

ALGUNAS REFERENCIAS SOBRE POLITICAS ECONOMICAS EN ECONOMIAS PEQUEÑAS Y ABIERTAS

Ricardo Pascale

Banco Central del Uruguay
Departamento de Investigaciones Económicas

Serie Estudios
N° 17

**ALGUNAS REFERENCIAS SOBRE POLITICAS ECONOMICAS
EN ECONOMIAS PEQUEÑAS Y ABIERTAS (1)**

Ricardo Pascale
Presidente del Banco Central del Uruguay

(1) Exposición efectuada en el
Banco Central de la República Dominicana,
Santo Domingo, República Dominicana, abril de 1988.

Es un placer volver a República Dominicana y en particular al Banco Central de este País.

En primer lugar, por haber podido concretar la invitación de que fuéramos objeto por parte del Banco Central de la República Dominicana para cambiar impresiones sobre temas de política monetaria.

En segundo, por el reencuentro con tantos buenos amigos que tenemos en esta hospitalaria tierra.

El tema que hemos elegido para la tarde de hoy, en la esperanza de haber interpretado las ideas que se tenían "in mente" en el Banco Central colega, se refiere a algunas consideraciones teóricas y a ciertos instrumentos de políticas para economías pequeñas y abiertas.

2. Algunas consideraciones teóricas sobre economías pequeñas y abiertas

a) Introducción

1. Una parte sustancial del pensamiento económico se ha referido a economías cerradas. Así, por ejemplo, las principales ideas de Keynes, en especial su Teoría General, representan un enfoque para economías cerradas con rigideces de salarios. Es decir, Keynes desarrolla su teoría en el contexto de una economía en la que las relaciones internacionales de bienes y servicios y, especialmente, las financieras, no son relevantes. Naturalmente este distinguido autor se preocupaba por los problemas de su época y, por lo tanto, las hipótesis de trabajo fueron acordes a las circunstancias prevalecientes entonces.

Las ideas de Milton Friedman también se refieren esencialmente a las economías cerradas o de gran tamaño, en las que los precios se determinan internamente.

2. Sin embargo, a nuestro juicio, muchas de nuestras economías no pertenecen a esta tipología, por lo que sería importante desarrollar algunos conceptos sobre pequeñas economías abiertas.

Estos conceptos en la teoría economía se han desarrollado en los últimos decenios. En este sentido, la década de los 50 marca un hito por la aparición de cambios notorios. Tanto el crecimiento del comercio internacional como el desarrollo financiero se ven facilitados por la tecnología de las comunicaciones y por mecanismos más sofisticados de tratamiento de la información.

De esta forma se fue produciendo un notorio y creciente alejamiento de la teoría disponible con respecto a la realidad.

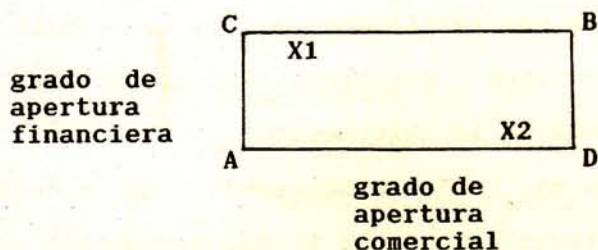
Aunque la teoría económica había efectuado distintos análisis en el contexto de economías abiertas, ellos no eran suficientemente comprensivos. Creemos que, a partir de los trabajos de James Meade y Robert A. Mundell, entre otros, se produce un avance significativo.

Se hace entonces una distinción clara entre economía abierta y cerrada.

b) Tipos de apertura

3. En general, se entiende por economía abierta aquella que comercia bienes y servicios y tiene movimientos de capitales con otros países.

La apertura de la economía puede ser comercial o financiera. Para ilustrar este punto, podemos recurrir al conocido diagrama del rectángulo. Mientras el punto A representa el caso de



una economía completamente cerrada, el punto B indica una situación de máxima apertura comercial y financiera.

La realidad muestra que los países se ubican en distintos puntos dentro de esa superficie, a veces mostrando más apertura financiera, como sería el punto 1, otras mostrando más apertura comercial, como sería el punto 2.

4. El grado de apertura comercial o financiera es objeto de mediciones en la literatura especializada. Si se considera el aspecto comercial, frecuentemente se asocia el grado de apertura de una economía a la dimensión que tiene su comercio exterior

(exportaciones + importaciones de bienes y servicios no factoriales) con respecto al producto bruto interno.

Midiéndolo por la balanza comercial, en 1987 por ejemplo, el grado de apertura de Uruguay fue 30 % el de U.S.A. 15 % y el de Argentina 15%.

Si se considera el aspecto financiero, el grado de apertura de una economía comunmente se puede medir por la relación de activos financieros expresados en moneda extranjera al stock total de activos financieros de esa economía.

5. Uno de los aspectos más importantes en la apertura de una economía es su secuencia y su dinámica. No existen modelos que puedan aplicarse a todos los casos de apertura, pero existen algunas ideas generales que pueden ser de utilidad.

En este sentido se ha señalado, con gran prudencia, que el orden lógico de apertura consiste en abrir primero la cuenta corriente y posteriormente liberalizar los flujos de capital. Si bien la teoría no es concluyente, las principales razones aducidas son la diferente velocidad de ajuste de ambos mercados y la diferente magnitud de las transacciones involucradas. Naturalmente, es

conocida la mayor rapidez con que se ajustan los mercados de activos. Además, mientras que en el sector de la cuenta corriente, el ajuste abarca principalmente flujos, dada la relativa menor importancia de los stocks, en la cuenta capital puede incluir principalmente los stocks. Por supuesto, un requisito para ambas liberalizaciones es un equilibrio fiscal de carácter estructural.

Cabe señalar, sin embargo, que en muchos casos prácticos la liberalización de la cuenta capital comenzó antes de finalizar la apertura de la cuenta corriente y la razón de ello fue la apertura de hecho que existía en la economía por la fuerte dolarización de los activos de los residentes.

Un problema también muy enfatizado, es el de la asignación de los flujos de inversión, la que se vería distorsionada significativamente si los precios relativos de los bienes no fueran los representativos del resultado de largo plazo del proceso de apertura.

c) Tamaño de una economía abierta

6. Una economía abierta puede ser pequeña o grande. En líneas generales, el tamaño está asociado a la

capacidad de esa economía de influir en el nivel mundial de precios.^{1/} Las economías abiertas y pequeñas son tomadoras de precios. Estos vienen dados por los mercados internacionales de bienes y de capital y lo que aquellas hacen es adaptar cantidades. Por el contrario, una economía abierta grande, puede influenciar el nivel mundial de precios.

7. Unida al concepto de economía comercialmente abierta, va asociada la distinción entre bienes comerciables y no comerciables.

Una primera aproximación de los primeros sería la que establece que son aquellos bienes objeto de comercio internacional. (por ejemplo, telas, calzados, automóviles).

Un poco más afinadamente se podría decir que son aquellos bienes en donde tiende a verificarse la ley de un solo precio y que, por tanto, son perfectos sustitutos de los bienes del resto del mundo.^{2/}

^{1/} Existen diversas interpretaciones del concepto de tamaño. Aquí hemos escogido la que mejor se adapta a nuestros objetivos.

^{2/} El precio de un producto comerciable internacionalmente es igual al precio mundial del mismo por el tipo de cambio del país en cuestión más los gastos de seguros, fletes, tributos, etc.

Sin embargo, hay bienes comerciables que no son perfectos sustitutos sino que son diferenciados, para los cuales, entonces, la ley de un sólo precio no se verifica.

Asimismo, debe tenerse en cuenta que un bien puede ser intrinsecamente comerciable, pero que, sin embargo, por medidas arancelarias o por restricciones cuantitativas no puede ser importado por un determinado país.

Los bienes no comerciables, por el contrario, son aquellos cuyos precios no pueden inferirse de los precios mundiales, más allá de las medidas de integración de la economía en cuestión con el resto del mundo. Son ejemplos de bienes no comerciables, los inmuebles y los servicios.

Estas consideraciones nos dan pie para señalar que el precio de los bienes comerciables viene dado, es decir, está determinado internacionalmente, con las salvedades que hacemos para los bienes diferenciados.

El nivel de precios internos resulta de la mezcla de bienes comerciables y no comerciables que tenga la economía.

8. Las mismas consideraciones que se hicieran para la apertura comercial son aplicables a los aspectos financieros.

Así, la variable que determina el tamaño desde el punto de vista financiero, pasa a ser la influencia de la economía en cuestión sobre la tasa de interés internacional.

De nuevo la economía pequeña será tomadora de precios y adaptadora de cantidades, con una característica adicional y es que este proceso tiene límites por el nivel de endeudamiento factible.

La ley de un sólo precio en este caso implica que la tasa de interés interna tiende a la tasa internacional ajustada por la pérdida de valor esperada de la moneda local.

En economías con perfecta movilidad de capitales, los capitales internos y externos son perfectos sustitutos. Pero si dicha movilidad se ve dificultada por la instauración de medidas de encaje, tributarias o restricciones cuantitativas, esa sustituibilidad disminuye.

d) Efectos de los shocks

9. Un tema de especial relevancia para las economías

pequeñas y abiertas es la presencia de shocks externos que, dada la vulnerabilidad que aquellas tienen, producen a menudo efectos de suma importancia.

Los shocks pueden ser clasificados de diversas formas. Utilizaremos aquí una distinción entre shocks reales o financieros por una parte, y de precios o volumen por otra.

Un shock real de volumen es un aumento o disminución de demanda, proveniente del resto del mundo. Por ejemplo, por un aumento de su demanda autónoma un país comienza a comprar a otro, grandes cantidades de un producto, sin que éste disminuya las exportaciones que se dirigen al resto del mundo.

Un shock real de precios es el aumento o disminución del precio relativo de un bien comerciable de importancia para la economía en cuestión (por ejemplo: el petróleo, el azúcar, la carne).

Un shock financiero de volumen se da cuando se produce un aumento del ingreso o egreso de capitales no inducido por un alza de la tasa de interés.

Un shock financiero de precios refleja una variación de la tasa de interés internacional.

En economías comercialmente abiertas, los shocks de volúmenes no deberían afectar seriamente los niveles de precios internos, salvo que se trate de un bien no comerciable, puesto que generarían corrientes comerciales de un volumen similar y de sentido inverso (nuevas importaciones para satisfacer los aumentos de la demanda agregada).

Los shocks de precios, en cambio, requieren un ajuste de la tasa real de cambio y de la tasa de interés interna de manera de adecuar el gasto interno a la variación registrada en el ingreso nacional. No proceder con estos ajustes generará, seguramente, situaciones de inflación o deflación permanentes.

e) Dinero, Expectativas y Actividad Económica

10. Nos parece importante, para analizar algunos temas de política monetaria y cambiaria en economías pequeñas y abiertas, establecer algunas referencias teóricas mínimas vinculadas al dinero, nivel de actividad, balanza de pagos y precios.
11. Una primera aproximación teórica que repasaremos será la teoría tradicional, que fuera desarrollada

esencialmente en el contexto de economías cerradas.

Ella está basada en la teoría cuantitativa y la ecuación de cambio:

$$MV = PQ \text{ o equivalentemente } MV = PBI$$

La teoría sostenía que, siendo la velocidad de circulación del dinero (V) una constante, puesto que sus cambios se producen en el largo plazo y dependen fundamentalmente de los hábitos del público y otros factores ajenos a la cantidad de dinero, ésta no tendría influencias sobre el nivel de actividad real.

La ley de Say, que estaba detrás de buena parte del pensamiento clásico, establecía que "cada oferta genera su propia demanda". Más tarde, la ley de Walras, vinculó los distintos mercados de la economía a través de un sistema de ecuaciones simultáneas y mostró las condiciones que se necesitaban para determinar el equilibrio de precios y cantidades. La operación conjunta de ambos principios establecía el equilibrio en el mercado de bienes y de activos, cumpliendo el dinero solo una función de intermediario en las transacciones.

Al ser tan sólo un medio de cambio, el dinero no afectaba la producción. Es decir, por el postulado de homogeneidad, la ecuación cuantitativa resultaba de grado uno en M y P nominales y de grado cero en términos reales.

Posteriormente, autores neoclásicos como Marshall, Robertson y Pigou revitalizaron el papel del dinero y de la política monetaria. Un punto fundamental fue el considerar la demanda stock de dinero como algo subjetivo, es decir, dependiente del comportamiento humano. El dinero trasciende así su función de medio de cambio y opera como forma de acumulación. El concepto de dinero flujo da paso al de dinero stock y la noción de velocidad aparece como algo dependiente del comportamiento y de las expectativas. En consecuencia, los desajustes entre oferta y demanda tienen efectos sobre el nivel de actividad.

Cuando ya era reconocida la influencia del dinero en los ciclos económicos, surgen las ideas de J. M. Keynes. Su teoría, si bien admitía el rol del dinero en la determinación del nivel del producto, le otorgaba prioridad a las variables fiscales. En este aspecto del pensamiento keynesiano pesa de

manera decisiva su noción de trampa de liquidez, la que se refiere a aquella situación en la cual un incremento de la oferta de dinero no resulta en una caída de las tasas de interés, debido a que la elasticidad interés de la demanda de dinero se hace infinita.

El desarrollo del efecto Pigou incorporando a la función de consumo no sólo el ingreso y la tasa de interés sino también la riqueza, viene a contrarrestar la trampa de la liquidez de Keynes.

Los aportes de otro economista inglés, John Hicks, con el desarrollo del modelo IS - LM, sistematizan el análisis keynesiano, mostrando la trampa de liquidez sólo como un caso especial de un enfoque más general.

Los aportes de Milton Friedman enfatizan nuevamente la influencia de corto plazo de las variables monetarias sobre las variables reales.

Sin embargo, el mencionado economista estableció que existían largos y variables rezagos en sus efectos. Así encontró que, por ejemplo, para la economía americana, entre el momento en que la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero alcanza su

máximo y su mínimo y aquél en que lo hace el nivel de actividad se produce un rezago de 16 a 18 meses, y de 12 a 13 meses respectivamente.

Friedman sugiere que dada la importancia del dinero en la actividad y la dificultad de predecir sus efectos se debe usar una regla monetaria, tal como que la cantidad de dinero crezca a una tasa constante. Esta deberá determinarse en cada economía de acuerdo al nivel de crecimiento potencial del producto.

13. Posteriormente, buena parte del debate académico consistió en el análisis de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Los monetaristas plantearon que los mecanismos de transmisión a través de los cuales cambios en la tasa de crecimiento monetario causan variaciones en el gasto se realizan esencialmente a través de un proceso de reasignación de portafolio. Los individuos destinan sus excesos de dinero sobre un amplio espectro de bienes existentes, tales como acciones, bonos, bienes de consumo o de capital. Como resultado, los precios relativos de esos bienes cambian. Dichas variaciones en los precios, a su vez, afectan las expectativas inflacionarias, por lo

que influyen las tasas de interés y la velocidad de circulación.

Economistas de una mayor inclinación keynesiana ven el mecanismo de transmisión como una secuencia de aumento de la cantidad de dinero, baja en la tasa de interés, incremento de la inversión y, finalmente, incremento del producto.

14. La aparición posterior del enfoque de las expectativas racionales influye en varios aspectos de las discusiones previas. Esta corriente de pensamiento -que aún hoy es motivo de controversia en la literatura económica- sugiere, que los individuos utilizan en forma óptima toda la información relevante y disponible cuando hacen sus planes y formulan sus decisiones hacia el futuro. Hoy día sería muy difícil sostener que en la previsión del futuro los agentes económicos trabajan con expectativas adaptativas, es decir, utilizando solamente los valores previos de la variable en consideración. A nuestros efectos, una contribución fundamental del enfoque de expectativas racionales consiste en su

distinción entre cambios anticipados y no anticipados de políticas.

En el primer caso, aún en el corto plazo, sólo tienen lugar efectos nominales, en algunos casos más que proporcionales. Por otro lado, la formación de expectativas racionales se basa en la información y en el uso de un modelo correcto de la economía.

Como la información es un bien oneroso y no uniforme, y las expectativas pueden ser muy disimiles, no es fácil evaluar los resultados de su accionar. Adicionalmente, los gobiernos pueden tener -siguiendo la terminología en uso a estos efectos- una actitud "honesta" o "deshonesta" para intentar influenciar las expectativas, todo lo que agrega complejidad a los efectos de las políticas por fuera del efecto de los rezagos y anticipaciones mencionados.

En el caso de los cambios no anticipados se pueden verificar efectos reales, pero ellos serán necesariamente de corta duración. La percepción por parte de los agentes económicos de un cambio de política los llevará a reajustar sus conductas de manera de adaptarse a las nuevas circunstancias. Si el gobierno practica sistemáticamente la sorpresa

ello elevará fuertemente la tasa de interés, por la prima de riesgo que ello implica y el efecto depresivo sobre la actividad y la inversión que tal conducta conlleva.

Ciertas corrientes de pensamiento admiten los efectos sistemáticos de la política monetaria sobre las variables reales aún aceptando la hipótesis de expectativas racionales, debido a la existencia de contratos nominales de largo plazo.

Otro aspecto resultante de la aceptación de que los agentes forman sus expectativas racionalmente es la idea que las políticas macroeconómicas deben ser establecidas como una regla.

La existencia de reglas de política contribuye a una mejor formación de expectativas y, en definitiva, a un mejor comportamiento de la economía. A su vez, se evitan cambios erráticos en las políticas que lleven a "inconsistencias en el tiempo".

Como contrapartida, la existencia de reglas hace que se pierdan instrumentos, al quedar estos incorporados en forma endógena al modelo.

El establecimiento de reglas de política debe complementarse con un compromiso de los gobiernos

sobre su cumplimiento, de forma de fortalecer la credibilidad.

La hipótesis de expectativas racionales parece también apoyar la recomendación de aumentar la cantidad de dinero a una tasa constante, ya que cualquier regla es anticipada en sus efectos. Sin embargo, no son pocos los autores partidarios de una regla con retroalimentación, donde la cantidad de dinero se hace variar cada vez que lo aconseja la nueva información, dando lugar a una política activista. No obstante, parecería que cambios frecuentes pueden inducir señales falsas y comportamientos erróneos que, en definitiva, pueden afectar negativamente el nivel de bienestar. Una regla de retroalimentación podría tener más justificación en los casos en que el gobierno tiene mejor y más oportuna información que los agentes privados y, en particular, cuando dicha información no es publicada prematuramente o cuando existen contratos nominales de largo plazo.

15. Efectuado este breve repaso de la teoría monetaria corresponde, como ya se señalara, centrar nuestro interés en las vinculaciones entre dinero, nivel de

credibilidad, balanza de pagos y precios en economías abiertas y pequeñas.

En el caso de economías abiertas podemos distinguir entre aquellas que operan con tipo de cambio fijo y las que lo hacen con tipo de cambio flotante.

En el primero, los cambios en la oferta monetaria se producen por variaciones en las reservas internacionales o en el crédito interno neto (CIN). Un incremento de éste, siguiendo un análisis de corto plazo, produce una caída de las reservas internacionales que determinaría, en cierto momento, la necesidad de realizar una corrección del tipo de cambio y el consiguiente aumento de los precios. En el corto plazo puede producirse un incremento del producto, que seguramente será transitorio.

En el segundo caso, es decir cuando la economía opera con tipo de cambio flotante, las reservas internacionales no variarán, por lo que los cambios en la cantidad de dinero provendrán de movimientos en el CIN. Un incremento del CIN produciría un alza del tipo de cambio y de los precios. El producto, siempre en el corto plazo, puede también experimentar un transitorio crecimiento.

En el largo plazo el crecimiento está altamente asociado al volumen y utilización de los recursos productivos y de la tecnología, y no por cierto a crecimientos en la cantidad de dinero. Los que estamos esta tarde en esta sala bien sabemos que si la riqueza de un país dependiera de la cantidad de dinero que se emite, no habría, posiblemente, nación pobre.

Por lo tanto, en el corto plazo, en cuanto se refiere al nivel de actividad, la política monetaria en economías pequeñas y abiertas tiene escasas posibilidades de impactar fuertemente. Ello dependerá, entre otros aspectos, de la manera en que se formen las expectativas, de la anticipación de conductas, del nivel de información de los agentes económicos, de la capacidad de lectura de las políticas que tengan los tenedores de activos, así como del grado de sustituibilidad de monedas que exista en la economía en cuestión.

Podemos decir que, en muchas economías, más que orientarse al logro de sus objetivos específicos, la política monetaria busca condiciones para soportar un déficit fiscal con el menor costo posible en términos de nivel de actividad, de inflación y de

balanza de pagos.

En resumen, en general, la política monetaria tiene muy pocas posibilidades de influir positivamente sobre el nivel de actividad. Sin embargo, una política monetaria desordenada, con creación de dinero espúreo, que no permita la formación de expectativas correctas, puede tener efectos muy negativos sobre el nivel de actividad al hacer descender la credibilidad, desincentivar la inversión y fomentar la fuga de capitales.

f) La política fiscal: otra variable de manejo de la demanda agregada

16. Creemos también del caso señalar que los resultados que se pueden esperar de una política de déficit fiscal para generar un proceso de aumento del nivel de actividad de carácter sostenible no son importantes.

Ello se debe a que, en general, el efecto de reactivación sólo se verifica sobre los bienes no comerciables y estos, por definición, pesan relativamente poco en la estructura de producción de economías de escaso tamaño y sujetas a un

intercambio intenso en materia de bienes y servicios (en especial, turismo). La mayor demanda interna generada por el desequilibrio fiscal se traduce en un mayor nivel de importaciones y menores exportaciones. Esto último queda reflejado en un encarecimiento de los bienes no comerciales, lo que afectará al turismo y, en consecuencia, las cuentas externas del país en el mediano plazo.

Que la política fiscal no pueda tener efectos positivos significativos no quiere decir que sea incapaz de generar un gran desorden por desborde del nivel de deuda pública, lo que puede preanunciar un estado de insolvencia y un mayor nivel de tributación futura.

g) El numerario

17. En una economía monetaria, toma un especial interés el establecimiento de un numerario para darle un ancla nominal a los precios.

En todo modelo económico aparecen variables llamadas exógenas, que son aquellas determinadas fuera del modelo, como por ejemplo podría ser el nivel del gasto público o la cantidad de dinero o el tipo de cambio.

Junto con las variables exógenas, aparecen las endógenas, que son aquellas determinadas dentro del modelo mismo; por ejemplo, el nivel de consumo, la inversión, las exportaciones, el producto y la tasa de interés.

Junto con las variables exógenas y endógenas encontramos una variable exógena de carácter nominal, que es la que el gobierno puede controlar y que sirve para que las demás variables nominales se ajusten a ella. A esta variable se la suele llamar numerario.

Son varios los numerarios a la mano de los gobiernos. Entre los utilizados más usualmente están: la cantidad nominal de dinero, la tasa nominal de cambio, el nivel de los salarios nominales y el nivel de precios.

Los tres más utilizados son los mencionados en primer término.

La elección de un numerario es un tema delicado. Por un lado, porque no es conveniente que se cambie con frecuencia, ya que esto origina pérdidas de credibilidad; por otro, porque el gobierno debe estar en condiciones de controlarlo directamente.

Cuando se trata de pequeñas economías abiertas, el numerario elegido en la economía es fundamental para analizar las relaciones entre dinero y nivel de actividad.

Si se elige la cantidad de dinero como numerario y por tanto el tipo de cambio flota, nos encontraremos en una situación similar a la ya descrita respecto a las economías cerradas, con salvedades serias en cuanto a la tasa de interés y, por tanto, de sus repercusiones sobre el nivel de actividad ya que, en este caso, la tasa de interés no depende solo de la oferta y demanda interna de crédito, sino que debe estar arbitrada con la tasa de cambio.

En cambio, si el numerario es el tipo de cambio, el banco central pierde el dominio de la cantidad de dinero y sólo puede, en el mejor de los casos, controlar el dinero creado internamente (es decir, en base al crédito interno neto). Fijado el tipo de cambio, el Banco Central se obliga a comprar o vender todas las divisas que le ofrezcan o demanden, y como la contrapartida de éstas es creación o destrucción de dinero, pierde control sobre la oferta monetaria. En consecuencia, no es posible hacer una política monetaria con metas sobre los

Cuando se trata de pequeñas economías abiertas, el numerario elegido en la economía es fundamental para analizar las relaciones entre dinero y nivel de actividad.

Si se elige la cantidad de dinero como numerario y por tanto el tipo de cambio flota, nos encontraremos en una situación similar a la ya descrita respecto a las economías cerradas, con salvedades serias en cuanto a la tasa de interés y, por tanto, de sus repercusiones sobre el nivel de actividad ya que, en este caso, la tasa de interés no depende solo de la oferta y demanda interna de crédito, sino que debe estar arbitrada con la tasa de cambio.

En cambio, si el numerario es el tipo de cambio, el banco central pierde el dominio de la cantidad de dinero y sólo puede, en el mejor de los casos, controlar el dinero creado internamente (es decir, en base al crédito interno neto). Fijado el tipo de cambio, el Banco Central se obliga a comprar o vender todas las divisas que le ofrezcan o demanden, y como la contrapartida de éstas es creación o destrucción de dinero, pierde control sobre la oferta monetaria. En consecuencia, no es posible hacer una política monetaria con metas sobre los

agregados. Esto sintetiza los principios básicos del enfoque monetario de la balanza de pagos.

Los aumentos de la cantidad de dinero anticipados llevan a prever una devaluación, y por lo tanto, una mayor demanda de activos externos que se traduce en una pérdida de reservas. Tanto el nivel de actividad como los precios -que con tipo de cambio fijo dependen exclusivamente de los precios internacionales- resultan inalterados.

Un problema importante surge cuando se procura hacer funcionar como numerario alguna variable real (por ejemplo, el tipo de cambio real). Debe tenerse en cuenta que las autoridades pueden controlar la evolución de una variable nominal pero no pueden fijar una variable real.

Otro problema relacionado que se da en la práctica es que a veces las autoridades fijan más de un numerario, es decir, se establece más de un ancla a las variables nominales. Por ejemplo: se fija el nivel del tipo de cambio y el de los salarios concomitantemente. En ese caso, lo que se está fijando implícitamente, es el valor real de una variable y, si éste no es el de equilibrio, la

situación se torna insostenible en el tiempo.

II. Algunos aspectos instrumentales de política

a) Tasas de interés

18. La tasa de interés interna es un elemento relevante en cualquier economía. En las economías pequeñas y abiertas toma ribetes muy especiales.

En este sentido, creemos que es esencial que, a efectos de evitar cambios de portafolio de los agentes económicos desde moneda local a moneda extranjera, las tasas de interés estén adecuadamente arbitradas. En definitiva, se trata de que quien tiene un activo financiero en moneda nacional obtenga una rentabilidad compatible con quien tiene otro en moneda extranjera.

La existencia de tasas adecuadamente arbitradas no sólo es vital para retener recursos de capital en moneda nacional sino también para evitar un aumento de la velocidad de circulación ingreso del dinero que provoque tensiones inflacionarias.

Creemos que es importante señalar las características que tiene la vinculación entre la cantidad de dinero y las tasas de interés en economías pequeñas y abiertas.

En una economía abierta, con tipo de cambio flotante, un aumento de la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero trae aparejado un aumento de una sola vez en el tipo de cambio, al tiempo que, a la postre, lejos de provocar una disminución de la tasa de interés nominal implica un incremento de la misma para acompañar el mayor ritmo de devaluación implícito.

Un par de comentarios adicionales nos parecen importantes. En primer lugar, vemos con frecuencia en algunos países la existencia de una amplia variedad de líneas de crédito a tasas subsidiadas para determinadas actividades. Aunque toda generalización puede ser exagerada, son ampliamente conocidas las repercusiones perniciosas que tiene sobre la asignación de recursos este tipo de prácticas. Cuando se quiere dar un subsidio es preferible usar la política fiscal que operar sobre la tasa de interés.

En segundo lugar, la tasa de interés arbitrada adecuadamente es una condición indispensable para atraer capitales. Sin embargo, podría no ser suficiente cuando se tienen altos niveles de

endeudamiento y la credibilidad del país está seriamente afectada.

b) Tipo de cambio

19. Los mercados cambiarios pueden ser libres o total o parcialmente controlados. Asimismo, puede existir un único tipo de cambio fijo o fluctuante, o tipos de cambio múltiples.

Repasaremos las relaciones entre tipo de cambio nominal, cantidad nominal de dinero y precios internos. El análisis supone la existencia de inflación internacional y constancia del producto, y apunta a relaciones de largo plazo.

¿Qué sucede si operamos con tipo de cambio fijo y existe una inflación internacional del 10%?. Esta producirá internamente un aumento de los precios del 10%. Asumamos por un momento que no aumenta el crédito interno. En estas circunstancias, la mayor demanda de dinero hará que decrezca la demanda interna de bienes y aumente la tasa de interés. Esto provocará, a su vez, un aumento de las reservas internacionales netas y, consecuentemente, una mayor cantidad de dinero hasta satisfacer la mayor cantidad deseada por el público. En definitiva, con tipo de cambio fijo y una inflación internacional

del 10%, la inflación interna y la cantidad de dinero crecen a la misma tasa.

Como ya vimos anteriormente, en un sistema de tipo de cambio fijo, el elemento que actúa como numerario es el propio tipo de cambio. El Banco Central pierde control de la cantidad de dinero, la que se ajustará por los movimientos de reservas que se produzcan, llevando el dinero a la cantidad deseada. Si el crédito interno neto del Banco Central, derivado por ejemplo de la financiación del déficit con emisión, genera una cantidad de dinero que es superior a la que los agentes desean, se producirá una pérdida de reservas y, a la larga, deberá devaluarse la moneda nacional para buscar restaurar el equilibrio externo perdido.

En el caso de tipo de cambio fluctuante, si se desea que este permanezca constante ante la existencia de una inflación internacional del 10%, la evolución del crédito interno respecto a la cantidad existente de dinero deberá ser también del 10%, es decir, similar a la inflación internacional.

La variable importante para la determinación del tipo de cambio, en el caso que este sea libremente

fluctuante, es la cantidad de dinero. Al aumentar esta última, aumenta el tipo de cambio y con ello el nivel de precios.

Es a nuestro juicio de importancia dejar claro la estrecha vinculación que existe, a largo plazo, entre cantidad nominal de dinero, tipo de cambio y precios. En un contexto de inflación internacional, si existe tipo de cambio fijo, cualquier incremento del crédito interno que supere aquella provocará una pérdida de reservas hasta que se corrija el tipo de cambio.

Esto es importante tenerlo presente a efectos de la implementación de políticas. Cuando el incremento del crédito interno neto con respecto a la cantidad de dinero existente es superior a la inflación internacional, es preciso mantener un tipo de cambio fluctuante, ya sea totalmente libre o de flotación "sucia" o bien, un tipo de cambio deslizante, como es el caso de las minidevaluaciones.

c) Tipo de cambio real

20. Naturalmente, las relaciones ya comentadas se verifican en el largo plazo. En el corto plazo, bajo ciertas circunstancias, una depreciación abrupta del tipo de cambio puede hacer variar el tipo de cambio

real. Es decir, existirá un rezago hasta que se acomoden los precios internos y la cantidad de dinero.

En consecuencia, un tema de especial importancia para los países es el mantenimiento de un adecuado nivel de competitividad internacional de sus productos nacionales. En la medida en que las tasas de inflación para dos países difieran, el tipo de cambio nominal no da una idea adecuada de los cambios en el poder de compra de cada una de las monedas en cuestión. De allí que, en general, el tipo de cambio real aparece definido como el tipo de cambio nominal corregido por los cambios en los precios externos e internos.

Cuando nos referimos a economías pequeñas y abiertas, que son tomadoras de precios para los bienes comerciables, la distinción entre bienes comerciables y no comerciables da lugar a otra definición del tipo de cambio real.

Así, suponiendo que no existan variaciones en aranceles, subsidios a la exportación, etc, el tipo de cambio real podría definirse como el precio relativo de los bienes comerciables con respecto a

los no comerciables.

El tipo de cambio real tiene sustancial importancia en la asignación de los recursos productivos, así como en la distribución del gasto entre bienes comerciables y no comerciables.

La experiencia ha demostrado, basta para ello recordar los casos del Cono Sur de América Latina a fines de los 70, la necesidad de no incurrir en atrasos cambiarios que perjudiquen la competitividad.

En la vida práctica, resulta de importancia estimar si se debería apreciar o depreciar el tipo de cambio real.

Entre los criterios a tomar en consideración en dicho análisis, Harberger ha mencionado cuatro que son los siguientes:

-Una fuerte caída de los precios de los bienes comerciables con respecto a los de los no comerciables.

-Una recesión en el sector manufacturero, cuando éste se encuentra muy vinculado a la actividad externa.

-Salarios fuera de línea con los demás precios.

-Pérdida de reservas internacionales.

Nosotros podríamos agregar que es útil observar la evolución de las exportaciones no tradicionales y el nivel del gasto público en términos de monedas convertibles.

La existencia de un tipo de cambio real adecuado a las restricciones de largo plazo es una condición de primera magnitud para evitar un deterioro significativo de la economía.

Por otra parte, para la obtención de tipo de cambio real adecuado, no debe esperarse todo de la política monetaria -cambiaria. Por el contrario, muy a menudo, sus esfuerzos se ven neutralizados por las políticas fiscal o salarial.

Con relación a las políticas cambiaria y fiscal, es esencial reconocer, en primer lugar, una limitante fundamental. Dicha limitante consiste en que, en el largo plazo, resulta imposible mantener un tipo de cambio real elevado, a menos que la política fiscal subyacente sea consistente con el mismo. Esto es así porque en el largo plazo, dado cierto objetivo inflacionario y la condición de equilibrio externo, el déficit del sector público y la magnitud del financiamiento externo del mismo, se convierten en

el determinante fundamental de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En otras palabras, en el largo plazo y bajo ciertas restricciones de tasa admisible de inflación, el tipo de cambio real no es, en un sentido fundamental, la variable determinante del nivel de la cuenta corriente, sino más bien una resultante que debe acomodarse al nivel requerido por el déficit fiscal y al financiamiento externo necesario a efectos de cubrir este último. Por lo tanto, el mantenimiento de un tipo de cambio real elevado no será posible a menos que dicho objetivo sea respaldado por una política fiscal acorde, capaz de sostener un nivel adecuado de alineación de los precios de los bienes y servicios, que sea consistente con el resultado buscado en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

d) El proceso de ajuste: su dimensión temporal

21. Quisieramos hacer ahora algunas consideraciones sobre el proceso de ajuste en nuestras economías. Entendemos por ajuste el proceso de corrección de un desbalance entre consumo, inversión privada y gasto público por un lado y producción doméstica por otro, lo que se refleja en un desequilibrio en la cuenta

corriente de la balanza de pagos.

La dimensión temporal del ajuste resulta un problema de primera magnitud.

Ante la existencia de serios desequilibrios macroeconómicos, la disyuntiva crucial que se plantea a las autoridades no es la de ajustar o no ajustar. Debemos tener claro que el ajuste, debido a la restricción de recursos que el país enfrenta, se producirá en forma indefectible.

En este sentido, si bien está planteada una discusión sobre si el nivel actual de financiamiento externo optimiza o no la posibilidad de hacer simultáneo el ajuste y el crecimiento, debemos reconocer que existen razones económicas que imponen un límite finito a la disponibilidad de recursos externos.

Por consiguiente, a nuestro juicio, el problema esencial pasa, en realidad, por la eficiencia de la estrategia de ajuste que se diseñe e implemente. La opción de no adoptar medidas no evitará que el proceso de ajuste se produzca, sino que el mismo se lleve a cabo de manera desordenada e ineficiente, con elevada inflación, carencia de financiamiento

externo adecuado, fuga de capitales, distorsiones
crecientes en la asignación de recursos y deterioro
innecesario del nivel de empleo y producción,
factores todos que terminarían cuestionando el
crecimiento futuro.
