forma de determinación se ilustra en el lado izquierdo del último diagrama, lo llamaremos a su vez Y_{int} , puesto que es el nivel del producto *interno* que iguala a la demanda agregada de bienes producidos internamente. En otras palabras, es el Y “de equilibrio interno”, hacia el cuál suponemos que la economía tendería a moverse por el mecanismo de acumulación o desacumulación de inventarios y la consiguiente respuesta de las firmas ajustando el nivel de producción, que ya conocemos del capítulo 4.

Equilibrio externo y equilibrio interno

Tenemos entonces en juego dos valores de Y . Uno corresponde al equilibrio interno y el otro al externo. Veamos ahora como se interrelacionan.

Retomemos nuestro análisis de la determinación del ingreso. Dados los valores de los componentes exógenos del gasto (C_a , I^* , G^* , X^*), y dadas también las formas y la intensidad de respuesta de T y de Q ante cambios en Y , podemos obtener un resultado determinado para Y , como ya vimos. Hasta aquí no hay nada nuevo, sólo que al valor de equilibrio de Y ahora lo hemos designado como Y_{int} .

Alcanzado ese nivel particular del producto, queda determinado el nivel de las importaciones, puesto que éstas dependen de Y , y como las exportaciones son exógenas, queda establecido también el resultado del comercio. En principio, este podría tener cualquier valor. Más precisamente, podría ser un resultado equilibrado, pero también podríamos tener un superávit, o un déficit. En este último caso, los pagos de importaciones superarían al valor de las exportaciones.

¿Puede mantenerse una situación como la que acabamos de plantear, en la que los pagos al exterior superan a los ingresos de divisas provenientes de las exportaciones? Para que pueda mantenerse, *ceteris paribus*, debe contarse con disponibilidades de moneda extranjera que permitan efectuar esos pagos. Esas divisas no podemos obtenerlas mediante préstamos del exterior, porque estamos suponiendo que las únicas transacciones con no residentes son exportaciones e importaciones de bienes y servicios. Más adelante se incorporarán las transacciones financieras y este panorama cambiará. Por el momento, tales recursos en moneda extranjera, si existen, deben provenir de reservas acumuladas en períodos anteriores (seguramente porque hubo en el pasado algunos períodos con superávit comercial). Si ahora tenemos déficit en las transacciones con el resto del mundo, esas reservas están siendo utilizadas: están declinando.

Esto responde nuestra pregunta anterior: la situación en la que la economía se encuentra no puede mantenerse indefinidamente, porque las reservas tenderán a agotarse. El resultado del balance de pagos no puede sostenerse.

Es interesante plantear este problema así: en la situación que estamos describiendo, el ingreso “de equilibrio interno” (Y_{int}) supera al nivel de Y al que el balance del comercio se encontraría equilibrado (Y_{ex}). Es decir que:

$$Y_{int} > Y_{ex}.$$

Como la economía se movería hacia Y_{int} , acabaremos enfrentándonos a una situación en la que estaremos perdiendo reservas.

Aunque no es necesario, asumamos, para plantear la cuestión en términos algo más dramáticos, que el valor Y_{int} del ingreso real es un objetivo de la política económica. En otros términos, el gobierno estaría interesado en mantener a la economía operando con ese nivel del PIB, que considera suficientemente alto, adecuado (posiblemente tomando en cuenta el empleo que se genera en esas condiciones). Si en tales circunstancias se genera un déficit del balance de pagos que no puede sostenerse, se plantea, podemos decirlo así, un *conflicto* entre el PIB “meta” del gobierno y el equilibrio externo.

Antes de seguir considerando este conflicto, digamos que estamos examinando una situación en la que se enfrenta un déficit del comercio, pero podríamos haber elegido una de superávit. En ese caso se estarían acumulando reservas. Por cierto, esto es posible también, pero es un poco menos interesante por dos razones. En primer lugar, porque no plantea tan inmediatamente un problema de sostenibilidad. En segundo término, porque en América Latina hay una larga historia de déficits en el balance de pagos, que acompañaban a las expansiones económicas (recuerde nuevamente el gráfico de final del capítulo 2). De modo que una configuración “economía en una fase avanzada de expansión-déficit del balance de pagos” era habitual, en especial bajo el esquema de industrialización sustitutiva de importaciones.

Ajuste recesivo del balance de pagos

Volvamos ahora al problema del déficit. Frente a ese cuadro de insostenibilidad externa, el gobierno deberá de alguna forma reaccionar. En términos generales, el problema que se plantea es el del “*ajuste del balance de pagos*”. Ajustar el balance de pagos quiere decir llevarlo a una situación viable, sostenible. En este caso, sin financiamiento externo alguno, eso quiere decir, como mínimo, alcanzar un resultado equilibrado.

¿Cómo se logrará eso? Una primera posibilidad es la de que, eventualmente, se abandone el objetivo interno, puesto que la escasez de divisas se torna imperiosa.

Imaginemos que el gobierno lleva adelante una política fiscal contractiva. Puede hacerlo reduciendo G , o subiendo los impuestos. En ambos casos, nuestro

esquema argumental nos llevaría a concluir que la demanda agregada se contraerá y con ella caerá el producto interno. Al declinar el producto, se contraerán las importaciones y el resultado del comercio mejorará. Eventualmente, si la recesión es lo suficientemente intensa, se podrá llevar al balance de pagos al equilibrio. La recesión es un mecanismo de ajuste del balance de pagos.

¿Cuánto caerá el producto o el ingreso? Sencillamente, tendrá que caer hasta el nivel que antes llamamos Y_{ex} , al menos. Cuando el PIB de equilibrio interno haya llegado hasta ese valor, se habrá alcanzado un balance de pagos nulo, y cesará la declinación de las reservas. Podemos sintetizar esto así: la recesión ha “resuelto” el problema de sostenibilidad. Claro que para ello el gobierno resignó el objetivo interno. El conflicto se ha resuelto de un modo tal que el balance de pagos asume un papel dominante. El PIB se ha ajustado a lo determinado por la necesidad de tener un balance de divisas al menos equilibrado. Podríamos también decir que la disponibilidad de divisas se ha convertido en la restricción dominante: la “restricción externa”, como suele decirse, está en cierta forma forzando a nuestra economía hipotética a operar con un nivel de actividad inferior al que podría alcanzar si esta limitación no existiera o fuese menos apremiante.

Seguramente, antes que aceptar una recesión, usted habrá imaginado que un aumento de las exportaciones, por ejemplo, podría hacer el trabajo perfectamente bien, mucho mejor que una política fiscal contractiva. Es así, claro, pero en el esquema argumentativo que hemos desarrollado hasta aquí, el gobierno no cuenta con ningún *instrumento* para lograr ese aumento de X^* . Los únicos instrumentos de política de los que hemos hablado hasta ahora son t y G , de allí el tratamiento que acabamos de dar al conflicto entre el objetivo interno y el equilibrio externo. El paso siguiente apunta, precisamente, a poner nuevos elementos en evidencia y a identificar instrumentos adicionales de política que nos llevarán a concebir una forma distinta de encarar el ajuste del balance de pagos.

El déficit del comercio y el mercado de divisas. Tipo de cambio y regímenes cambiarios.

Hemos señalado, más arriba, que las dos nuevas variables de gasto que se incorporaron en este capítulo, las exportaciones y las importaciones, corresponden a transacciones que suelen realizarse en moneda extranjera, sobre todo cuando se trata de economías cuya divisa no es un medio de pago internacional corrientemente aceptado. De modo que va a aparecer en escena una nueva

variable de importancia crucial: el tipo o tasa de cambio. Note que, en realidad, esta variable ya estaba presente, aunque no explícitamente, en la argumentación que desarrollamos hasta aquí en este capítulo. Cuando dijimos, por ejemplo, que los exportadores venden divisas al banco central, y que los importadores las compran, estábamos hablando de operaciones de cambio entre las monedas extranjeras y la moneda nacional, aunque sin hacer mención al tipo de cambio, para introducir sólo un tema por vez.

Ahora estamos en condiciones de abordar este último punto. Para comenzar, designaremos con la letra E al *tipo de cambio nominal*. Se trata de la tasa a la cuál se intercambian dos monedas. Trabajando siempre en un plano agregado, asumiremos que el resto del mundo opera con una divisa que llamamos dólar, mientras que la de nuestra economía es el peso. El valor de “E” indica entonces cuántos pesos son necesarios para comprar un dólar. En la práctica habrá una multiplicidad de tipos de cambio nominales relevantes (peso/dólar, peso/euro, peso/real, peso/yen, etc.), variedad a la que no prestaremos atención por el momento.

Otra noción de gran importancia es la de *tipo de cambio real* (ER), al que definiremos como:

$$ER = \frac{E.P^f}{P},$$

donde E y P son las definidas anteriormente y P^f es el nivel general de precios del resto del mundo. De manera que en esa relación estamos comparando los precios de las mercancías extranjeras (los que expresamos en nuestra moneda, al multiplicarlos por el tipo de cambio, en el numerador) con los precios internos, que aparecen en el denominador. En una primera aproximación, entonces, ER es una relación entre los precios externos e internos.

Así definido, el tipo de cambio real sube si lo hace E, *dada la relación de precios*, o bien si se incrementa el cociente (P^f/P), dado el tipo de cambio nominal. Naturalmente, ER bajaría si se produjeran movimientos de sentido contrario a los que acabamos de señalar.

Sobre el tipo de cambio real

Es muy útil pensar en qué unidades se mide el tipo de cambio real. Para ello, desplegamos la siguiente expresión:

$$ER = \frac{(h.\$/U\$\$).(z.U\$\$/u.de Y^f)}{n.\$/u.de Y}$$

Puede parecer una fórmula engorrosa, pero una breve exploración mostrará que no lo es tanto. Tome en cuenta que los términos de esta ecuación se corresponden con los incluidos más arriba en la definición del tipo de cambio real. Pero aquí hemos reemplazado la paridad nominal E por la expresión $(h.\$/U\$\$)$, que indica que esa variable es igual a una cierta cantidad “ h ” de pesos por dólar. El segundo paréntesis del numerador despliega el contenido de la variable P^f y es un poco más oscuro. Considere que P^f es el precio medio de las mercancías extranjeras. Llamamos Y^f a esas mercancías (es decir, al producto generado por el resto del mundo). El nivel de precios extranjeros es igual a la expresión $(z.U\$\$/u.de Y^f)$, es decir, es una cantidad “ z ” de dólares “por unidad de mercancía extranjera”, que es lo que significa la expresión “ $u.de Y^f$ ”. (La respuesta espontánea frente a la pregunta acerca de “en qué unidades se mide P^f ” suele ser que “se mide en dólares”. Pero los precios también son tasas de cambio, entre unidades monetarias y cantidades de mercancías). Todo esto habrá aclarado ya, esperamos, el significado del denominador. Allí reemplazamos a la variable “ P ”, los precios internos, por la expresión $(n.\$/u.de Y)$. De modo que el nivel de precios internos (o “el precio interno medio”) es una cierta cantidad de pesos (n pesos) por unidad de Y , es decir, por unidad de nuestro producto.

En esa ecuación pueden efectuarse simplificaciones. Los signos \$ y U\$\$ aparecen, cada uno de ellos, dos veces, pero una vez multiplicando y la otra dividiendo, de manera que podemos eliminarlos. Además, $(u.de Y)$, que aparece en el denominador pero dividiendo, pasaría al numerador, y lo contrario sucede con $(u.de Y^f)$. La ecuación simplificada resultante es la siguiente:

$$ER = \frac{h.z.(u.de Y)}{n.(u.de Y^f)}$$

Como se ve, han desaparecido de allí todas las unidades monetarias. Eso quiere decir que ER es una medida “real”, cosa que ya sabíamos. ¿Qué nos indica? Indica cuántas unidades de Y son necesarias para adquirir una unidad de Y^f . En esa notación, se necesitan $(h.z/n)$ unidades de Y para adquirir una unidad de mercancía extranjera.

En síntesis, el tipo de cambio real es, al igual que cualquier precio relativo, *una tasa de cambio entre mercancías*. Un tipo de cambio real “más alto” hoy que ayer indicaría que ahora hace falta más mercancía interna para comprar la misma cantidad de mercancía internacional. O, lo que es lo mismo: una unidad de mercancía internacional “compra” más mercancía interna. En otras palabras, la mercancía interna se abarata en comparación con la internacional cuando el tipo de cambio real sube. Se trata de dos formas de decir lo mismo. También podemos decir que la economía nacional se torna más competitiva, *ceteris paribus*, a un tipo de cambio real más alto.

Es pertinente introducir aquí una nota aclaratoria. En la práctica, los precios P y P^f los medimos mediante índices, que no tienen unidades. Y cuando hablamos del tipo de cambio real también lidiamos con índices. En este recuadro pretendimos indagar “en el fondo” de la noción de tipo de cambio real, pero cuando se trata de *medir*, en la práctica, las cosas son entonces algo más complicadas. La observación de cómo evolucionan los índices de tipo de cambio real nos sirve para determinar si las mercancías nacionales se están encareciendo en relación con las extranjeras (en comparación con lo que sucedía en el pasado) o si sucede lo contrario. Pero no nos permite hacer comparaciones estáticas tan precisas como la que sugeríamos arriba (“cuántas unidades de mercancía nacional se requieren para comprar una unidad de mercancía extranjera”). Además de que la propia noción de “unidades de producto” es también más comprensible en abstracto que traducible a términos empíricos.

La definición que hemos dado al tipo de cambio real es la que se utiliza corrientemente, y transmite su contenido claramente. Puesto que refleja la relación entre el precio de las mercancías extranjeras y las que nosotros producimos, es inmediato suponer que las compras y ventas al resto del mundo van a depender de ER. Un tipo de cambio más alto incentivaría nuestras exportaciones, al abaratarlas comparativamente, y por el contrario desalentaría las importaciones.

Sin embargo, si bien la noción de tipo de cambio real que estamos empleando transmite la idea correcta en términos generales, las cosas pueden ser algo diferentes según los casos, y puede valer la pena aclararlo aquí. Veamos. Con nuestra interpretación de ER estamos de hecho asumiendo que nuestras importaciones se hacen a precios en dólares P^f , pues eso es lo que cuestan las mercancías extranjeras. En cambio, exportamos a precios que, expresados en dólares, serían: (P/E) . Es decir, vendemos al exterior mercancías cuyo precio medio es “el precio interno” P , el que dividimos por E si queremos expresarlo en dólares. No obstante, como hemos dicho, las cosas pueden funcionar algo distinto, por ejemplo si consideramos el caso de una “economía pequeña”. Entendemos que una economía pequeña se caracteriza centralmente porque comercia con el resto del mundo a precios definidos en los mercados internacionales, sobre los cuales las ofertas o demandas de los residentes locales no influyen. Si una tonelada de maíz cuesta 80 dólares en el mercado internacional, seguirá costándolos luego de una depreciación cambiaria (es decir, de una suba de E) en un pequeño país productor de ese grano. Observe que, entonces, en el caso de una economía pequeña, un tipo de cambio real más alto no significa, en realidad, precios de exportación más competitivos (para plantearlo de un modo simple, el precio de exportación en dólares no es P/E , sino P^f , y seguirá siendo P^f a cualquier tipo de cambio). De todos modos, una suba de E sí constituiría normalmente un incentivo a exportar más, pero por otra razón: porque aumentaría, *ceteris paribus*, la rentabilidad de las actividades que producen bienes para el resto del mundo (el precio del maíz, por ejemplo, medido en pesos, subirá en relación con sus costos internos, cuando suba E).

En gran parte de los mercados en los que opera, una economía como la argentina es pequeña o relativamente pequeña, por lo que es conveniente adoptar la idea de que nuestras compras y ventas al resto del mundo se hacen a precios internacionales.

Pero aún así, estaremos de hecho empleando otra simplificación que cabe poner en evidencia. La variable P^f se refiere a los precios promedio del resto del

mundo. Como acabamos de indicar, utilizaremos esos precios tanto en el caso de las exportaciones cuanto en el de las importaciones, asumiendo el supuesto de economía pequeña. Entre tanto, incluso en este caso, las “canastas” de bienes importados y exportados serán con certeza diferentes, y es seguro que diferirán, a su vez, de la canasta que se emplearía para calcular P^f . Lo que eso quiere decir es que podríamos trabajar, si optáramos por mantener esta distinción a costa de un poco más de complejidad, con distintas variables de precio. Por ejemplo, con P_x y P_q , para denotar el nivel de precios de nuestras exportaciones y de nuestras importaciones, respectivamente, ambos en dólares.

El cociente entre ambos precios (P_x/P_q) se denomina “términos del intercambio”. Lo mencionamos aquí a título informativo, pero en adelante seguiremos el camino simplificado de trabajar con P^f como única variable de los precios del comercio internacional, en dólares.

Los términos del intercambio comercial

Al omitir los términos del intercambio en el análisis que sigue estamos dejando de lado una variable importante. Una caída de los términos del intercambio puede complicar bastante la marcha de una economía, al deteriorar el resultado del comercio, así como una suba importante de ese cociente puede tener el efecto contrario. En la visión de Prebisch y de la CEPAL sobre los procesos de desarrollo esta variable jugaba un papel central. Prebisch sostenía que los términos del intercambio de economías como las latinoamericanas tenderían a declinar secularmente, debido a la estructura de sus flujos de comercio. La demanda mundial de alimentos, por ejemplo, crece menos que el ingreso mundial (es decir, tiene una elasticidad-ingreso menor que la unidad), mientras que la demanda de bienes complejos, de mayor contenido tecnológico (de bienes industriales, se decía hasta cierto tiempo atrás) crece más rápidamente. Siendo así, es posible que los precios de los primeros tiendan a declinar en relación con los precios de los segundos (aunque habría que tomar en cuenta también la evolución de las condiciones de oferta, además de las de la demanda). De modo que un país exportador de alimentos e importador de bienes industriales podría estar destinado a enfrentar, entre otros limitantes a su dinamismo económico, esta tendencia negativa sobre su comercio. Ese es uno de los argumentos que alimentaban las tomas de posición a favor de promover, a través de diversos mecanismos de protección y subsidio, el desarrollo de las industrias manufactureras locales, uno de cuyos efectos sería, se pensaba, la modificación de esa estructura comercial poco deseable.

La idea de una caída tendencial de los términos del intercambio no parece avalada por los datos, aunque sí es claro que varían, y a veces pronunciadamente, con el ciclo económico mundial. Las *commodities* tienen precios mucho más fluctuantes que las manufacturas, de modo que suben más en las fases de expansión global y suelen declinar en términos relativos en las de contracción o falta de dinamismo. Una recesión global tiene entonces efectos negativos amplificados sobre los balances de comercio de las economías periféricas, los que se ven afectados por caídas en el volumen de ventas a los que suele agregarse una declinación en los términos del intercambio.

El tipo de cambio y las cuentas nacionales

Introducidas las nociones básicas del tipo de cambio nominal y real, tenemos que efectuar ahora algunos ajustes al esquema simple que planteamos hasta aquí en este capítulo. Volvamos por un momento a la contabilidad nacional. En la identidad básica de las cuentas nacionales, las variables con las que estamos trabajando están definidas a precios internos (es decir, en pesos), y estamos además trabando a precios constantes. Esas observaciones comprenden también a X y Q. Luego, tomando en cuenta los conceptos que acabamos de plantear, es posible expresar el valor de las exportaciones y de las importaciones como:

$$X = \frac{E.P^f .x}{P} = ER.x.$$

$$Q = \frac{E.P^f .q}{P} = ER.q.$$

Veamos la primera expresión. La variable “x” (minúscula) representa a las cantidades exportadas de bienes. Al multiplicarlas por P^f las expresamos en valores, en dólares. Luego, al multiplicar ese producto por E lo llevamos a precios internos, corrientes. Posteriormente deflactamos por P para llevar la cuenta a precios (internos) constantes. Esa es entonces la descomposición de X. Pero ese cómputo es igual al producto del tipo de cambio real por la cantidad exportada “x”. Algo semejante hacemos con las importaciones: llamamos q a las cantidades importadas. Al multiplicarlas por P^f las expresamos en valores, en dólares. Luego multiplicamos ese producto por E y lo llevamos a precios internos, corrientes. Posteriormente deflactamos por P para llevar la cuenta a precios internos constantes (es decir, del año base). Esa es entonces la descomposición de Q. Pero eso es igual al producto del tipo de cambio real por la cantidad importada “q”.² Una simplificación que hemos hecho aquí consiste en ignorar la existencia de

² Como siempre, conviene examinar también aquí las unidades de medida para chequear que no se haya cometido un error. Observe que “q” y “x”, que tienen precios internacionales, deben medirse entonces en unidades de la mercancía producida por el resto del mundo. Haciéndolo así, Q y X se miden en unidades del producto interno Y, lo que es correcto en tanto estamos trabajando a precios constantes (nuevamente, como en el recuadro en el que examinamos las unidades de medida de ER, miramos aquí “el fondo de la cuestión”, aunque en la práctica los precios se miden mediante índices, que no tienen unidades, y las “cantidades” son en realidad medidas de valor a precios constantes).

impuestos o subsidios que afecten a las importaciones y a las exportaciones. Como ya dijimos, Q , por ejemplo, se mide a precios internos en las cuentas nacionales. Si hay aranceles de importación, tendrán incidencia en esos precios, de modo que el cálculo del valor de las importaciones sería algo distinto que en la ecuación precedente. Si designamos como “ a ” a la tasa promedio del impuesto sobre las compras externas (incluyendo los aranceles y otros tributos, como el IVA) tendríamos:

$$Q = \frac{(1+a).E.P^f.q}{P} = (1+a).ER.q.$$

En lo que sigue, sin embargo, y por simplicidad, ignoraremos los impuestos y subsidios sobre las operaciones de comercio internacional.

Hecho esto, podemos reescribir así la identidad básica de cuentas nacionales:

$$Y \equiv C + I + G + ER.(x - q).$$

Conviene aclarar, en este punto, que este tratamiento es diferente al que se encuentra en algunos manuales de macroeconomía, como el de Blanchard (1997) o Blanchard y Pérez Enri (2000), por ejemplo. La expresión equivalente, en esos textos, es:

$$Y \equiv C + I + G + X - ER.q,$$

donde las exportaciones no se expresan como el producto de las cantidades exportadas por el tipo de cambio, porque están computadas directamente en dólares, la moneda nacional de los EE.UU., al igual que el consumo, la inversión y el gasto del gobierno. Mientras que sí están multiplicadas por el tipo de cambio las importaciones. Esos autores lo hacen así porque asumen que Estados Unidos exporta a precios de venta fijados en su propia moneda, mientras que importa, desde la Unión Europea, por ejemplo, bienes preciados en euros (o, más en general, en moneda extranjera). Nosotros optamos por un enfoque diferente porque estamos pensando en una economía pequeña o relativamente pequeña, que en la mayor parte de los rubros del comercio opera a precios definidos en

moneda extranjera en los mercados internacionales, tanto en aquellos en los que vende como en los que compra. Pero tome en cuenta estas diferencias de tratamiento, porque no son menores. Estas variantes en la forma de representar las transacciones comerciales con el resto del mundo se reflejarán luego en algunos efectos también distintos de una devaluación, por ejemplo. Observe que no se trata simplemente de preferencias en la forma que se escoge para “modelar” la economía, sino de diferencias reales entre economías distintas, que la modelización procura captar.

El balance de pagos “corregido”

Más arriba, nuestro balance de pagos lo definimos como

$$X - Q \equiv \Delta R.$$

Pero ahora ya podemos reflejar mejor el hecho de que en esta cuenta se consideran las exportaciones e importaciones *en dólares*. Como señalamos un poco más arriba, las exportaciones en dólares podemos expresarlas como $(P^f \cdot x)$, y las importaciones como $(P^f \cdot q)$. De modo que el balance de pagos queda redefinido como:

$$P^f \cdot x - P^f \cdot q \equiv \Delta R.$$

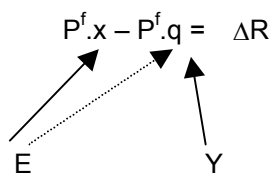
En este nuevo planteo, nuestro argumento anterior de que las importaciones están determinadas por Y podría representarse simplemente asumiendo que “ q ” depende del producto. Estamos en terreno conocido.

Pero lo que hay que introducir ahora son los nuevos supuestos de comportamiento, que derivan de hacer explícito al tipo de cambio como un determinante de las exportaciones y de las importaciones (además de introducirlo en el esquema contable, que es lo que acabamos de hacer).

Hemos dicho que las compras de bienes al resto del mundo dependen negativamente de ER , mientras que las ventas están vinculadas con ER en forma positiva. Sin embargo, si asumimos, provisoriamente, que P^f y P están dados, entonces el tipo de cambio real se moverá conjuntamente con el tipo de cambio real. De manera que podemos simplemente asumir que exportaciones e

importaciones dependen de E , es decir, del tipo de cambio nominal, dados los precios. Veamos el siguiente diagrama:

Diagrama 6.3: El balance de pagos



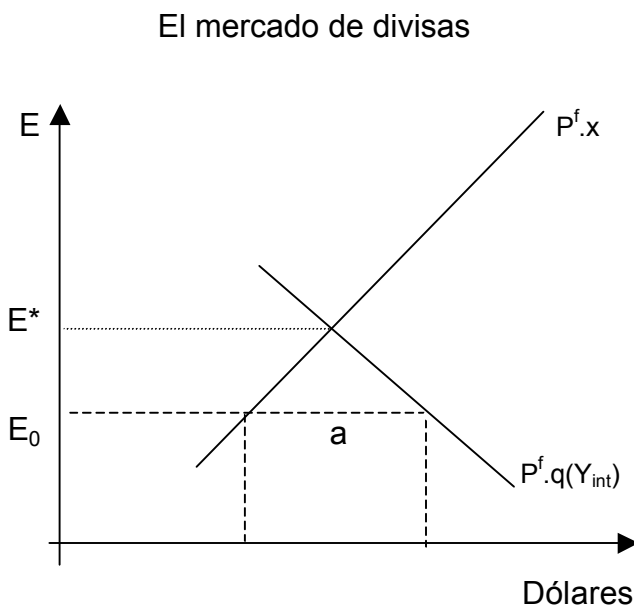
Hacemos explícito allí el hecho de que el resultado del balance de pagos no dependerá ahora sólo del nivel del producto Y (que a su vez determina q), sino también del tipo de cambio. ¿Habría un nivel de Y que equilibre el balance de pagos, como el Y_{ex} de nuestra argumentación precedente? Claro, pero *dado* el nivel del tipo de cambio. Supongamos que el tipo de cambio se encuentra en un nivel cualquiera E_1 . Dada esa paridad, y conociendo el valor de P^f , podríamos determinar el nivel de Y tal que (ΔR) fuese cero, es decir, tal que tuviésemos equilibrio del balance de pagos. Ese sería Y_{ex} . Pero si E subiera, aumentarían las cantidades exportadas “ x ” y declinarían las cantidades importadas “ q ”, de manera que, al mismo valor de Y anterior, ahora tendríamos, en lugar de equilibrio, superávit en el balance de pagos. En otros términos, podemos decir que el valor de Y_{ex} *aumentó*. Es decir, se movió con el tipo de cambio, en el mismo sentido.

Note que ahora estamos en condiciones de decir lo siguiente: el gobierno podría procurar alcanzar su meta en materia de Y , tal vez utilizando políticas fiscales expansivas (es decir, subiendo G o bajando “ t ”). Si eso lleva el balance de pagos a una situación insostenible, parece posible corregir el problema mediante un tipo de cambio más alto. Sin embargo, ya estamos adentrándonos en el terreno de la política cambiaria y, en rigor, todavía no podemos hacerlo porque nos faltan algunos elementos. Los plantearemos enseguida.

El mercado de divisas

De hecho, hemos venido asimilando aquí las exportaciones a nuestra fuente de moneda extranjera, es decir, son la *oferta de divisas* en nuestra economía simplificada, mientras que las importaciones constituyen la *demanda de divisas*.

Tenemos oferta, demanda y precio (el tipo de cambio), es decir, los elementos que necesitamos para configurar un mercado. Lo representamos en el gráfico siguiente.



Este gráfico no hace en principio nada más que reflejar nuestros supuestos de comportamiento: asumimos que x depende del tipo de cambio real, positivamente. Con precios internacionales e internos dados, podemos en realidad asumir que x depende simplemente de E , el tipo de cambio nominal, como se hace en la ilustración. Esa es la oferta de divisas.

La demanda de divisas, por su parte, deviene de las importaciones. En este caso asumimos que q depende del tipo de cambio real, negativamente. Al igual que hiciéramos con las exportaciones, con precios internacionales e internos dados podemos asumir que q depende simplemente del tipo de cambio nominal (E). Sin embargo, en esta última representación tenemos que dejar fijo el valor del ingreso Y para poder situar la curva de importaciones, porque las compras de bienes y servicios al resto del mundo dependen de ambas variables, E y Y . Supondremos que la economía está operando en el nivel Y_{int} de nuestra discusión precedente, de manera que la línea $P^f \cdot q$ representada allí está trazada para ese valor de Y específicamente (puesto que por el momento asumimos que la economía está operando precisamente con ese nivel de actividad).

¿Cómo funciona el mercado de divisas? Volveremos a este tema crucial luego de algunas aclaraciones que incluimos en la sección que sigue.

Algunas digresiones

- *La condición de Marshall-Lerner*

Dedicamos este conjunto de apartados a varias digresiones que son útiles para una mejor comprensión del punto que estamos discutiendo.

Observe que estamos asumiendo, como es corriente, que tanto la demanda como la oferta de divisas (en otros términos, las exportaciones y las importaciones, en nuestra economía simplificada) responden de la manera esperada a los incentivos. La oferta sube con el precio (E, en este caso) y la demanda declina. Sin embargo, es necesario aclarar que en nuestro tratamiento del mercado de divisas hay implícitos otros supuestos importantes. Considere por ejemplo las exportaciones. Como hemos señalado, la curva correspondiente tiene, en el gráfico del mercado de divisas que incluimos más arriba, pendiente positiva, lo que indica que a un mayor tipo de cambio habrá un mayor flujo de oferta de divisas (siempre manteniendo constantes otros determinantes de las ventas de bienes al resto del mundo, como el nivel de ingresos del resto del mundo). Pero, ¿estamos seguros de que será así?, ¿un tipo de cambio más alto producirá mayores ingresos por exportaciones?

Para examinar el problema tenemos que considerar, en primer lugar, que las divisas que ingresan son el producto de las cantidades exportadas de mercancías multiplicadas por sus precios. Para que las cantidades exportadas aumenten es necesario que sea posible responder a los mejores precios (medidos en pesos), asociados a un tipo de cambio más alto, con una mayor producción de los bienes que se destinan al resto del mundo. Que esto sea factible, y en qué magnitud, es lo que revela la elasticidad de la oferta nacional de mercancías exportables.

Asumamos que esa elasticidad es positiva (lo que frecuentemente se verificará, en algún grado). En tal caso estaremos en condiciones de aumentar, a un tipo de cambio más elevado, la producción de bienes exportables y nuestras ventas al resto del mundo. Pero para estar seguros de que esto dará lugar a un mayor ingreso de divisas no basta con saber que las cantidades vendidas se incrementarán. Hay que preguntarse qué pasará con los precios de venta, medidos en dólares. Nosotros los estamos considerando exógenos (e iguales a

P^f), pero en ocasiones ese supuesto puede resultar inapropiado. El aumento de la oferta nacional podría provocar cierta baja de estos precios. Que tal cosa suceda o no dependerá de la magnitud del aumento de nuestra oferta (en relación con el tamaño total del mercado correspondiente) y también de la reacción de la demanda externa (o, más específicamente, de la elasticidad de la demanda del resto del mundo por nuestros bienes).

Veamos un ejemplo para comprenderlo mejor. El Brasil ha sido y es aún un actor fundamental en el mercado internacional de café. Imagine una suba del tipo de cambio en ese país tal que, entre otras cosas, aumente significativamente el valor en moneda interna de cada dólar obtenido por las ventas de ese grano al exterior. Podría esperarse una reacción de los oferentes brasileños, que aumentarían los volúmenes producidos para aprovechar las mejores condiciones de rentabilidad. Si la oferta brasileña de café se incrementase significativamente, ¿qué sucedería con el precio? Eso dependerá del comportamiento de la demanda internacional. Si ésta fuese muy inelástica, es decir, si los consumidores de café fuesen poco sensibles al precio, de manera que cuando éste baja no incrementan de modo apreciable sus compras, el café se abarataría significativamente (casi todo el ajuste a la nueva situación sería, en ese mercado, por precio, y muy poco por cantidades). Es posible, entonces, que los productores brasileños de café vendan sólo un poco más, pero a precios tal vez bastante más bajos. En tal caso, los ingresos totales de divisas producidos por esa industria podrían declinar en vez de aumentar. Y lo mismo podría suceder con el ingreso total de divisas al país en cuestión, si ese bien tiene, como sucedía con el café en el Brasil, un peso muy grande en la pauta total de exportaciones del país.

Por otra parte, tampoco es totalmente seguro que la demanda de divisas se contraiga significativamente ante una suba del tipo de cambio. Esto se refleja en lo que llamamos elasticidad-precio de las importaciones. Si ésta es muy baja, es en principio probable que la demanda de divisas apenas decline.

En definitiva, no está garantizado que una suba del tipo de cambio mejore siempre el saldo del comercio, tal como sí sucede en el caso que estamos examinando aquí, según usted puede comprobar fácilmente examinando el gráfico del mercado de divisas.

Que un alza del tipo de cambio mejore efectivamente el balance comercial dependerá, como el ejemplo brasileño ilustra, de qué valores asuman las elasticidades de oferta y de demanda de nuestras exportaciones e importaciones. Puede deducirse una condición precisa que debe cumplirse para que la suba del

tipo de cambio mejore el saldo comercial; se la conoce como la “condición de Marshall-Lerner”, los economistas que la plantearon. No es necesario desarrollarla en detalle aquí. Basta decir que esa condición es precisamente una relación entre las elasticidades-precio de las ofertas y demandas de exportaciones e importaciones. Pero es interesante destacar que la condición de Marshall-Lerner se cumple, en particular, siempre que se trate de una *economía pequeña*, tal como nosotros hemos supuesto que es la que consideramos aquí. En tal caso, los precios de exportación (y de importación) no variarán como consecuencia de decisiones de nuestros exportadores o importadores. Recordemos que hemos definido a una economía pequeña como aquella que es “tomadora de precios”, lo que quiere decir que sus ventas y compras de mercancías se hacen a precios que no dependen de las cantidades que el país vende o compra. En otros términos, esta economía no tiene incidencia en la determinación de los precios internacionales de los bienes que exporta o importa, como sucede, por ejemplo, con la mayor parte de las mercancías que forman parte del comercio de nuestro país en la actualidad, aunque hay por cierto algunas excepciones de importancia.

Sintetizando: el tratamiento del mercado de divisas y de los efectos de una suba (o baja) del tipo de cambio que estamos planteando aquí da por supuesto que se cumple la condición de Marshall-Lerner, para lo cual bastaría con asumir (aunque no es necesario) que estamos examinando una “economía pequeña”. Que esta condición se cumpla significa que, tal como puede verse en el gráfico del mercado de divisas, *un tipo de cambio más alto está asociado con un mejor resultado comercial*.

- *La curva J*

Esta digresión tiene menos importancia, pero cabe plantearla porque es habitual que los textos de macroeconomía presenten, alcanzado este punto en la argumentación, un efecto conocido como “la curva J”. La “J” representa la trayectoria que se supone que puede asumir el saldo del comercio luego de una suba del tipo de cambio: primero empeora, para sólo más tarde mejorar.

Tome en cuenta que nos hemos estado refiriendo aquí al saldo comercial *en dólares*, que es lo que nos interesa puesto que es en esa moneda que se confecciona el balance de pagos.

En realidad, en la economía de la que estamos tratando aquí, *no hay curva J*. El balance comercial en dólares no empeora luego de una suba del tipo de cambio.

Tal vez mejore lentamente o poco en un inicio, y más rápido luego, pero esa secuencia temporal va más allá de lo que pretendemos captar con nuestra argumentación que es, por simplicidad, “estática”. Si sube E, las exportaciones aumentan en algún grado, y las importaciones declinan, como surge de nuestras ecuaciones de comercio. No hay lugar en la argumentación para una contracción inicial.

Ahora bien, el balance comercial *medido en pesos* sí podría empeorar inicialmente, porque si la situación de la que se parte es deficitaria, la suba de E aumentaría instantáneamente el valor en pesos de ese desequilibrio. Este se reduciría luego, a medida que las exportaciones e importaciones reaccionan según lo esperado. Pero, reiteramos, esa suerte de “J” no se refiere al balance de pagos en dólares.

La confusión corriente deviene de que en manuales de macroeconomía de uso muy corriente, escritos desde la perspectiva de los EE.UU., estos dos temas se confunden porque el balance de pagos y las cuentas nacionales se hacen en la misma moneda, y porque EE.UU. exporta principalmente a precios determinados en dólares, es decir, en su propia moneda. En tal caso, la ecuación del balance comercial sería, simplificada, así:

$$P \cdot x - E \cdot P^f \cdot q \equiv \text{Bal.comercial.}$$

Esa expresión tiene dos diferencias con la ecuación del balance de pagos de nuestra “economía pequeña” que incluyéramos más arriba.

En primer lugar, allí no aparece P^f multiplicando a las “x”. Es así porque, como acabamos de señalar, EE.UU. exporta a sus propios precios (en dólares). En segundo término, tampoco aparece E multiplicando a las exportaciones, que ya están en dólares, aunque sí se lo incluye multiplicando a las importaciones (preciadas por ejemplo en euros, de modo que en este caso E es el tipo de cambio entre el dólar y la moneda de la Unión Europea), para pasar las compras externas a la moneda de los EE.UU.

Es evidente que, en tal caso, una suba de E sí tendría un efecto impacto, inicial, sobre el balance de comercial *en dólares*. Si se parte de un saldo negativo, la suba de E incrementará ese déficit en un comienzo, y esto da lugar a la posibilidad de ese comportamiento “en J”, que en nuestra economía pequeña está ausente.

- *Controles de cambios*

Una tercera digresión se refiere a los controles cambiarios. Estamos asumiendo que los exportadores traen las divisas que obtienen por sus ventas al resto del mundo. Ya hemos explicado que si decidieran, por ejemplo, dejar esos ingresos, o parte de ellos, depositados en bancos del exterior, la oferta de divisas se resentiría, pero argumentamos también que hemos dejado de lado esa posibilidad al asumir que no hay movimientos de capitales. Asumimos que los exportadores están forzados por la normativa vigente a liquidar las divisas internamente. Eso indica la presencia de controles cambiarios (las operaciones de cambio de moneda extranjera están sujetas a ciertas restricciones).

Del mismo modo, asumimos que sólo se compran divisas para importar. Eso supone que no se puede adquirirlas para guardarlas bajo un colchón o para enviarlas al exterior. De nuevo, todas estas operaciones aparecerían en el balance de pagos como salidas de capital (aunque los dólares queden en el territorio nacional, en una caja de seguridad, por ejemplo), y estamos asumiendo que no las hay. En este caso también estamos suponiendo implícitamente que existen controles de cambios: las operaciones de compra de divisas para fines distintos de la importación están prohibidas o severamente restringidas, como era bastante habitual en las economías semicerradas de la segunda posguerra.

- *Otros efectos de los movimientos del tipo de cambio*

Una última digresión u observación de alerta, de otro orden, tiene que ver con otros efectos posibles de variaciones en el tipo de cambio nominal. Tome en cuenta que estamos examinando una economía que sólo comercia con el resto del mundo. Por ello, en este contexto, una variación de la paridad cambiaria no tiene otras consecuencias que hoy en día son o pueden ser de gran relevancia, como las que afectarían a los mercados financieros y de capitales. Éstas últimas serían además particularmente importantes en una economía con alto grado de *dolarización* de las transacciones financieras internas, como ha sido el caso de la Argentina en los años noventa. Queremos concretamente sugerir que una depreciación cambiaria (una suba de E) podía concebirse, en las economías financieramente aisladas de la fase anterior al primer *shock* del petróleo, como un evento por lo general bastante menos traumático de lo que nos hemos acostumbrado a pensar más recientemente. Por cierto, tampoco estamos

considerando todavía otras consecuencias de una devaluación, como las que podría tener sobre el nivel general de precios.

El régimen de tipo de cambio fijo e intervención cambiaria

Volviendo al hilo central de nuestra argumentación: ¿cómo funciona el mercado de divisas que estamos describiendo? La respuesta no es única, porque la forma de funcionamiento de este mercado dependerá de cuál sea el *régimen de cambios* vigente. Es decir, será diferente según qué instituciones y regulaciones de las operaciones en moneda extranjera existan.

Nosotros hemos supondremos, para comenzar, que en nuestra economía el tipo de cambio está fijo en $E = E_0$. A esa paridad, se configura una brecha entre importaciones y exportaciones, que está representada por el segmento “a” en la gráfica del mercado de divisas incluida más arriba. Se observa que, al tipo de cambio E_0 y el nivel del PIB designado como Y_{int} , las importaciones superan a las exportaciones. Es decir, hay déficit del comercio. Pero esa brecha podemos llamarla también “exceso de demanda de divisas”. En efecto, en esta economía sencilla, el mercado de divisas está estructurado por las transacciones comerciales.

En cualquier mercado en situación de exceso de demanda hay una presión alcista sobre el precio. Por lo tanto, el precio de las divisas, que no es otra cosa que E , debería en principio subir. Pero hemos supuesto que estaba fijo. Más específicamente, hemos asumido, sin decirlo explícitamente hasta aquí, que nos encontramos bajo un régimen de tipo de cambio fijo.

Se utiliza aquí el adjetivo *fijo* en el sentido de “fijado”, y no de inmóvil o invariable. Es decir, se trata de un régimen en que la paridad es determinada administrativamente, por decisión de alguna autoridad; no por el mercado. La autoridad cambiaria de nuestra economía estableció la paridad en el nivel E_0 .

El régimen de tipo de cambio fijo no requiere que la tasa de cambio esté establecida por ley, ni que involucre libre convertibilidad o respaldo de la moneda local en divisas, aunque estos elementos (o alguno de ellos) puedan estar presentes en un caso específico.

En nuestro ejemplo, a la paridad establecida, E_0 , hay exceso de demanda de divisas. Si las autoridades quieren mantener al tipo de cambio en ese nivel deberán *intervenir*. Se llama intervención a la participación de la autoridad cambiaria en el mercado de divisas, lo que normalmente se hace comprando o

vendiendo. En síntesis, cuando el régimen es de tipo de cambio fijo, la autoridad está forzada a intervenir para defender la paridad que decida establecer.

Intervención e intervencionismo

No es raro que la palabra "intervención" aparezca cargada de un juicio de valor negativo, si se la asocia a alguna interferencia estatal en los mecanismos de mercado juzgada perjudicial. Cuando se le utiliza para describir el papel de las autoridades cambiarias al que acabamos de hacer referencia, el término está libre de ese lastre. Bajo un régimen de convertibilidad (como el de la Argentina en los años noventa, por ejemplo) el banco central está obligado a intervenir para mantener la paridad, es decir, debe salir a vender divisas si el público quiere comprar, o bien a comprar si el público quiere vender (y esto en cantidades ilimitadas). Y eso puede hacerse en condiciones de amplia libertad de mercado.

Por otra parte, las operaciones de intervención cambiaria tienen efectos monetarios. Si el banco central está perdiendo reservas, al mismo tiempo está "absorbiendo" pesos, que salen de circulación. Si, en cambio, acumula reservas, los pesos con los que las adquiere se incorporan a la circulación monetaria. Estos efectos serán considerados más adelante, cuando integremos las cuestiones monetarias y financieras en el análisis.

En el ejemplo que hemos venido examinando hasta aquí, la intervención se manifiesta en pérdida de reservas. El banco central está defendiendo la paridad que estableció en E_0 , pero como con ese tipo de cambio hay exceso de demanda de divisas, tiene que responder vendiéndole a los importadores parte de sus reservas, y período a período deberá reiterar este comportamiento en tanto la situación persista, a fin de evitar que el tipo de cambio suba. La magnitud de la intervención está dada por el segmento "a" en el gráfico del mercado de divisas, como ya hemos indicado. Ese es el monto que el banco central debe vender, por período.

Estamos ahora en condiciones de plantear el conflicto entre el objetivo interno (Y_{int}) y el equilibrio del balance de pagos desde una perspectiva un poco diferente de la que habíamos adoptado previamente.

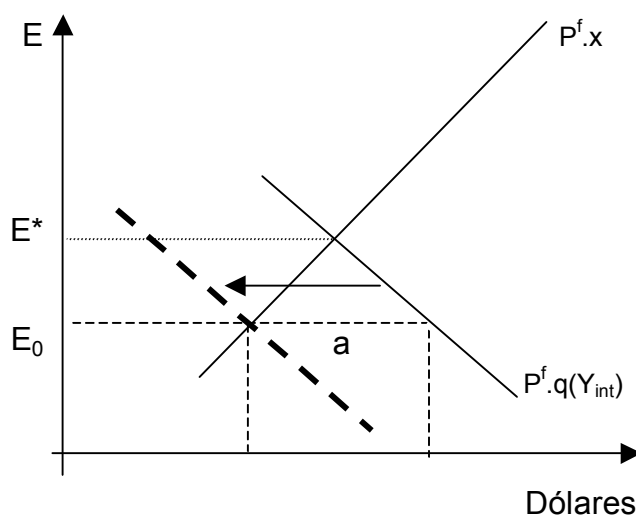
Dijimos que el déficit del balance de pagos de nuestra economía hipotética no era sostenible debido a lo limitado de las tenencias de reservas. Ahora podemos especificar esa afirmación un poco más: en realidad lo que probablemente no resultaba sostenible era la política cambiaria, o más concretamente, la paridad fijada en E_0 .

Observe que la “solución” recesiva de este problema (es decir, el ajuste del balance de pagos producido mediante una política fiscal contractiva, que presentáramos más arriba) se representaría, en el gráfico del mercado de divisas, como un desplazamiento hacia la izquierda de la curva de importaciones (cuya posición depende del nivel del ingreso Y).

A medida que Y desciende desde su nivel inicial Y_{int} , esa curva se desplaza y el exceso de demanda de divisas se comprime hasta, eventualmente, desaparecer. Eso sucedería cuando la curva de demanda de divisas se corte con la de oferta (o de exportaciones) al tipo de cambio E_0 . En otros términos, una recesión podría hacer sostenible a la política cambiaria, equilibrando oferta y demanda de divisas. Pero el precio de sostener ese tipo de cambio es alto: se resigna el objetivo interno de nivel de actividad y empleo.

Ilustramos eso a continuación.

El mercado de divisas y el
ajuste recesivo del balance de pagos



¿Qué estamos argumentando? Que a medida que Y desciende, tendremos *menos importaciones para todo y cualquier valor del tipo de cambio*. Como indica la flecha, la línea que representa el valor de las compras de bienes al resto del mundo se desplaza hacia la izquierda. El segmento (inicialmente “a”) que indica el tamaño del exceso de demanda de divisas, se acorta. Cuando la línea $P^f.q$ llega hasta donde hemos situado a la línea discontinua gruesa, el exceso de demanda

de divisas ha desaparecido como resultado de la recesión (y el consecuente descenso de las compras de bienes al exterior). La recesión “ajustó” el balance de pagos, haciendo sostenible la paridad cambiaria E_0 . La recesión es un costo de sostener ese tipo de cambio, inferior al de equilibrio.

Pero asumamos, para seguir adelante, que la vía de la recesión está descartada: el gobierno está dispuesto a hacer lo posible para mantener a la economía en Y_{int} .

Ya sabemos que, en esa situación, la paridad cambiaria vigente (E_0) no se puede sostener indefinidamente. ¿Cómo se la modificará?

En principio, podemos pensar en dos vías principales. Una es recurrir a la *devaluación*, lo que significa modificar administrativamente la tasa de cambio, elevándola, pero permaneciendo bajo el régimen de cambio fijo. El banco central corregiría E en cierto momento, posiblemente tratando de “acertar” con el nivel en el que el mercado de divisas encontraría su equilibrio (E^* en el gráfico) y fijándolo allí. Con esa paridad cesaría la pérdida de reservas.

¿Quién sabe cuál es el tipo de cambio de equilibrio?

Decimos que el banco central procuraría *acertar* con el tipo de cambio E^* porque si bien en nuestro gráfico el punto de equilibrio del mercado de divisas está bien definido, en la práctica las cosas serán, con toda seguridad, menos nítidas que en una hoja de papel. Incluso en este marco simplificado en el que ignoramos los movimientos de capitales, contaremos, en el mejor de los casos, sólo con estimaciones aproximadas de la posición y pendiente de las curvas de oferta y demanda de divisas. Por ende, tendremos quizás lo que suele calificarse como “una conjetura ilustrada” del nivel del tipo de cambio de equilibrio, con mayor o menor varianza según el estado de la economía y las características de las perturbaciones o shocks que pueden afectar a las exportaciones e importaciones. Y aún cuando exista cierta confianza acerca de en qué rango se ubicaría E^* , la autoridad cambiaria deberá considerar otros temas, como si conviene elevar la paridad tal vez un poco más, para garantizar el éxito de la operación, o para tener un “colchón” que dé mayor margen de maniobra en el futuro. Esto también involucraría, sin embargo, algunos costos, por ejemplo el de que un tipo de cambio real más alto tendrá seguramente contrapartida en salarios reales más bajos (al menos en el corto plazo), como veremos en capítulos posteriores.

La alternativa es dejar que el precio de las divisas fluctúe libremente. Es decir, pasar a otro régimen cambiario, llamado de *flotación*, y más precisamente de “flotación pura” si la autoridad cambiaria se retira completamente del mercado.

Técnicamente, se trata simplemente de dejar de intervenir. Al cesar la intervención cambiaria, la tasa E será determinada por el mercado, y al menos en el esquema sencillo que estamos considerando hasta aquí, deberíamos suponer que el precio de las divisas subiría hasta E^* , donde los planes de oferentes y demandantes de divisas resultarían iguales, y todos ellos serían realizables simultáneamente (al nivel Y_{int} del producto). A cualquier tipo de cambio inferior a E^* habría exceso de demanda de divisas y la presión alcista persistiría. Alcanzada la paridad E^* el exceso de demanda desaparece, y con él se extinguiría también, en principio, esa presión.

Otros regímenes cambiarios

Acabamos de plantear sucintamente las características principales de dos regímenes cambiarios “polares”: el de paridad fija y el de flotación pura, pero hay diversas variantes y casos intermedios. Los mencionamos aquí, aunque enseguida retomaremos el análisis del caso de tipo de cambio fijo (más adelante lo contrastaremos con el caso de flotación pura).

En primer lugar, mencionemos el hecho de que hemos descrito a nuestro régimen de paridad fija asumiendo que la autoridad cambiaria determina “ E ”, pero a esa paridad no tiene control sobre *las cantidades* que se comercian en el mercado. Debe vender divisas (si hay exceso de demanda en la plaza) o comprarlas (si hay exceso de oferta) en las cantidades que el sector privado quiera.

Sin embargo, esa no es una buena descripción de los mercados cambiarios de las economías semiindustrializadas de América Latina en la segunda posguerra. En efecto, los controles de cambios eran generalizados y las autoridades responsables solían tratar de regular precio y cantidad simultáneamente.

En especial, a fin de proteger las escasas divisas, los bancos centrales solían “racionarlas”, limitando las ventas a los importadores. Es decir que, a diferencia de lo que hemos supuesto en nuestro ejemplo, no siempre vendían tantas divisas, a partir de sus reservas, como las que hacían falta para satisfacer la demanda total de moneda extranjera para importaciones al tipo de cambio fijado.

Por el contrario, con frecuencia dejaban insatisfecha una parte de esa demanda. Lo hacían mediante distintos mecanismos, como el establecimiento de permisos o licencias de importación (que iban siendo autorizados o liberados con demora), la determinación de cuotas o restricciones cuantitativas o directamente

estableciendo la prohibición de importar ciertos bienes. Naturalmente, estos mecanismos de racionamiento daban pie a la aparición de un mercado paralelo de divisas, ilegal, con la correspondiente cotización “negra”. Lo que a su vez incentivaba la subdeclaración de exportaciones y el contrabando, contribuyendo a ennegrecer aún más la economía y a realimentar, debido a tales filtraciones, la escasez de divisas en el segmento legal de ese mercado.

De manera que solían coexistir, ocasionalmente, déficit del balance de pagos, una demanda de divisas insatisfecha, racionada, y un tipo de cambio paralelo.

Si bien el análisis que hemos planteado aquí es un poco más simple, ese cuadro solía llevar también a situaciones de insostenibilidad de la política cambiaria, de lo que la magnitud de la brecha entre el dólar paralelo y el oficial solía ser ocasionalmente un indicador.

Por otro lado, retomando el tema más general de los regímenes cambiarios, cabe mencionar también los llamados de “flotación sucia” y de “flotación con bandas”. Suele hablarse de flotación sucia cuando, en el marco de un mercado donde el precio de las divisas depende básicamente de oferta y demanda, las autoridades ocasionalmente intervienen comprando o vendiendo, aunque sin seguir una regla explícita. La flotación con bandas, por su parte, se refiere también a cierto tipo de intervención en un mercado donde normalmente la paridad es determinada por oferta y demanda. Pero esta intervención sigue una regla clara: las autoridades procuran mantener a las fluctuaciones cambiarias acotadas (por límites explícitos), de manera que salen a comprar divisas cuando el tipo de cambio nominal toca determinado mínimo (interviniendo a fin de evitar una mayor apreciación), y venden divisas si alcanza determinado tope, para impedir una mayor depreciación de la moneda nacional.

Los efectos de la devaluación

Volvamos ahora al caso de tipo de cambio fijo. Nuestro análisis del mercado de divisas muestra que, si la paridad cambiaria se eleva mediante una devaluación hasta E^* (asumiendo que la relación de precios P^f/P permanece constante), en principio, podría alcanzarse una situación de equilibrio interno y externo simultáneos. Sería factible, de este modo, producir un ajuste del balance de pagos, pero sin conducir a la economía a una recesión, que era lo que se buscaba. En teoría, y está claro que en un contexto simplificado, este es el sentido de una devaluación: corregir los precios relativos de modo de mejorar el resultado

del balance de pagos y hacerlo sostenible protegiendo, al mismo tiempo, el nivel de actividad interno (y, en consecuencia, el empleo).

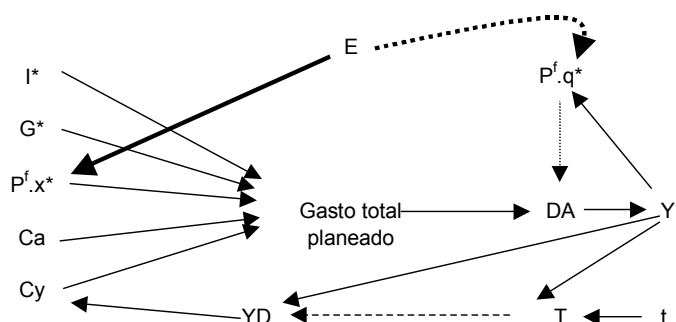
Aranceles y subsidios

Es concebible que un resultado semejante al que acabamos de describir se alcance a través de medidas que cambien los precios relativos en el mismo sentido en que lo hace una devaluación, pero sin modificar E . Esto puede hacerse, por ejemplo, aumentando los aranceles y derechos de importación, que ya mencionáramos más arriba, por un lado, e incrementando simultáneamente los reembolsos o subsidios a las exportaciones. Sin embargo, en la actualidad es relativamente limitado lo que puede lograrse a través de medidas de este tipo, debido a que los acuerdos de comercio en los que nuestro país, y otros, están involucrados, establecen restricciones en la materia.

El efecto de la devaluación sobre la demanda agregada

¿Pero está completo ese análisis? Claro que no lo está: no hemos considerado una repercusión adicional de la devaluación que corresponde introducir aún en un esquema bastante sencillo como es todavía el nuestro. En efecto, el tipo de cambio real no será neutral en relación a la demanda agregada.

Para verlo bastaría, en realidad, con volver al diagrama 6.1 planteado más arriba, y agregar ahora un par de interacciones adicionales: las exportaciones planeadas dependerán positivamente del tipo de cambio, y las importaciones lo harán negativamente. De modo que un tipo de cambio más alto estará asociado a un mayor valor de la demanda agregada DA . Tendríamos ahora:

Diagrama 6.4: El tipo de cambio y la demanda agregada

Naturalmente, en conclusión, el tipo de cambio interviene en la determinación del nivel de Y_{int} . Esto resulta, por una parte, de su efecto favorable sobre las exportaciones, y, por otra, del efecto, también positivo, derivado de la declinación de las importaciones. Este último revela uno de los aspectos esenciales de una devaluación: el cambio de precios relativos que involucra produce una modificación en la composición del gasto total, en contra de los bienes producidos en el resto del mundo y a favor de los bienes producidos internamente, lo que es expansivo (es lo que llamamos sustitución de importaciones).

Un poco más adelante veremos que, si bien esos efectos de carácter expansivo estarán normalmente presentes, una devaluación puede tener otras consecuencias capaces de dar lugar, por el contrario, a una recesión.

Pero antes de llegar allí, asumamos por el momento que la devaluación tiene un efecto expansivo que opera por los canales que hemos descrito. Es decir, asumamos que una devaluación real incrementa el gasto agregado en bienes internos. Tendría también, entonces, un efecto positivo sobre el nivel de actividad.

Si lo que acabamos de plantear es pertinente, entonces para corregir la situación problemática inicial (en la que teníamos el nivel Y_{int} del producto, pero también déficit en el balance de pagos) no sería suficiente con recurrir a una devaluación nominal (y real, puesto que en toda esta sección una cosa implica la otra). Se requeriría también la contracción de algún componente del gasto interno; del gasto público, probablemente (o bien del gasto privado, lo que podría lograrse por ejemplo aumentando las tasas impositivas). Esto parece necesario para evitar que la demanda agregada supere al producto de pleno empleo Y_{int} .

En otros términos, si se pretende mantener a la economía en Y_{int} (quizás porque es un nivel muy próximo al pleno empleo, y no parece factible expandir el

PIB más allá en lo inmediato), es necesario compensar el efecto expansivo de la devaluación con alguna medida de carácter contractivo.

Los programas de ajuste tradicional del Fondo Monetario Internacional

Una situación como la que subyace en la argumentación que hemos venido desarrollando hasta aquí (déficit del balance de comercio cuando la economía se encuentra en pleno empleo o en sus proximidades) no era rara en la segunda posguerra, hasta mediados de los años setenta, en América Latina.

Era, más precisamente, una situación no sólo frecuente sino recurrente, que se explica en parte como una derivación del proceso de industrialización basado en la sustitución de importaciones industriales (ISI). Como se sabe, ese proceso, que se iniciara en las primeras décadas del siglo XX pero tomara más impulso con el cierre de los mercados mundiales en los años treinta, comenzó reemplazando bienes importados por nacionales al final de la cadena productiva industrial. Es decir, se sustituían inicialmente manufacturas livianas, como textiles, línea blanca y otros. Esta sustitución, además de reducir un tanto el coeficiente de importaciones (es decir, el cociente entre las importaciones y el PIB), iba sobre todo cambiando su composición: menos bienes finales, pero más insumos intermedios de la producción industrial (como aluminio, productos siderúrgicos en general, etc.) y bienes de capital.

Ahora bien, muchos de estos bienes no tenían sustitutos internos, por lo que la pauta de importaciones resultaba muy rígida y poco sensible a precios (es decir, al tipo de cambio): al expandirse la economía y crecer el producto manufacturero, aumentaban también a buen ritmo las compras externas de insumos para ese sector.

En la medida en que las exportaciones no acompañaran con un dinamismo similar, y pese a las medidas dirigidas a racionar las divisas que ya hemos mencionado, las expansiones económicas tendían a generar saldos negativos en el comercio. De modo que, cuando el producto crecía relativamente rápido, o cuando se alcanzaba un elevado nivel de actividad (próximo al pleno empleo, si se quiere) no era un hecho sorprendente que el balance de pagos presentara un déficit.³

³ Observe que estas características se daban en economías cuya actividad manufacturera se orientaba centralmente a producir bienes destinados al mercado interno, una característica del ISI.

Como ya se indicó, en tal situación, economías como la argentina, la brasileña o la de Chile no estaban en condiciones, en aquellos años, de financiar el déficit del balance de pagos recurriendo al crédito internacional de fuentes privadas, porque el acceso a estos mercados era muy limitado. Se imponía, en consecuencia, la necesidad de ajustar las cuentas externas. Tal vez había llegado el momento de recurrir al Fondo Monetario Internacional, institución cuya misión, asignada por acuerdo de los países miembros y establecida en sus documentos constitutivos, es la de velar por el buen funcionamiento del sistema internacional de pagos. Podía recurrirse al FMI para financiar el desequilibrio del balance de pagos a través de un crédito *stand-by*, sujeto a ciertas condiciones, que implicaban la corrección del desequilibrio.

Las medidas de política que solían integrar los planes de ajuste tradicionales del Fondo, más allá de matices y variantes particulares, tenían dos ejes que son los que ya hemos mencionado: *devaluación*⁴ (para modificar la *composición* de la demanda, a favor de bienes producidos internamente, en detrimento de los extranjeros), y *reducción del gasto interno* (y más precisamente, en general, del gasto público), con la finalidad de compensar el supuesto efecto expansivo de la devaluación sobre el *nivel* del gasto total.

La dinámica de marchas y contramarchas (o "stop-go")

Si la situación inicial era “pleno empleo más déficit del balance de pagos”, las dos medidas indicadas debían llevar a “pleno empleo más equilibrio del balance de pagos”. Es decir, se esperaba que corrigieran el desequilibrio externo preservando el nivel de actividad (o el ritmo de crecimiento, como diríamos en una formulación más dinámica que la que estamos desarrollando aquí).

En economías con crecimiento “liderado por exportaciones” industriales las expansiones no tendrían por qué, en principio, ser acompañadas por un deterioro del balance comercial. Por otro lado, lo que estamos describiendo es un proceso “típico”, pero en ocasiones podía no verificarse. Por ejemplo, si una expansión coincidía con una situación muy favorable de los términos del intercambio, el deterioro del balance comercial resultaría menor o incluso no se produciría.

⁴ Si bien en el diseño de estos programas no se solía prestar demasiada atención a las características específicas de cada economía, algunos elementos, como el juicio acerca del carácter transitorio o permanente del problema de balance de pagos condicionaban las medidas a implementar. Por ejemplo, si el déficit se debía en parte a una situación desfavorable supuestamente transitoria del precio de un producto de exportación de mucha gravitación (como el cobre en Chile), entonces la devaluación podía no ser requerida, en la medida en que el ajuste del balance de pagos tendería a producirse espontáneamente al retornar ese precio a una zona más normal.

Pero desafortunadamente no solía ser esa la configuración resultante luego de la aplicación de un programa de ajuste tradicional.

Por el contrario, la economía solía moverse hacia un estado muy distinto, caracterizado por “recesión más superávit del balance de pagos”. Es decir que, por un lado, no se preservaba el equilibrio interno y, por otro, se producía un ajuste excesivo de las cuentas externas (un *overkill*, según la expresión en inglés, o “sobreajuste”, como suele traducirse en los textos de economía).

¿Cuál era la razón para ese desencuentro entre expectativas y resultados? Los economistas latinoamericanos avanzaron distintos argumentos para explicarlo. El eje argumentativo pasaba por una observación: las devaluaciones parecían tener un efecto contractivo sobre la demanda agregada, en lugar del impacto expansivo que encontramos corrientemente en los libros de texto de macroeconomía. ¿Por qué?

Las razones por las que una devaluación puede tener efectos contractivos son varias. Algunas tienen que ver con temas monetarios que todavía no hemos introducido en nuestro análisis, por lo que tendremos que retomarlas más adelante. Trataremos de resumir aquí, sucintamente, la influyente argumentación planteada en los años sesenta por Carlos Díaz Alejandro.⁵

Considere una economía hipotética con dos sectores, uno industrial-urbano y otro agropecuario. Supondremos que los mismos difieren en algunas dimensiones importantes. Por un lado, sus “balances de pagos” son muy distintos. El sector agropecuario es un exportador neto, es decir, es superavitario en divisas. Sus ventas de bienes al resto del mundo superan muy largamente a las compras de ese origen que el sector realiza.

Por el contrario, el sector industrial urbano, responsable del grueso de las compras de insumos provenientes del exterior (destinados en gran medida a la producción manufacturera), y con escasa capacidad de competir en los mercados mundiales, es naturalmente deficitario en divisas, o importador neto.

Si se dan esas características, el efecto-impacto distributivo que una devaluación real tendría, entre los dos sectores de nuestra economía hipotética, es muy claro: la devaluación transfiere ingresos desde el sector industrial-urbano

⁵ Díaz Alejandro, Carlos (1963). “A note on the impact of devaluation and the redistributive effect”, *Journal of Political Economy*, N° 6, Vol. LXXI. El artículo está escrito de una manera general, sin hacer referencia a un país determinado, pero parece claro que el caso argentino es el que mejor se adapta a la estilización que plantea el autor. Tenga presente de todos modos que todavía estamos hablando de la economía financieramente cerrada anterior al quiebre de mediados de los años setenta, aunque muchos de los argumentos que se desarrollan en este capítulo conservarán al menos cierta capacidad explicativa en el contexto más complejo posterior.

(cuyos insumos productivos se encarecen) hacia el sector agropecuario (que recibe ingresos mayores, en pesos, por sus ventas al exterior).⁶ De modo que, dado el ingreso total, el mismo se redistribuye a favor del sector exportador.

Esta redistribución del ingreso puede tener, o no, efectos sobre el gasto agregado. Observe que en el tratamiento que hemos dado hasta aquí a las variables de gasto planeado, asumimos, por ejemplo, que un componente de éste (el consumo) depende de Y , pero no incluimos la distribución del ingreso como argumento. Lo hicimos así siguiendo lo que es corriente en los textos de macroeconomía, pero al menos en capítulos más avanzados ese supuesto debe revisarse. Como ya hemos dicho al referirnos a otros asuntos, la mayor parte de los textos de macroeconomía de uso corriente provienen de autores del medio académico de los EE.UU. En ese país, en la posguerra, los cambios distributivos fueron muy pequeños hasta los años ochenta. Esa ha sido posiblemente una razón para dejar de lado la distribución en las argumentaciones macroeconómicas sencillas. Pero abstraer este factor es más inadecuado en economías en las que los episodios de fuerte redistribución intersectorial son relativamente frecuentes, como suele suceder en nuestro país y en otros de grado de desarrollo similar o menor.

Una forma simple de incorporar este elemento es la de considerar que las propensiones a consumir (o a gastar, en un tratamiento más general) a partir del ingreso son distintas en los sectores considerados (si fuesen iguales, la desagregación sectorial no tendría mucho sentido; no añadiría nada a la explicación del comportamiento del gasto agregado).

Ese es el camino que sigue el trabajo de Díaz Alejandro. Luego de plantear que la devaluación tiene un impacto redistributivo, sugiere considerar el caso en que la propensión a gastar a partir del ingreso es menor en el sector agropecuario (integrado en parte, por ejemplo, por rentistas, caracterizados por una propensión

⁶ También suben los precios internos de los bienes exportables, sobre los que gravita el tipo de cambio. En especial, se encarecen los alimentos, por su contenido de bienes transables de origen agropecuario. Debe considerarse además que una fracción muy significativa del sector asalariado, en particular, integra el sector urbano. Este sector, que gasta en alimentos una parte importante de sus ingresos, sufre una caída de sus remuneraciones reales con la devaluación. Éste es otro aspecto de la transferencia intersectorial de ingresos que estamos considerando. Tome en cuenta que estos efectos involucran un cambio de los precios relativos internos (sube el precio medio del sector agropecuario, en términos del precio medio del sector industrial), y seguramente una suba del nivel general de precios. Lo introducimos aquí, verbalmente, en la argumentación, aunque todavía no hemos dado lugar a la variación de los precios en nuestros esquemas explicativos.

al ahorro presumiblemente alta)⁷ que en el sector urbano-industrial (en el que se encuentra, como hemos señalado, la mayor parte de la clase asalariada, cuya propensión al gasto a partir del ingreso es aproximadamente *uno*).

Siendo así, y uniendo los dos argumentos, podemos decir que la devaluación redistribuye ingresos desde un sector con alta propensión al gasto hacia otro sector con una propensión al gasto baja. Se deriva de esto que la redistribución provocada por la devaluación puede tener un impacto contractivo sobre el gasto total, puesto que la propensión *media* a gastar declinará.

Eso no garantiza que el efecto de la devaluación sea, en términos netos, contractivo, porque aún habrá en operación mecanismos expansivos que fueron en verdad los que destacamos en un inicio (y que son los que aparecen normalmente con carácter exclusivo en los libros de texto de macroeconomía): posiblemente aumentarán las exportaciones y declinarán las importaciones.

Pero si la devaluación tiene algunos efectos contractivos como el que acabamos de describir, y si ellos son cuantitativamente importantes, podrían compensar en parte, o totalmente, o incluso superar a los que tienen carácter expansivo, dando lugar, eventualmente, a un impacto neto negativo sobre la demanda agregada.

La magnitud del efecto contractivo dependerá de diversas cuestiones de orden empírico. Por ejemplo: cuán superavitario en divisas es el sector agropecuario (y cuán deficitario el industrial-urbano) en el momento inicial, y cuán fuerte es la devaluación: estas circunstancias determinarán la importancia del impacto redistributivo de la modificación de la paridad cambiaria. Luego hay que considerar, naturalmente, si las propensiones a gastar en ambos sectores son realmente distintas, y cuál es la diferencia entre ambas. Por todo ello está claro que el argumento no pretende tener carácter general. Sugiere, de todos modos, la posibilidad de que una devaluación, en ciertas circunstancias, sea seguida por una contracción de la demanda agregada. El hecho de que éste fuera frecuentemente el resultado observado en la práctica da mayor plausibilidad al argumento.

⁷ Tal vez no esté de más reiterar que esta visión, en lo que se refiere a la Argentina, debe entenderse en su sentido histórico y no como una caracterización actual. Seguramente no corresponde desde hace años al panorama del sector agropecuario nacional.

El “sobreajuste” del balance de pagos

Retornemos ahora a los programas de ajuste tradicional. Si la devaluación tuviese un efecto neto contractivo sobre el gasto, y si, además, siguiendo la prescripción corriente en esos programas, se redujera en tales circunstancias el gasto público, por ejemplo, el efecto contractivo de la devaluación se vería reforzado, llevando a la economía hacia una recesión innecesariamente profunda. La recesión, al contraer exageradamente el volumen de importaciones, tendería a generar, en lugar de equilibrio de balance de pagos, el superávit (u “overkill”) que ya hemos mencionado.

A partir de estos argumentos parece posible concluir que, en tanto las devaluaciones tenían efectos recesivos, los paquetes de ajuste tradicional solían pecar de lo que podría considerarse un error de diseño. Se adoptaban medidas contractivas de demanda para compensar un inexistente efecto expansivo de la corrección cambiaria (aunque está claro que de este modo la capacidad de pago de la economía hacia el exterior se recomponía más rápido y en mayor grado, lo que seguramente resultaba bien visto por los funcionarios del FMI, menos preocupados por los costos internos de esos resultados).

La fase expansiva

Hemos mostrado que, partiendo de una situación inicial insostenible (pleno empleo con déficit de balance de pagos, en ausencia de financiamiento externo significativo y bajo regímenes de tipo de cambio fijo), se evolucionaba, tras la aplicación del programa de ajuste, hacia un cuadro de “recesión con superávit externo”.

Alcanzado este punto, la escasez de divisas que había dado origen a la necesidad de ajustar el balance de pagos había ya desaparecido, dando lugar a una situación de holgura. Es concebible entonces que, en las nuevas circunstancias, varias cosas comenzaran a funcionar de un modo diferente. Por ejemplo, si se había seguido una política fiscal contractiva (aunque quizás inadecuada) ya no había razones para mantenerla tan rígidamente. Y si, por ejemplo, se habían contraído los salarios públicos (en términos reales, puesto que la devaluación tenía algún efecto alcista sobre los precios internos, aunque no hemos incorporado aún este elemento explícitamente en nuestro modelo, como ya

señaláramos) o se habían postergado proyectos de inversión, esas acciones podían ahora revertirse, total o parcialmente.

Al mismo tiempo, ciertos procesos se daban con mayor automaticidad, o de manera espontánea. Por ejemplo, continuaba con renovado vigor la “puja distributiva” entre sectores, es decir, la lucha por una mayor participación en el ingreso. Los asalariados urbanos procuraban recuperar las pérdidas generadas por la devaluación. Pugnaban por aumentos de salarios, que las industrias, protegidas por altas barreras arancelarias y no arancelarias podían en general conceder, trasladando su impacto en los costos a los precios de venta. De modo que los precios urbanos y los salarios comenzaban a subir en relación con el tipo de cambio (y en consecuencia en relación con los precios agropecuarios).

En otras palabras, superado, tras la devaluación, el “cuello de botella” determinado por la escasez de divisas, se iniciaba una fase de apreciación cambiaria. Así, la redistribución del ingreso producida por la devaluación tendía a revertirse, contribuyendo a configurar las condiciones para el inicio de una nueva expansión. En efecto, si la devaluación resultaba contractiva, la apreciación debía operar expansivamente, al redistribuir ingresos a favor del sector industrial urbano, de mayor propensión al gasto.

Y esa nueva expansión iba acompañada por un nuevo deterioro del balance de comercio, motivado por un lado por el propio incremento del nivel de actividad, con su efecto sobre las compras de insumos importados, pero también por el impacto desfavorable de la apreciación cambiaria. Con el tiempo, este sendero podía llevar a una situación que, en sus trazos generales, recreaba la inicial: pleno empleo (o un buen ritmo de expansión) con déficit en el comercio.

Y entonces la historia vuelve a repetirse: otra vez pérdida de reservas y problemas de sostenibilidad; nuevamente la necesidad de ajustar el balance de pagos y el consecuente freno al crecimiento.

Así, en lugar de seguir un sendero de expansión sostenida, las economías semiindustrializadas de América Latina se movían en trayectorias quebradas, con avances y retrocesos, determinados por cierta insuficiencia en la capacidad de generación de divisas. Es la llamada dinámica de marchas y contramarchas, conocida también como “stop-go”.

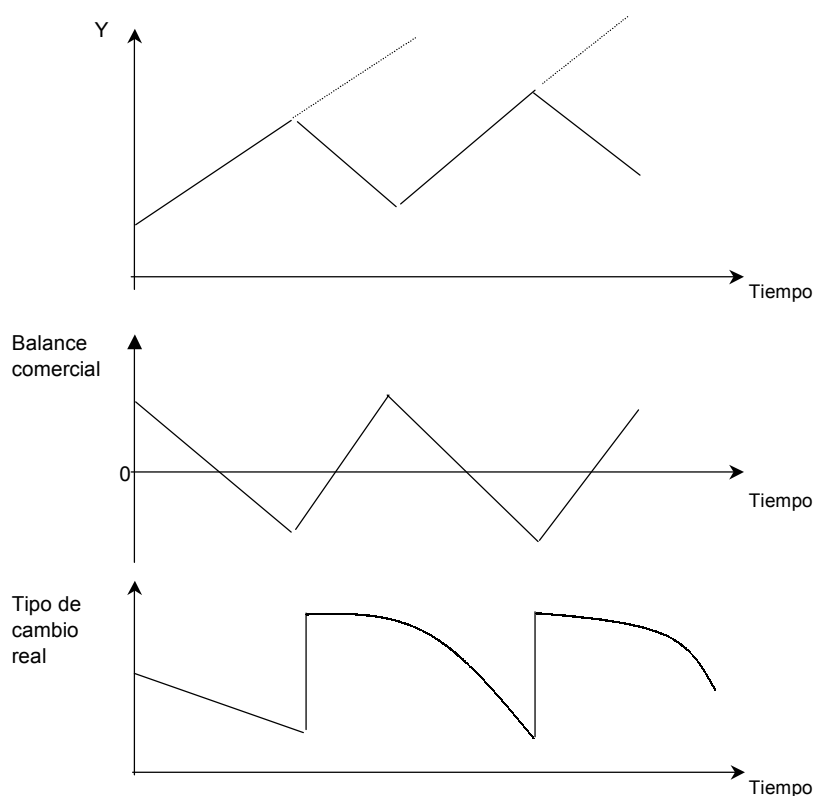
Esas marchas y contramarchas presentaban además un sesgo inflacionario. En efecto, las devaluaciones generaban subas en el nivel general de precios. Luego, en la fase expansiva, el impulso inflacionario provenía de las subas de salarios y

de los precios urbanos. Así, se dice que la economía transitaba por etapas de inflación cambiaria seguidas de otras de inflación de salarios.

El gráfico siguiente presenta de un modo muy esquemático y sin pretender ninguna precisión cuantitativa, algunos aspectos de la dinámica de marchas y contramarchas que hemos venido describiendo.

En la ilustración superior se observa la trayectoria quebrada del PIB. Resultaba difícil lograr que éste mantuviera por períodos prolongados las trayectorias expansivas (cuya continuidad estaría dada por las líneas de puntos ascendentes), sino que con cierta frecuencia recedía. El gráfico intermedio muestra la razón central de esos tropiezos. El balance comercial tendía a desmejorar en las expansiones y cuando, al cruzar la línea del “cero” (equilibrio) hacia abajo, se entraba en zona de déficit, se enfrentaba el problema de escasez de divisas que llevaba a un programa de ajuste. Este solía incluir una devaluación entre sus instrumentos principales. La dinámica del tipo de cambio real se ilustra en la gráfica inferior, que muestra las depreciaciones seguidas de fases de apreciación.

Una representación esquemática de la dinámica de marchas y contramarchas



Los estructuralistas y el ajuste del balance de pagos en el largo plazo

Entre los economistas latinoamericanos solía tener bastante predicamento la idea de que las elasticidades-tipo de cambio de importaciones y exportaciones eran relativamente bajas.

En el caso de las compras de bienes al exterior, eso parece más fácil de ver. Puesto que, bajo el ISI, la pauta de importaciones fue cambiando hacia insumos intermedios y bienes de capital que en gran parte de los casos no tenían sustitutos producidos localmente, la posibilidad de responder al estímulo cambiario reemplazando bienes importados por otros producidos internamente, que es normalmente una consecuencia primordial de una devaluación, era limitada. En verdad, primaba la impresión de que el impacto favorable de la devaluación sobre

el balance comercial se debía con frecuencia en mucha mayor medida al efecto-ingreso (es decir, a la recesión) que al efecto-precio o sustitución.

Por el lado de las exportaciones, los argumentos eran más variados, distintos según la economía de la que se tratara. En algunos casos se hacía referencia a la baja respuesta de corto plazo de ciertas actividades agrícolas, por ejemplo, ya que tenían un ciclo productivo relativamente largo y no podían, en consecuencia, resolver el problema del balance de pagos de manera rápida. En otros, se apuntaba a circunstancias como la estructura de la propiedad de la tierra en los sectores exportadores agropecuarios, que habría dado lugar a prácticas pre-capitalistas, poco favorables para la incorporación de cambio técnico, y a una baja respuesta a las señales de precio. Estas posiciones llevaban a propuestas radicales como la redistribución de la propiedad de la tierra, o reforma agraria, que solían integrar la agenda de las “reformas estructurales” de las que se discutía en los años cincuenta y sesenta, y aún después.⁸

Pero retornemos al balance de pagos y a la baja elasticidad-precio de exportaciones e importaciones: la forma de “mover” las respectivas curvas en el sentido apropiado y evitar la recurrencia del estrangulamiento externo debía asentarse principalmente en procesos de largo plazo de cambio en la estructura productiva, más que en la devaluación. Eso solían sostener los economistas latinoamericanos a los que suele calificarse de estructuralistas. Era necesario, se argumentaba, profundizar el proceso de sustitución de importaciones, avanzando hacia los sectores productores de insumos industriales de uso difundido y de bienes de capital. Al mismo tiempo, las exportaciones, en particular las industriales, debían ser promovidas, alentando también la inversión y la incorporación de cambio técnico.

Otro elemento que ocupaba un lugar importante en la visión estructuralista o “cepalina” (de la CEPAL, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, de las Naciones Unidas) era la relativa a la necesidad de integración comercial y económica en la región. Este argumento se apoyaba en parte en el hecho de que algunas de las inversiones que era necesario realizar, por ejemplo en industrias como la siderúrgica y otras, requerían tamaños de planta mínimos muy importantes, para aprovechar las economías de escala propias de esas

⁸ El sentido de la expresión “reformas estructurales” cambió drásticamente en los años ochenta, cuando en el marco del Consenso de Washington se puso a otras reformas, llamadas “amigables con el mercado” (*market friendly*), como las privatizaciones y las aperturas comercial y financiera, entre otras, en el centro del debate.

actividades. Esas escalas resultaban en algunos casos muy elevadas en comparación con los estrechos mercados locales, por lo que la integración de distintos mercados de la región aparecía naturalmente como una vía atractiva para viabilizar la profundización de la industrialización, y para que eso pudiese realizarse de un modo eficiente. Los avances en el proceso de integración, sin embargo, no fueron muy significativos.

Este cambio en la estructura productiva, apoyado en la profundización de la sustitución de importaciones y la promoción de exportaciones, requería tiempo para llevarse a cabo y madurar, y esto significa también que hacía falta *financiamiento*, así como mayores volúmenes de ahorro interno, para permitir un ajuste del balance de pagos más lento pero más sostenible. Éste debería sustituir a los ajustes de corto plazo (que acababan siendo revertidos) promovidos por los planes de ajuste tradicional que acabamos de examinar.

Ya hemos dicho también que la posibilidad de “comprar tiempo” con financiamiento internacional estaba disponible sólo muy limitadamente, hasta comienzos de los años setenta.

Esas circunstancias cambiarían profundamente, sin embargo, a partir del *shock* del petróleo de 1973, que sería seguido por una extraordinaria expansión de la oferta de fondos en los mercados financieros internacionales, en especial en el llamado euromercado, originada en el reciclaje de los *petrodólares*. En cierto sentido, podría decirse que se abría la posibilidad que algunos estructuralistas habían defendido: el acceso al crédito, es decir, al tiempo necesario para ajustar el balance de pagos sobre bases más firmes y permanentes, quebrando finalmente la dinámica espasmódica del stop-go. ¿Sería así? Para discutirlo tenemos que introducir algunos elementos más, que serán tema de los próximos capítulos. Antes de ello, dedicamos la sección siguiente a examinar cómo funcionaría la economía simplificada que estamos analizando, en el caso en que el tipo de cambio nominal se determinara en el mercado, es decir, sin intervención del banco central.

Tipos de cambio flotantes

Para tratar esta cuestión seguiremos suponiendo, por el momento, que los precios nominales internos y externos están dados ($P = P_0$, $P_f = P_f_0$).

Nuestro balance de pagos será parecido al que representamos más arriba, en el diagrama 6.3, pero no será exactamente igual:

Diagrama 6.5: El balance de pagos con tipo de cambio flotante

$$P^* \cdot x - P^* \cdot q = 0$$

En primer lugar, ahora hacemos a la variación de reservas igual a cero. Es así porque asumimos “flotación pura”, lo que significa que el banco central no interviene en el mercado de divisas y por lo tanto no acumula ni desacumula reservas. En esas condiciones, el balance de pagos está por definición en equilibrio, y el mercado de divisas se equilibra por precio.

Parece claro que una diferencia sustancial entre este esquema y el que discutiéramos más arriba, al enfocar el caso de una economía con tipo de cambio fijo, es que no podemos ya decir, como antes, que *hay un único nivel de Y compatible con el equilibrio externo, dado el tipo de cambio*. Esto es así justamente porque el tipo de cambio E no está dado. Lo determinan oferta y demanda de divisas, y en el esquema sencillo que hemos planteado en este capítulo, eso significa que E se moverá hacia E^* .

Con tipo de cambio flotante, si las autoridades económicas desearan incrementar el producto (y el empleo, posiblemente), podrían recurrir, por ejemplo, a una reducción de las tasas impositivas. Ya sabemos que eso tendería a incrementar la demanda agregada y con eso el valor de Y_{int} . Con tipo de cambio fijo, si partiéramos de una situación de equilibrio, nos moveríamos hacia un déficit del balance de pagos. Con paridad flotante, en cambio, el balance de pagos seguiría en equilibrio, pero a un tipo de cambio más alto.

Podemos ayudarnos a pensar el punto volviendo a nuestros gráficos del mercado de divisas. Al subir Y aumentan las exportaciones. En esas ilustraciones, la curva de demanda de divisas (o de importaciones) se mueve hacia la derecha. Con ello, el punto de equilibrio se desplaza hacia la derecha y hacia arriba.

Bajo un esquema de flotación, la paridad cambiaria “se encarga” de mantener el balance de pagos en equilibrio. En tal caso, la idea de “restricción externa” que discutiéramos extensamente en este capítulo no tendría, en principio, sentido. Si el gobierno tiene una meta de producto, y esta es alcanzable con los recursos productivos disponibles, podríamos decir, con el razonamiento de esta sección, que casi seguramente existirá algún nivel del tipo de cambio compatible con ese valor de Y .

En una primera aproximación, entonces, parecería que un sistema de tipo de cambio flotante resulta superior y, por ende, preferible. Sin embargo, ello dejaría de ser tan evidente si se incluyeran algunos elementos, que aparecerán más adelante, y que llevarán a conclusiones menos nítidas. Cerraremos este capítulo con un breve señalamiento de algunos de estos temas.

Una primera cuestión es que el tipo de cambio está íntimamente conectado con la distribución del ingreso, como vimos al exponer sucintamente el argumento de Carlos Díaz Alejandro. Es entonces posible que, dado un Y meta, el correspondiente tipo de cambio de equilibrio resulte demasiado alto (es decir, genere una distribución muy regresiva del ingreso) y eventualmente inalcanzable o al menos inconveniente por razones de orden social y político.

Otro problema, también de primera importancia, se refiere a la estabilidad. Los tipos de cambio flotantes suelen presentar oscilaciones muy marcadas, las que a veces se deben a factores muy circunstanciales, no “fundamentales”, como cambios en los estados de opinión, que pueden tener o no bases sólidas.

Para explicar esto último debemos introducir un nuevo concepto: *las expectativas acerca del tipo de cambio futuro*. Este concepto siempre tiene relevancia (aún con tipos de cambio fijos), pero con tipos flotantes su importancia se hace mucho más evidente. Las decisiones de ofrecer o demandar divisas van a depender de lo que se piense acerca de su precio futuro. Vuelva unas páginas atrás, hasta el gráfico del mercado de divisas, para acompañar esta explicación. Allí mostramos, por ejemplo, que la oferta de divisas se vincula positivamente con el tipo de cambio *corriente*. Eso es correcto, pero ahora deberíamos aclarar que eso es así, *dadas las expectativas del tipo de cambio futuro*.

Imagine que, dado el tipo de cambio E_0 , inicialmente fijo, el banco central decide dejar de intervenir, es decir, resuelve pasar a un régimen de flotación. El gráfico sugiere que E se movería hasta E^* . Hasta aquí, no hay dudas. Pero ¿qué sucedería si, por ejemplo, los exportadores, al ver que E sube, y sin conocer a ciencia cierta el nivel del tipo de cambio de equilibrio (como ya hemos explicado), suponen que tal vez siga subiendo en el futuro inmediato? Es concebible que en tal caso retaceen o demoren la liquidación de divisas, a fin de beneficiarse con esa suba esperada. Observe que eso quiere decir que la oferta de divisas puede *contraerse*, en lugar de subir, cuando el tipo de cambio se eleva.⁹ Algo semejante pero en sentido contrario puede eventualmente suceder con la demanda de moneda extranjera: temiendo una suba mayor del tipo de cambio, los importadores

⁹ La curva de exportaciones, o de oferta de divisas, se desplazaría hacia la izquierda.

podrían decidir anticipar sus compras. Es decir, la demanda de divisas quizás aumente en lugar de reducirse. Como resultado de ambos procesos, la suba del precio no atenúa el exceso de demanda, y esto podría dar lugar a un alza muy acentuada de la paridad.

Además, oscilaciones muy marcadas de los tipos de cambio pueden resultar muy costosas o inapropiadas. Por ejemplo, una suba como la que estamos describiendo afectaría negativamente la distribución del ingreso, llevando a situaciones difíciles de manejar. La inflación podría también incrementarse. Una caída, en cambio, es decir, una fuerte apreciación cambiaria, reduciría la capacidad de los productores locales para competir con los bienes importados, pudiendo dañar severamente, si se prolonga en el tiempo, la capacidad productiva local en los sectores que elaboran bienes transables, y también la generación de empleo.