

# DINERO, GASTO Y LA BALANZA DE PAGOS EN UNA ECONOMIA ABIERTA Y PEQUEÑA \*

LARRY A. SJAASTAD \*\*

## ABSTRACT

*The paper analyzes two models, a real and a monetary model, to point out the differences between real and monetary approaches to the balance of payments.*

*The real model applies purchasing power parity to examine alternatively the effects on the current account or the capital account of the balance of payments of the adjustment in an economy with traded and nontraded goods. The elasticity and absorption approaches are dealt with within the framework of the model. Without money the balance of payments is necessarily zero so that only either of its components can be analyzed in this real model.*

*The monetary model analyzes the balance of payments, the net flow of foreign money (international reserves), and shows its strictly monetary nature. The demonstration does not require behavioral functions but only accounting identities of the sectors and the assumption of flow equilibrium in the domestic money market.*

## INTRODUCCIÓN

A pesar que hace más de una década que se vienen realizando intensas investigaciones sobre los diversos enfoques de la balanza de pagos —gran parte de ellas en la Universidad de Chicago y otras en distintos centros de investigación— existen importantes desacuerdos y debates respecto a la relativa importancia del tipo de cambio, de la tasa de expansión monetaria (o más precisamente, de la expansión crediticia) y de los precios nominales de los bienes transados, para determinar no sólo la balanza general de pagos, sino también la cuenta corriente. Existen tres enfoques de la balanza de pagos: el de las elasticidades, el de la absorción y el monetario. Los dos primeros son los más importantes para la cuenta corriente de la balanza de pagos, mientras que el enfoque monetario centra su atención en el balance general para el cual, en este trabajo, se utilizará el término “la balanza de pagos”. En resumen, los enfoques de las elasticidades y de la absorción, tratan a la balanza de pagos esencialmente

\* Preparado para el Seminario sobre Política Cambiaria, organizado por el Banco Central de Uruguay, 7-9 agosto de 1978.

\*\* University of Chicago.

como un fenómeno real, mientras que el enfoque monetario enfatiza el papel del dinero.

Este trabajo examina brevemente la importancia de los tres enfoques para una economía abierta y pequeña con un tipo de cambio fijo, y luego continúa desarrollando algunas variaciones sobre el enfoque monetario para tratar casos en los cuales impedimentos tales como los controles cambiarios, impiden el ajuste del mercado, al menos en el corto plazo.

La sección I del trabajo desarrolla un modelo real de la cuenta corriente y una variación sobre la doctrina de la paridad del poder adquisitivo. La sección II trata del dinero, y examina la manera cómo los aspectos reales de la balanza de pagos son alterados fundamentalmente en presencia del dinero.

## I. INGRESO, GASTO Y PRECIOS RELATIVOS <sup>1</sup>

Considérese una economía sin dinero, pero con una unidad de cuenta, de manera que estén definidos los precios nominales y el tipo de cambio. La economía produce y consume tanto bienes transados como nacionales (no transados) y realiza transacciones con el resto del mundo en materia de bienes, servicios y activos financieros no monetarios. Se supone que no existe demanda por moneda extranjera, ni de parte del sector privado ni del público, de manera que las cuentas corrientes y de capital de la balanza de pagos, según definición usual, son idénticas en magnitud, pero de signo opuesto.

Para desarrollar un modelo simple para esta economía, se utilizará la siguiente notación:

$Y^e_h = Y^e - Y^e_t$	=	gastos agregados sobre bienes y servicios nacionales.
$Y^e$	=	gastos agregados sobre bienes y servicios.
$Y^e_t$	=	gastos agregados sobre bienes transados y servicios.
$p = P_h/P_t$	=	precio de bienes y servicios nacionales con respecto a bienes transados.
$Q_t$	=	cantidad demandada de bienes y servicios transados.
$Q_h$	=	cantidad demandada de bienes y servicios nacionales.
$S_t$	=	cantidad producida de bienes y servicios transados.
$S_h$	=	cantidad producida de bienes y servicios nacionales.

Se supone que el gasto agregado depende de la producción ( $Y$ ), de la tasa real de interés y de un vector de variables exógenas (de política)  $Z$ . La producción agregada puede o no responder al gasto, pero si se supone que responde, entonces la propensión marginal a gastar,  $\partial Y^e/\partial Y$ , es la unidad, de manera que la diferencia entre gasto y producción depende solamente de la tasa real de interés y del conjunto de variables exógenas,  $Z$ . Se postula que el tipo de cambio es fijo, de manera que en ausencia de distorsiones del mercado de capitales (tales como control cambiario), también la tasa de interés es exó-

<sup>1</sup> Esta sección se basa en un trabajo inédito del autor, titulado "Algunas notas sobre la reciente experiencia de la balanza de pagos en América Latina", preparado para la Cuarta Conferencia Paris-Dauphine, 1976.

gena<sup>2</sup>. Así pues, se tratará el déficit (superávit) en la cuenta corriente (capital) de la balanza de pagos como exógeno y se determinará cómo el precio relativo de los bienes nacionales responde a un cambio en ese déficit.

Para mantener la simplicidad, se supone que la adjudicación de gastos y producción entre los bienes nacionales y transados depende del precio relativo:

$$(1) \quad Y_h^e/Y^e = f(p), \quad y$$

$$(2) \quad Y_h/Y = g(p), \quad g' > 0.$$

donde  $Y_h$  e  $Y$  se refieren al valor agregado en la producción de bienes nacionales y de todos los bienes, respectivamente. Nótese que el signo de  $f'$  es ambiguo.

El mercado para bienes y servicios nacionales se ajusta continuamente:

$$(3) \quad Y_h^e = Y_h,$$

y los gastos agregados siempre igualan al ingreso más los préstamos del exterior:

$$(4) \quad Y^e = Y(1 + c),$$

donde  $c$  es el superávit de la cuenta capital medida en unidades de ingreso nacional.

Combinando las cuatro ecuaciones que anteceden se tiene:

$$Y^e/Y = g(p)/f(p) = 1 + c,$$

y de ahí

$$(5) \quad g(p) = (1+c)f(p).$$

Diferenciando (5) en su totalidad, se obtiene la relación entre el precio relativo y el superávit de la cuenta capital:

$$(6) \quad dp/dc = (f/g)/(g'/g - f'/f).$$

Es muy simple demostrar que:

$$(7) \quad pg'/g = (1 - g) (1 + \varepsilon),$$

y

$$(8) \quad pf'/f = (1 - f) (1 + \eta),$$

donde:

$$(9) \quad \varepsilon = \partial \ln(S_h/S_t) / \partial \ln p > 0.$$

<sup>2</sup> En esta etapa del análisis tanto las tasas reales como las nominales de interés serían exógenas, puesto que no hay nada en el sistema que produzca un ascenso sostenido en el nivel de precios.

y

$$(10) \quad \eta = \partial \ln(Q_h/Q_t) / \partial \ln p < 0.$$

esto es,  $\epsilon$  y  $\eta$  son las elasticidades de sustitución entre los bienes transados y los nacionales en la demanda y en la producción respectivamente. Sustituyendo (9) y (10) por (7) y (8) y las expresiones resultantes por (6), se obtiene:

$$(11) \quad d \ln(p) / d \ln(1 + c) = [(1 - g)(1 + \epsilon) - (1 - f)(1 + \eta)]^{-1}.$$

En el caso de intercambio equilibrado ( $c = 0$ ), la ecuación (11) se reduce a:

$$(11') \quad d \ln(p) / d \ln(1 + c) = [(\epsilon - \eta)(1 - f)]^{-1}$$

La ecuación (11) es básicamente del tipo Marshall-Lerner, radicando la diferencia en que la distinción se efectúa entre bienes transados y nacionales en lugar de entre importaciones y exportaciones, y que utiliza elasticidades de sustitución en lugar de oferta y demanda. La simplicidad de (11) y especialmente de (11') se deriva en gran parte del supuesto que las propensiones marginal y promedio a gastar son iguales entre sí.

La ecuación (11) indica que podemos escribir el precio relativo de los bienes nacionales como una función del superávit de la cuenta capital:

$$(12) \quad p = p(c), \quad p' > 0.$$

Como el nivel de precios general es un promedio ponderado del precio de bienes transados y nacionales:

$$(13) \quad P = \alpha P_h + (1 - \alpha) P_t,$$

el nivel de precios depende del tipo de cambio,  $e$ , del precio en el exterior de los bienes comerciados,  $P_t^*$ , y el superávit de la cuenta capital:

$$(14) \quad P = e P_t^* [\alpha p(c) + (1 - \alpha)]$$

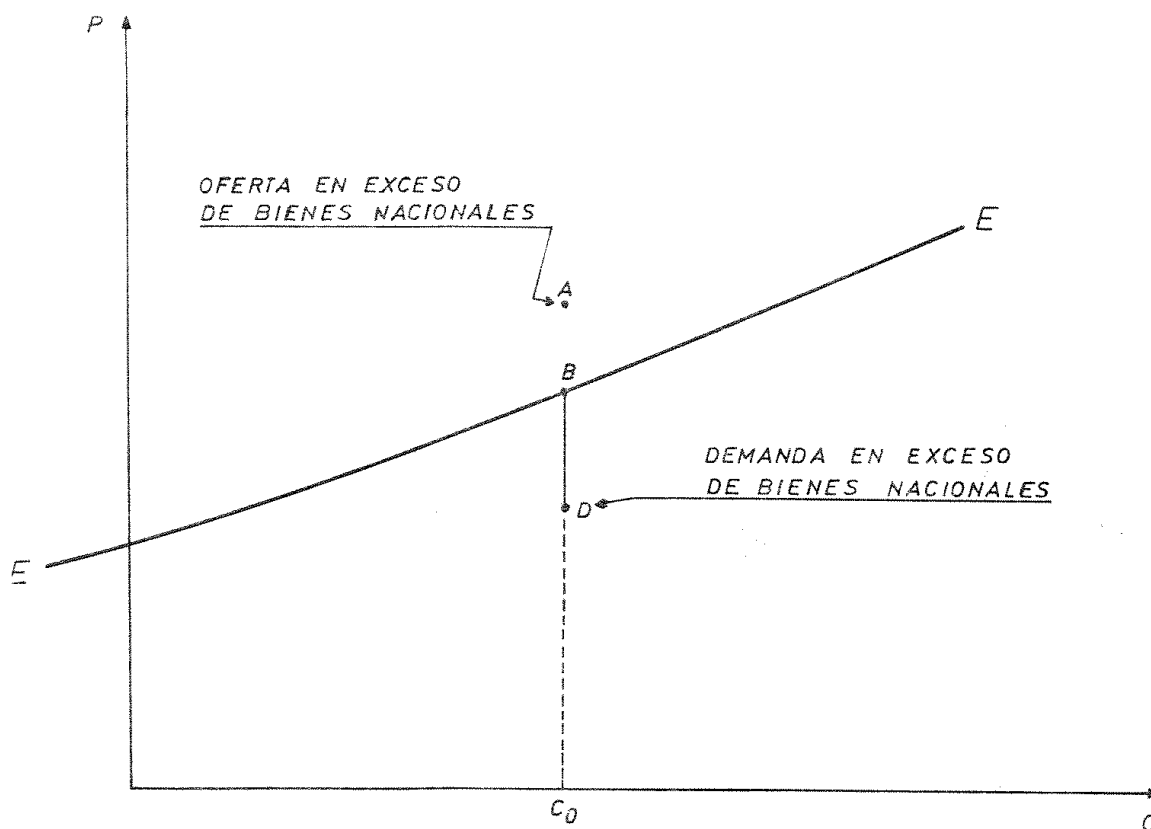
La ecuación (14) demuestra la propiedad del modelo, que el nivel de precios nacionales en equilibrio es homogéneo de grado uno en el tipo de cambio y en el precio en el exterior de los bienes y servicios transados, y es una función en aumento del (déficit) superávit de la cuenta capital (corriente).

La ecuación (11) está representada gráficamente en el gráfico 1 como la curva denominada EE. A lo largo de esa curva el mercado de bienes nacionales está en equilibrio; sobre ella existe un exceso de oferta de bienes nacionales, y por debajo un exceso de demanda. Este gráfico puede utilizarse para ilustrar el enfoque estándar de las elasticidades en un caso para devaluación.

Supongamos que se tiene un ingreso de capital determinado exógenamente igual a  $c_0$ , pero un precio excesivamente alto de bienes nacionales, de manera que estamos en el punto A del gráfico 1. Una devaluación "correctiva" hasta el punto B eliminaría el exceso de oferta de bienes nacionales y restauraría el equilibrio. Por otro lado, supongamos que ya se está en el punto

B y se devalúa hasta el punto D. En ese punto tenemos un exceso de demanda de bienes nacionales debido a que la producción cambia en favor de bienes transados mientras la demanda cambia hacia los bienes nacionales. La única salida posible es que el precio de los bienes nacionales se eleve hasta que nuevamente vuelva al punto B. Nótese que se dará este resultado aún si la devaluación estimula la producción de bienes nacionales en la medida que el ingreso recientemente generado sea gastado en bienes y servicios y no en activos financieros.

GRÁFICO 1



El modelo descrito anteriormente puede también indicar el grado en que tiene lugar el ajuste a un cambio en la tasa de ingreso de capital por medio de una variación en el padrón de producción frente a un cambio en los gastos. Si dejamos que  $Y(dc)$  represente el cambio en el gasto total, la fracción de ese cambio que se produce en forma de un cambio en la demanda de cantidad de bienes transados es:

$$(15) \quad \beta_{\psi} = (1/y) (dQ_t/dc),$$

y el cambio en la cantidad ofrecida de los bienes comerciados es

$$(16) \quad \beta_s = (1/y) (dS_t/dc),$$

donde  $y = Y/P_t$ ; es decir, el valor de la producción total medida en términos de bienes transados.

Notando que las relaciones entre las elasticidades de la oferta y de la demanda por un lado, y las elasticidades de sustitución, por otro, están dadas por:

$$\partial \ln Q_t / \partial \ln p = -f\eta,$$

$$\partial \ln S_t / \partial \ln p = -g\varepsilon,$$

las ecuaciones (12) y (13) se transforman:

$$(17) \quad \beta_q = (1-f) [\varepsilon(1-g) - \eta] / [(1-g)\varepsilon - (1-f)\eta] \geq (1-f)$$

$$y \quad \beta_s = 1 - \beta_q \leq f.$$

Con equilibrio comercial, las funciones relativas de ajuste se transforman:

$$\beta_q = 1 - f\varepsilon / (\varepsilon - \eta),$$

$$\beta_s = f\varepsilon / (\varepsilon - \eta).$$

Excepto en el caso de economías muy pequeñas y muy abiertas,  $f(p)$  será sustancialmente mayor que un medio, indicando que el grueso del ajuste puede caer sobre la producción más que en el sector demanda en la economía.

La ecuación (17) indica que la fracción del cambio en la cuenta corriente (medida en unidades de ingreso nacional), que se efectúa a través de cambios en la demanda, no puede ser menor que los gastos en bienes transados como una fracción del gasto agregado, pero sí que podría ser bastante pequeña<sup>3</sup>. Si no existe sustitución de parte de la demanda, el ajuste de la cantidad del lado de la demanda es exactamente igual a la parte de bienes transados en el total de la demanda; a la inversa, si no hay posibilidades de sustitución en el lado de la producción, todo el ajuste de cantidad debe tener lugar en el lado de la demanda.

<sup>3</sup> La ecuación (17) puede reordenarse de la siguiente manera:

$$\beta_q = (1-f) [1 + f\eta / [(1-g)\varepsilon - \eta]]^{-1} \geq (1-f).$$

La razón de ello es que la propensión marginal a gastar en bienes transados con respecto al gasto agregado se supone que es  $(1 - f)$ , y de ahí que por lo menos ese volumen de ajuste de cantidad, en lo que concierne a bienes transados, siempre tiene lugar. Así, a menos que la propensión marginal a gastar en bienes transados esté bastante por encima del promedio, o que exista poca sustitución en la producción entre los bienes transados y nacionales, la mayoría de los ajustes a los cambios en los ingresos de capital tendrán que tener efecto por medio de cambios entre los sectores de bienes transados y nacionales. Esto quizás ayude a explicar por qué el sector de bienes transados en la mayoría de los países parece ser extremadamente sensible a las fluctuaciones en la cuenta corriente; este sector es bien conocido ya sea por las situaciones de auge o colapso, al menos en los países industrializados.

Hasta ahora hemos tratado el superávit de la cuenta capital,  $c$ , como una variable exógena. Esto es fácilmente defendible si tenemos una situación con tipo de cambio fijo sin impedimentos para el movimiento internacional libre de activos financieros no monetarios. En general, escribiríamos la ecuación de gastos como:

$$(18) \quad Y^c = Y^c(Y, r, Z),$$

donde  $r$  es la tasa de interés y  $Z$  el conjunto de variables exógenas<sup>4</sup>.

Como la tasa de interés está determinada externamente, también puede ser tratada como exógena, y de ahí que  $c$  sea exógena al modelo. Cuando el capital no puede atravesar libremente las fronteras internacionales, la tasa de interés se vuelve endógena y  $c$  se torna relativamente fija. En ese caso, los cambios en cualquiera de las variables en el vector  $Z$  producirán variaciones en la curva  $EE$  del gráfico 1 y, por lo tanto, requerirá cambios en los precios relativos de los bienes nacionales a fin de mantener el equilibrio de la balanza de pagos.

## II. LA FUNCIÓN DEL DINERO<sup>5</sup>

Una de las características claves del dinero, en lo que a balanza de pagos se refiere, es que él mismo puede ser producido solamente por el sector bancario (consolidado), pero no es demandado por ese sector. En la medida que exista una demanda de dinero de parte del sector bancario (consolidado), ésta será de dinero *extranjero*, reservas internacionales. El dinero extranjero es lo único que puede atesorar una economía; si sus tenencias de dinero extranjero no cambian la suma de las cuentas corriente y capital de la balanza de pagos será igual a cero y cualquier demanda (oferta) en exceso por bienes y servicios se verá equiparada por una corriente de oferta (demanda) de activos financieros no monetarios.

<sup>4</sup> Como todavía no ha sido introducido el dinero, no existe distinción entre tasa real y tasa nominal de interés.

<sup>5</sup> Esta sección se basa en un trabajo inédito del autor (junto con Hernán Cortés Douglas) titulado "El Enfoque Monetario a la Balanza de Pagos y las Tasas Reales de Interés en Chile", febrero, 1978.

La otra característica clave del dinero, para los fines de este estudio, es que permite una diferencia (ex post) entre las magnitudes de las cuentas corriente y capital de la balanza de pagos (según la definición convencional). En realidad, la balanza de pagos es exactamente igual al flujo neto de dinero extranjero (reservas) que entra o sale de un país. Como el modelo de la sección anterior no incorporaba el dinero, la balanza de pagos era necesariamente cero. Solamente introduciendo dinero se puede examinar la balanza de pagos con algún sentido; sin dinero en el panorama, podemos examinar solamente los determinantes de la cuenta corriente o de la cuenta capital de la balanza de pagos (que es la esencia del enfoque de la absorción).

La manera más simple de exponer el carácter puramente monetario de la balanza de pagos es comenzar con las cuentas de ingresos nacionales y complementarlas con las financieras nacionales. Se utilizará la siguiente notación adicional:

- S = ahorro agregado.  
 I = inversión agregada.  
 $S_i$  = ahorro en el sector i.  
 $I_i$  = inversión en el sector i.  
 $I_d$  = inversión "directa" (definida más adelante).  
 C = activos del sistema bancario (consolidado) incluyendo Banco Central.  
 $C_d$  = activos nacionales de la banca consolidada.  
 $C_f$  = activos extranjeros no monetarios (por ejemplo, no reservas) del sistema bancario consolidado.  
 M = la cantidad nominal de dinero nacional ( $M_2$ ).  
 R = la cantidad nominal de dinero extranjero (es decir, reservas internacionales).  
 B = el déficit del sector público.  
 $(\dot{M}^d)$  = el cambio deseado en la cantidad nominal de dinero.

La diferencia entre gasto e ingreso,  $Y^e - Y$ , es idénticamente igual (ex post) al exceso de las inversiones sobre el ahorro ( $I - S$ ). Esto, a la vez, es igual al déficit de la cuenta corriente, al que caracterizaremos como el exceso de la demanda interna sobre la oferta interna de bienes transados. Suponiendo, tal como lo hicimos en la sección previa, que el mercado de bienes nacionales se equilibra continuamente, resulta que  $Y^e - Y = I - S =$  *el flujo de exceso de demanda por bienes y servicios en general*.

Con el fin de simplificar la exposición, supongamos que sólo el sector privado demanda dinero nacional y sólo el sector bancario demanda dinero extranjero (reservas internacionales). Estos supuestos no hacen perder generalidad y facilitan la simplicidad del análisis. Si bien sería posible introducir una demanda por dinero de parte del sector público, y una demanda por dinero extranjero de parte del sector privado no bancario, estas demandas adicionales solamente complicarían la notación. Como no se requerirán relaciones de comportamiento en nuestro marco contable, es ventajoso simplificar la presentación al máximo, lo que puede hacerse sin pérdida de generalidad.

Todo nuestro análisis estará realizado en términos de demandas y ofertas *flujos*, simplificando más aún el análisis puesto que no es necesario preocuparse acerca de cambios en la cartera y elementos similares. Además, nuestras de-



mandas y ofertas flujos serán por activos financieros en general. No existe restricción en cuanto a que estas demandas y ofertas se refieran estrictamente a activos internos.

Comenzando con la demanda flujo por activos financieros, se pueden identificar tres sectores (exhaustivos): 1) el privado no bancario; 2) el bancario, incluido el Banco Central y todos los bancos oficiales, y 3) el público. Los intermediarios financieros no bancarios están incluidos en el sector privado no bancario. La demanda flujo por activos financieros consiste en:

- 1) sector privado no bancario:  $S_p - I_a$ ;
- 2) sector bancario:  $\dot{C}$ ;
- 3) sector público: 0.

$S_p$  es el ahorro del sector privado, e  $I_a$  es la parte de ese ahorro no utilizada para comprar instrumentos financieros (incluido dinero). Lo que quiere decir que  $I_a$  es inversión "directa" y, por lo tanto, idéntica a ahorro "directo". Resumiendo,  $I_a$  consiste en toda aquella inversión que es financiada internamente (por ejemplo, un agricultor mejora su propiedad colocando un alambrado; las inversiones que realiza una sociedad anónima financiada con ganancias no repartidas, etc.). Obviamente,  $S_p$  incluye aquella parte del ahorro que se coloca en

dinero.  $\dot{C}$  es el cambio en los activos del sector bancario, ya sean de origen interno o extranjero; por ejemplo, cuando un banco concede un préstamo adicional está, en efecto, demandando un activo financiero. Finalmente, nuestro tratamiento del sector público se efectuó de manera que consideramos sólo cambios *netos* en sus obligaciones y, por lo tanto, fijamos arbitrariamente la demanda flujo de activos financieros en ese sector, en cero.

La oferta flujo de activos financieros para los mismos tres sectores está dada por:

- 1) sector privado no bancario:  $I_p - I_a$ ;
- 2) sector bancario:  $\dot{M}$ ;
- 3) sector público: B.

$I_p$  es la inversión del sector privado, y  $\dot{M}$  es la tasa a la cual los bancos crean dinero por medio de la concesión de préstamos. El sector público contribuye con una oferta flujo (neta) de activos financieros sólo en la medida que tenga un déficit o un superávit presupuestario. Nótese que no necesitamos hacer supuestos referente a la manera en que se financia un déficit; la magnitud "B" puede ser financiada por el Banco Central, por los bancos comerciales o por venta de bonos al público<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Los cambios en la cuenta capital del sistema bancario consolidado son ignorados. Aunque el sistema bancario sí contribuye a la oferta de activos financieros no monetarios para aumentar el capital, esto generalmente no es significativo cuantitativamente. Sin embargo, si se deseara incluir esta cuenta con el fin que quedara completa, podría incorporársela a la oferta de activos financieros que hace el sector privado no bancario; es decir, podríamos limitar nuestro concepto del sector bancario al de la creación de dinero únicamente.

Sustrayendo la oferta flujo de la demanda flujo, se obtiene como resultado el exceso de demanda flujo por activos financieros:

- (1) sector privado no bancario:  $S_p - I_p = (S - I) - (S_g - I_g)$
- (2) sector bancario:  $\dot{C} - \dot{M}$ ;
- (3) sector público:  $-B$ .

El déficit del sector público  $B$  es, por supuesto, idéntico al exceso de la inversión de dicho sector sobre el ahorro del mismo sector. Así  $B \equiv (I_g - S_g)$ .

Además, el cambio en los activos del sistema bancario,  $\dot{C}$ , es exactamente igual al cambio en su obligaciones,  $\dot{M}$ , y, por lo tanto,  $\dot{C} - \dot{M} = 0$ ; el sistema bancario actúa sólo como un intermediario financiero y, por lo tanto, no tiene demanda *net*a de activos financieros ni oferta *net*a de los mismos. Resumiendo los tres excesos de demanda flujo tenemos:

$$\text{El exceso de demanda flujo por activos financieros} = S - L.$$

Como el exceso de demanda flujo por bienes y servicios es  $I - S$ , la suma del exceso de demanda flujo por activos financieros y por bienes y servicios es obviamente cero. Pero esto es como debería ser; según la ley de Walras, sabemos que la suma de todos los excesos de demanda es idéntica a cero.

Volviendo a las demandas y ofertas flujo de activos financieros *no monetarios*, éstas están dadas por:

- (1) sector privado no bancario:  $S_p - I - (\dot{M})^d$ ;
- (2) sector bancario:  $\dot{C} - \dot{R}$ ;
- (3) sector público:  $0$ .

El término  $(\dot{M})^d$  debe ser considerado como el cambio deseado en las tenencias nominales de dinero *nacional* y no como el cambio en la demanda stock del mismo; sólo si el ajuste de los stocks es instantáneo serán iguales estas

dos magnitudes. El término  $\dot{R}$  se refiere al cambio en las tenencias del sector bancario de reservas en moneda extranjera; nótese que esto no significa que el Banco Central (o los bancos comerciales) tenga una demanda bien definida de reservas; más bien, la diferencia  $\dot{C} - \dot{R}$  simplemente mide la tasa a la cual el sector bancario está adquiriendo activos no monetarios.

La oferta corriente de activos financieros *no monetarios* es:

- (1) sector privado no bancario:  $I_p - I_d$ ;
- (2) sector bancario:  $0$ .
- (3) sector público:  $B$ .

El sector bancario ofrece sólo activos financieros monetarios, siendo todos los activos financieros no monetarios suministrados por instituciones e individuos que no son bancos.

El exceso de demanda flujo por activos financieros no monetarios es:

- (1) sector privado no bancario:  $S_p - I_p - (\dot{M})^d$   
 $= (S - I) - (S_g - I_g) - (\dot{M})^d;$
- (2) sector bancario:  $\dot{C} - \dot{R};$   
 (3) sector público:  $-B.$

Por lo tanto, el exceso de demanda flujo por bienes, servicios y activos financieros no monetarios es  $\dot{C} - \dot{R} - (\dot{M})^d$ ; esto es el exceso de demanda flujo "todo lo no monetario".

Por la ley de Walras entonces, se tiene que el exceso de demanda flujo por dinero es idéntica a  $\dot{R} + (\dot{M})^d - \dot{C}$ . Como el cambio en los activos del sistema bancario,  $\dot{C}$ , es necesariamente igual al cambio en la oferta de dinero nacional,  $\dot{M}$ , podemos reescribir que el exceso de *demanda flujo por dinero* es  $\dot{R} + (\dot{M})^d - \dot{M}$ , donde  $\dot{R}$  es el exceso de demanda flujo por dinero *extranjero* y  $(\dot{M})^d - \dot{M}$  es el exceso de demanda flujo por dinero *nacional*.

Si la economía exhibe un alto grado de flexibilidad en los precios, tanto para bienes como para activos, o si el mercado interno de capitales se encuentra integrado al mercado internacional sin impedimentos artificiales a los movimientos de capitales internacionales, debería prevalecer un equilibrio de flujos en el mercado por dinero *nacional*; es decir,  $\dot{M} = (\dot{M})^d$ . En ese caso, el exceso de demanda flujo por dinero es igual a  $R$ , el cual a su vez, por supuesto, es idéntico a la balanza de pagos. Bajo estas circunstancias, la balanza de pagos es un fenómeno puramente monetario, como  $\dot{R} \equiv$  la balanza de pagos = el exceso de demanda flujo de dinero. "Puramente monetario" significa en este contexto que la balanza de pagos debe estar en equilibrio (es decir, igual a cero) a menos que haya un exceso de demanda u oferta flujo de dinero.

Es importante destacar que no se ha utilizado ninguna relación de comportamiento de ningún tipo, para llegar a la conclusión que la balanza de pagos es simplemente el exceso de demanda flujo de dinero. El único supuesto de importancia que se utilizó fue el del equilibrio en el mercado de flujos de dinero. El resto de las ecuaciones y relaciones son identidades.

Una implicancia muy importante que se desprende del análisis anterior, es que bajo tipos de cambio fijos tanto la oferta de dinero como la balanza de pagos son *endógenos*; la oferta *nominal* de dinero está *determinada por la demanda*, y la balanza de pagos es simplemente un vehículo para mantener el equilibrio monetario. Así, un superávit en la balanza de pagos refleja un exceso de demanda por dinero en el sentido que el crédito no está siendo expan-

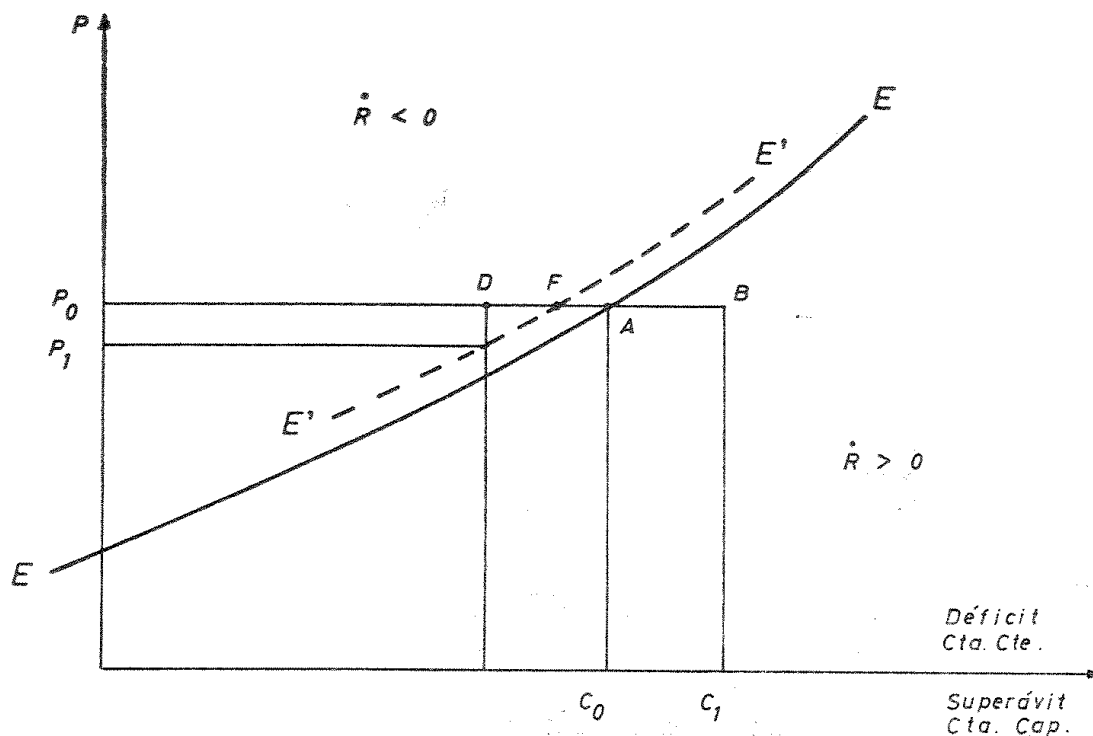
dido en forma interna lo suficientemente rápido como para satisfacer la demanda flujo por dinero.

Una segunda implicancia igualmente importante del enfoque monetario es que la dirección de la causalidad es *del dinero a la balanza de pagos*, y no en sentido contrario. Un superávit en la balanza de pagos es *síntoma* de un exceso de oferta de dinero. De esta manera, una respuesta de política monetaria apropiada frente a un superávit en la balanza de pagos sería un *aumento* en la tasa de creación del crédito, y la respuesta apropiada a un déficit en la balanza de pagos sería una *reducción* en la tasa de creación crediticia. Obviamente, sería insensato procurar tratar el síntoma (es decir, revaluar la moneda nacional tratando de "controlar" un superávit de la balanza de pagos, y devaluar en un intento de "controlar" un déficit) cuando la causa del desequilibrio se encuentra en una tasa incorrecta de creación de crédito.

Ahora podemos combinar el análisis monetario con el modelo real derivado en la sección I. La introducción del dinero permite el "desequilibrio" en

la balanza de pagos (es decir,  $\dot{R} \neq 0$ ) sin un desequilibrio en el mercado de bienes nacionales. En términos del gráfico 1, cualquier posición alejada de la curva EE definía o bien un exceso de demanda de bienes nacionales o un exceso de oferta de los mismos; con dinero, sin embargo, es posible apartarse de la curva EE y hacer que el efecto total sea absorbido por la balanza de pagos. En el gráfico 2, se reproduce la curva EE del gráfico 1, pero en éste el eje horizontal mide ahora tanto el déficit de la cuenta corriente como el superávit de la cuenta capital.

GRÁFICO 2



La curva EE relaciona ahora sólo el déficit de la cuenta corriente al precio relativo de los bienes nacionales, y la interpretación de esa curva es que los movimientos de reservas serán cero sólo si la cuenta capital lo compensa exactamente. Por ejemplo, un superávit de la cuenta capital de  $c_0$  (en unidades de ingreso nacional) dará como resultado el equilibrio en la balanza de pagos si el precio relativo de bienes nacionales es  $p_0$ . Sin embargo, si el superávit de la cuenta capital ascendiera a  $c_1$ , se produciría un ingreso de reservas exactamente igual, en unidades de ingreso nacional, a la distancia  $c_0c_1$ . Así el área bajo la curva EE corresponde ahora a un ingreso de reservas, y el área por encima de ella, a una salida de reservas.

Considérese ahora el ejercicio de una política monetaria en una economía abierta con un tipo de cambio fijo. Supongamos, por ejemplo, que la tasa de creación del crédito interno es reducida, generando un exceso de demanda flujo por dinero nacional. Una posibilidad sería que el público buscara alcanzar el equilibrio monetario por medio de ajustes en la cartera (solicitando préstamos al sistema bancario, o vendiendo valores al sistema bancario). Si la economía se encuentra abierta a transacciones financieras con el resto del mundo, el sistema bancario solicitará préstamos al resto del mundo, con lo cual se generará un aumento en el ingreso de capital y un incremento en las reservas. En los términos del gráfico 2, el movimiento sería del punto A al B y no se requerirían ajustes reales.

Por otro lado, supóngase que el público procuró restaurar el equilibrio monetario por medio de la reducción de los gastos en bienes y servicios, y supóngase que la reducción en el gasto agregado en bienes y servicios es la distancia DA ( $= AB$ ). El efecto a corto plazo de esto sobre la curva EE sería cambiarla a E'E', ya que sólo parte de la reducción en los gastos sería a expensas de bienes transados al nivel de precios relativos  $p_0$ . Si el precio relativo de los bienes nacionales no declinó rápidamente a  $p_1$ , el ingreso de reservas será solamente la distancia FA, y el desequilibrio monetario no será resuelto por la balanza de pagos. Esto es, habría un exceso de oferta por bienes nacionales igual a la distancia DF, el cual, se supone, tendería a hacer descender los precios de aquellos bienes de manera de restaurar el equilibrio<sup>7</sup>.

Los precios de los bienes y servicios, sin embargo, parecen ser más resistentes que aquellos de los activos financieros. Pero provocar un descenso en el precio (relativo) de bienes nacionales de  $p_0$  a  $p_1$  llevaría tiempo y puede crear una pérdida de producción en ese sector. Por otro lado, el cambio en el precio de los activos, necesario para generar un ingreso de capital igual a AB del gráfico 2, podría ocurrir literalmente de la noche a la mañana. En este sentido, el mercado de capitales es más eficiente para resolver el equilibrio monetario de lo que es el sector real de la economía.

La balanza de pagos, pues, refleja el exceso de demanda flujo de dinero, y ese exceso de demanda es por dinero *extranjero*, el cual es convertido por el sistema bancario en dinero nacional de manera de ofrecer a los solicitantes de dinero los fondos que desean tener. Si el sistema bancario deja de proporcionar una oferta corriente suficiente de dinero nacional por medio de la ex-

<sup>7</sup> Con el correr del tiempo el exceso de demanda flujo por dinero generaría presumiblemente un exceso de demanda stock, el cual aumentaría el exceso de demanda flujo, desviando la curva EE hacia la izquierda.

pansión crediticia, los individuos y las empresas adquirirán la cantidad deseada adicional. Esto puede ser ya sea reduciendo su gasto en bienes y servicios, y provocando de este modo un superávit en la balanza de pagos en la forma de superávit en la cuenta corriente, o por medio de la reducción de su gasto en activos financieros no monetarios, de manera que exista una adquisición neta de esos activos por extranjeros, induciendo de ese modo un superávit en la balanza de pagos en la forma de un superávit en la cuenta capital. Ocurre lo opuesto si el sistema bancario expande el crédito, y, por lo tanto, el dinero nacional, a una tasa más rápida que la que el público desea; el exceso de oferta flujo de dinero o bien será convertido en otros activos financieros, causando un déficit en la cuenta capital de la balanza de pagos, o se gastará en bienes y servicios, causando un déficit en la cuenta corriente. En este último caso, el exceso de oferta flujo de dinero nacional se convierte en un exceso de demanda flujo de dinero extranjero, por el sistema bancario.

Lo movimientos en las reservas proporcionan, como consecuencia, una guía simple y directa a las autoridades de los bancos centrales en lo que respecta a la manera en la cual deberían conducir la política monetaria (más correctamente, la política crediticia). Cuando las reservas comienzan a descender debería reducirse el crédito, y vice versa. La utilidad de esta guía no se limita a indicar simplemente en qué dirección deberían efectuarse los cambios en el crédito interno; los movimientos en las reservas también indican la magnitud del cambio en el crédito interno que se requiere.