

EQUILIBRIO MONETARIO Y AJUSTE INTERNACIONAL

JULIO H. G. OLIVERA*

Considera la generalidad de los autores, a nuestro modo de ver con razón, que el equilibrio del balance de pagos no consiste exclusivamente en la igualdad entre oferta y demanda de divisas.¹ Se advierte, sin embargo, que la distinción queda únicamente en el terreno de las definiciones, y que no se extraen de ella sus consecuencias lógicas en el tratamiento de las propiedades del equilibrio y, sobre todo, en el del proceso de ajuste.²

Este artículo tiene por objeto utilizar aquella distinción como instrumento de análisis. Según se verá, esto permite arrojar nueva luz sobre el verdadero carácter de ciertas relaciones, como las descritas por la teoría de la paridad del poder adquisitivo o de las tasas de interés; y, particularmente, conduce a la importante conclusión de que la flexibilidad de los tipos de cambio, contra lo que suele decirse, no sustituye de manera completa a la de los precios internos desde el punto de vista del ajuste del balance de pagos.

1. EL EQUILIBRIO DEL BALANCE DE PAGOS

El balance de pagos registra las operaciones económicas con el exterior efectuadas por un país durante un período determinado. Puesto que se refiere exclusivamente a operaciones realizadas, y no a planes o decisiones, no es fácil definir con respecto a él lo que debe

* Profesor de Economía Política en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.

¹ R. Nurkse, *Conditions of international monetary equilibrium* en *Essays in International Finance*, Princeton, 1945, reimpresso en *Ensayos sobre la Teoría del Comercio Internacional*, trad. revisada por V. L. Urquidi, Fondo de Cultura Económica, pág. 3 y sig.; P. T. Ellsworth, *Comercio Internacional*, trad. J. Márquez y V. L. Urquidi, Fondo de Cultura Económica, pág. 164 y sig.; Ch. P. Kindleberger, *Economía Internacional*, trad. A. Calleja, Madrid, 1957, pág. 405 y sig.

² Kindleberger, por ejemplo, en la obra citada, presenta los elementos del proceso de ajuste como si se tratara del mercado cambiario (v. capítulo IV, pág. 61 y sig.).

entenderse por equilibrio . En un mercado puede existir equilibrio o desequilibrio entre la cantidad ofrecida y la cantidad demandada de un bien económico, pero la cantidad vendida y la cantidad comprada son necesariamente iguales entre sí. Del mismo modo, en un sentido contable, el balance de pagos de un país se halla nivelado continuamente: a todo débito corresponde un crédito y viceversa. Si la cuenta corriente del balance de pagos arroja déficit, la cuenta de capital debe registrar un superávit de igual magnitud; y si aquella arroja superávit, la cuenta de capital debe mostrar un déficit equivalente. El saldo de un balance de pagos completo y bien construido no puede ser otro que cero.

Esta igualación puramente contable no es, claro está, lo que debe entenderse por equilibrio del balance de pagos, sino un conjunto de condiciones determinadas relativas a los fenómenos que registra el balance. Sobre la naturaleza precisa de tales condiciones no existe unidad de criterio entre los especialistas, pero, de cualquier modo, resulta innegable que la primera de ellas es el equilibrio entre la oferta y la demanda en el mercado cambiario. Si este último se encuentra desequilibrado el balance de pagos no puede considerarse en equilibrio. Dado que los bancos actúan fundamentalmente como intermediarios en el mercado de divisas, la oferta y la demanda que deben compararse entre sí son la oferta y la demanda de cambio extranjero hechas a los bancos. En tal forma, si durante el período cubierto por el balance la oferta de divisas excedió a la demanda; esto es, si las compras de cambio extranjero efectuadas por los bancos fueron mayores que sus ventas, de modo que las reservas cambiarias de los bancos crecieron durante el período, puede decirse entonces que el balance de pagos tuvo superávit por una cantidad igual a la oferta excedente, o sea al aumento de las reservas cambiarias de los bancos. De manera análoga, si las ventas de divisas que realizaron los bancos durante el período excedieron sus compras, de modo que sus reservas cambiarias descendieron, puede afirmarse que el balance de pagos arrojó déficit por una cantidad igual al exceso de demanda, o sea a la disminución de las reservas.

La variación de las reservas cambiarias de los bancos (Banco Central y bancos comerciales, considerados en conjunto) suministra pues una indicación y, con las salvedades que veremos inmediatamente, también una medida estadística del desequilibrio del balance de pagos de un país. En la nomenclatura usual del balance, ese ítem corresponde aproximadamente al que se denomina capital

a corto plazo de instituciones oficiales y bancarias . Puesto que el aumento de la posición de divisas implica una adquisición neta de activos sobre el extranjero (generalmente depósitos en bancos extranjeros) por los bancos del país, esto es, una exportación de capital, el superávit aparece en el balance, como toda salida de capital hacia el exterior, con signo negativo; en tanto que, siendo la disminución de las reservas una enajenación de activos sobre el extranjero y, por tanto, una importación de capital, el déficit del balance aparece en él con signo positivo.

Desde luego, la identidad estricta entre la oferta excedente de cambio extranjero y el aumento de las reservas cambiarias, por una parte, y, por otra, entre la demanda excedente de cambio extranjero y la disminución de las reservas cambiarias, sólo rige para un mercado de cambios *enteramente libre*. Si existen restricciones cambiarias, como permisos de cambio, cuotas, recargos especiales etc., la cantidad de divisas vendidas por los bancos en un período cualquiera es siempre inferior a la cantidad realmente demandada; por consiguiente, la diferencia entre las compras y las ventas de divisas efectuadas por los bancos resulta entonces necesariamente menor que la diferencia entre la oferta y la (verdadera) demanda. El mercado cambiario puede hallarse entonces en desequilibrio aunque las reservas se mantengan constantes; y el balance de pagos, en consecuencia, ser deficitario aunque aparentemente se muestre en equilibrio.

Esta salvedad, con todo, está en línea con la correspondencia entre el equilibrio del mercado cambiario y el del balance de pagos; más aun, es un corolario de tal correspondencia. Debemos señalar ahora, sin perjuicio de lo anterior, que el concepto de equilibrio del balance de pagos es más exigente que el del mercado cambiario; de modo que, si bien no es posible concebir el primero sin el segundo, pueden darse situaciones en que el mercado cambiario esté equilibrado sin que el balance de pagos se halle realmente en equilibrio. Tal cosa ocurre, en particular, cuando el ajuste del mercado cambiario se logra a expensas del *equilibrio económico interno*, aminorando el nivel de producción y de ocupación por debajo del correspondiente a la ocupación plena. Siempre es posible eliminar un excedente de importaciones por vía de un descenso en el grado de ocupación, pues la caída de los ingresos y de la actividad interna se reflejarán en menores importaciones de bienes de consumo, así como de materias primas y otros artículos utilizados por la industria local, a la vez que

la reducción de la demanda interna acrecentaría los saldos exportables. Pero el equilibrio que puede alcanzarse de ese modo, al precio de mantener sin empleo productivo a una parte de la población trabajadora, no constituye un verdadero equilibrio del balance de pagos, ya que el ritmo de importación y exportación obtenido mediante paro forzoso no puede en absoluto ser considerado normal. Por consiguiente, para juzgar sobre el equilibrio del balance de pagos de un país no basta atender al equilibrio externo o del mercado cambiario, sino que es preciso tomar en cuenta también el equilibrio económico interno. A diferencia del equilibrio del mercado cambiario, que puede concebirse como un equilibrio parcial del sistema económico, el equilibrio del balance de pagos es un concepto de equilibrio general.

2. LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

Como es lógico, la distinción entre equilibrio del mercado cambiario y equilibrio del balance de pagos debe aplicarse también en lo concerniente al tipo de cambio de equilibrio desde el punto de vista del mercado cambiario y el tipo de cambio de equilibrio desde el punto de vista del balance de pagos. Si bien todo tipo de cambio que equilibre el balance de pagos producirá también, necesariamente, el equilibrio del mercado cambiario (pues, según hemos visto ya, el equilibrio del balance de pagos implica el del mercado cambiario) no todo tipo de cambio que equilibre el mercado de divisas pondrá a la vez en equilibrio el balance de pagos. Esta diferencia es fundamental. El tipo de cambio de equilibrio desde el punto de vista del mercado cambiario es el que iguala la oferta con la demanda de cambio extranjero. El tipo de cambio de equilibrio desde el punto de vista del balance de pagos es aquel que, además de nivelar la oferta con la demanda de divisas, resulta compatible con el equilibrio de los precios, la producción y la ocupación interna del país.

La teoría del tipo de cambio de equilibrio con respecto al mercado de cambios constituye una aplicación directa del análisis usual de oferta y demanda. La condición de equilibrio es que, al tipo de cambio vigente, la cantidad demandada neta de cambio extranjero (es decir, la diferencia entre la cantidad demandada y la cantidad ofrecida) resulte nula. Dada la oferta de cambio, el tipo de cambio de equilibrio será en general tanto más alto cuanto más intensa la demanda. Por

otra parte, dada la demanda de cambio extranjero, el tipo de cambio de equilibrio será en general tanto más bajo cuanto más abundante la oferta. Debe subrayarse, sin embargo, la locución en general con que limitamos la validez de las dos últimas proposiciones; pues, para que se verifiquen, es necesario que la cantidad demandada neta de cambio extranjero disminuya con el alza del tipo de cambio, y que aumente, en consecuencia, con su baja. Sobre ello volveremos más adelante, al considerar el proceso de ajuste.

Cabe recordar además que las distintas operaciones para las que se requiere cambio extranjero, y de las cuales, por consiguiente, resulta su demanda; así como las que contribuyen a su oferta, difieren apreciablemente entre sí en cuanto a su mayor o menor sensibilidad con respecto al tipo de cambio. Las exportaciones y las importaciones resultan siempre, en alguna medida, sensibles a las variaciones del tipo de cambio, que afectan los precios efectivos que se pagan o reciben por ellas. Por el contrario, los servicios de amortización e interés sobre deudas contraídas o préstamos otorgados en dinero extranjero son independientes del tipo de cambio, a menos que el alza de este último provoque la cesación de pagos de algunos deudores. A su vez los movimientos no especulativos de capital responden poco a la influencia del tipo de cambio contado, pero suelen experimentar el efecto de las variaciones en la relación entre el tipo de cambio contado y el del cambio a término, según luego se explicará.

La elasticidad de la oferta y la elasticidad de la demanda de cambio extranjero constituyen, pues, en realidad, promedios ponderados de distintas elasticidades que difieren ampliamente entre sí. Toda mutación en la *importancia relativa* de las varias fuentes de oferta o de demanda de cambio altera la elasticidad general de su oferta o demanda, aunque permanezcan constantes las elasticidades individuales de los elementos que componen una y otra. Así, por ejemplo, la elasticidad general de la demanda de cambio aumenta si el nivel de importaciones crece con relación al de los servicios financieros, y disminuye en el caso contrario. Esto puede aplicarse también a comparaciones entre economías distintas. En un país, v. gr., donde la demanda de importaciones sea más elástica que en otro con respecto al tipo de cambio, es posible, no obstante, que la demanda total de cambio extranjero resulte menos elástica, si las transferencias de intereses y amortizaciones representan una fracción más considerable de los pagos al exterior que en el segundo país.

Dada la composición (o, si se prefiere, la estructura) de la oferta y la demanda de cambio, la elasticidad de estas funciones varía conforme al grado de influencia del tipo de cambio sobre las exportaciones y las importaciones, respectivamente. Puesto que tanto el volumen de exportación como el de importación resultan a su vez de la acción recíproca de fuerzas de oferta y de demanda, la elasticidad de la oferta de cambio extranjero depende de la elasticidad de oferta de exportaciones por el país considerado y de la elasticidad de la demanda extranjera de las exportaciones de ese país, mientras que la elasticidad de la demanda de cambio se rige por la elasticidad de la demanda nacional de importaciones y la elasticidad de la oferta extranjera de los artículos importados. Estas cuatro elasticidades primarias -de oferta y de demanda de exportaciones, de demanda y de oferta de importaciones- son las que suelen denominarse elasticidades del comercio exterior.

Debe notarse, acerca de este punto, que las funciones de oferta y de demanda de cambio extranjero dependen de la influencia del tipo de cambio sobre el *valor total* de las exportaciones y de las importaciones, respectivamente, calculado en dinero extranjero. Lo que interesa, pues, con relación a esta materia, no es simplemente el volumen físico de las exportaciones y de las importaciones, sino el producto de su cantidad por su precio en el exterior. Un alza del tipo de cambio estimulará generalmente las exportaciones, pero, a menos que las condiciones de la demanda sean excepcionalmente favorables (elasticidad infinita), el aumento de la cantidad exportada traerá consigo alguna reducción en su precio externo. Si la demanda externa tiene elasticidad unitaria, el precio se reducirá en la misma proporción en que aumente el volumen de exportaciones, de modo que la oferta de cambio derivada de las exportaciones permanecerá constante (su elasticidad, en tal hipótesis, resulta igual a cero). Si la demanda externa es relativamente inelástica, el aumento en el volumen de exportaciones irá acompañado por una disminución más que proporcional de su precio externo, y la oferta de cambio proveniente de las exportaciones, en vez de acrecentarse, se reducirá con el alza del tipo de cambio. En consecuencia, para que la elasticidad de la oferta de cambio proveniente de las exportaciones sea positiva, de modo que un alza del tipo de cambio dé lugar a un aumento de los ingresos cambiarios derivados de las exportaciones, la demanda extranjera debe ser relativamente elástica (su elasticidad debe ser, en valor absoluto, mayor que la unidad). Cabe observar

que esta condición no implica, necesariamente, que la oferta de cambio haya de ser entonces también elástica, sino sólo que su elasticidad resultará mayor que cero.

Con respecto a las importaciones, es necesario asimismo examinar tanto los efectos sobre su volumen físico como los que conciernen a su precio exterior. Pero aquí, normalmente, los efectos sobre el precio no actúan en sentido contrario a los efectos sobre la cantidad. Salvo en situaciones enteramente excepcionales, el aumento del tipo de cambio ocasiona cierta reducción de la cantidad de bienes importada del extranjero; reducción grande o pequeña según que, respectivamente, la demanda nacional de importaciones sea elástica o inelástica. Si el país considerado representa una parte insignificante dentro de la demanda total de los artículos que importa, el precio extranjero de estos artículos permanecerá inalterado a pesar de venderse menor cantidad de ellos en aquel país. Si constituye, por el contrario, un mercado importante para algunos de esos productos, puede ocurrir entonces que la caída de las ventas determine cierta disminución en el precio extranjero correspondiente a tales importaciones. En este último caso, la economía de divisas que se logra por el país importador resulta a la vez del descenso en la cantidad importada y de la baja del precio externo, siendo el segundo efecto tanto más importante cuanto menos elástica la oferta extranjera de los productos respectivos.

Es evidente que las elasticidades del comercio exterior dependen de dos clases de factores. Influye en ellas, por una parte, la *naturaleza* de los artículos que el país exporta o importa: bienes de demanda inelástica, como medios de subsistencia o elementos de producción imprescindibles, o bienes de demanda elástica; bienes con débil elasticidad de oferta, sujetos a costos marginales rápidamente crecientes, según ocurre en general con los productos del suelo y del subsuelo, o bienes cuya oferta posee elevada elasticidad. Por otra parte, la *situación de mercado* en que se halla el país con respecto a esos artículos: su importancia relativa como fuente de oferta de los productos que exporta, y como fuente de demanda de los productos que importa; la intensidad y amplitud de la competencia con otros países productores de los mismos bienes o de sucedáneos próximos, así como las posibilidades de sustitución entre su propia producción interna y sus importaciones de otros países.

El análisis sobre las formas de mercado, particularmente la distinción entre monopolio y polipolio (o competencia pura), puede

extenderse por analogía a esta materia. Es sabido que en situación de competencia pura o polipolio, donde el aporte de cada unidad de producción a la oferta total del producto es muy pequeño, la demanda de la producción de cada empresa resulta perfectamente elástica -cada empresa puede variar individualmente el volumen de sus ventas sin afectar el precio del artículo en el mercado- aunque se trate de un producto de demanda inelástica conforme a su naturaleza. Por modo semejante, si un país contribuye sólo con una fracción muy reducida a la oferta total de los bienes que exporta, la demanda extranjera de sus productos ha de poseer prácticamente una elasticidad infinita, ya sea alta o baja la elasticidad de la demanda total del mercado para tales bienes: el país de referencia podrá aumentar sus exportaciones, por lo menos en cierta medida, sin determinar con esto ninguna disminución de los precios que recibe por ellas. Pero si el país es el único productor de los artículos que exporta, o si representa una parte significativa de su oferta mundial, los caracteres de elasticidad o inelasticidad de la demanda de tales productos no dejarán de reflejarse en la demanda de exportaciones, provenientes del país considerado. Como en el caso de una empresa monopólica, el aumento del volumen de sus ventas traerá entonces consigo cierta reducción del precio, tanto mayor cuando menos elástica la demanda de la mercancía cuya exportación se acrecienta. Según hemos visto, una distinción similar debe hacerse con respecto a las importaciones.

Esto puede ilustrarse con el caso de la economía argentina. Sus exportaciones lo son esencialmente de artículos primarios; y aun cuando la Argentina es menos importante que hace unas décadas en el mercado de estos productos, todavía mantiene una posición significativa como fuente de oferta. Para la mayoría de ellos se enfrenta asimismo con restricciones proteccionistas o discriminatorias, que limitan artificialmente la capacidad de sus mercados de exportación. Por otra parte, sus importaciones consisten ampliamente en materias primas y bienes intermedios de difícil sustitución interna. Se explica, pues, que tanto la oferta como la demanda de cambio extranjero sean aquí poco sensibles a las variaciones del tipo de cambio.

Notemos, finalmente, que el examen de los atributos de elasticidad de las funciones de oferta y de demanda de cambio extranjero reviste importancia, en particular, por lo que concierne a las traslaciones del nivel de equilibrio del tipo de cambio. Cuanto menos elástica la

oferta, tanto mayor el alza del tipo de cambio requerida para el equilibrio del mercado ante cualquier aumento de la demanda de divisas. Análogamente, cuanto menos elástica la demanda, tanto mayor el alza del tipo de cambio de equilibrio que resulta de cualquier contracción en la oferta de divisas. Lo mismo cabe decir, desde luego, con respecto a la amplitud de la baja del tipo de cambio de equilibrio ocasionada por una disminución de la demanda o una expansión de la oferta de recursos cambiarios. Estas son simples aplicaciones del análisis habitual de oferta y demanda. La cuestión de las elasticidades, por otro lado, interesa también desde el punto de vista de la estabilidad del equilibrio, como veremos al considerar el proceso de ajuste.

3. LA PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO

Hemos analizado hasta ahora el equilibrio del tipo de cambio en términos de la oferta y la demanda de divisas. Pero el equilibrio del mercado cambiario, según hemos visto, no es condición suficiente para el equilibrio del balance de pagos. Examinemos la cuestión bajo este último aspecto. En la medida en que exista una posición de equilibrio del balance de pagos tiene que haber un tipo de cambio compatible con este equilibrio. ¿Qué características o propiedades singularizan a ese tipo de cambio? ¿Cómo se vincula con el equilibrio económico interno? La denominada teoría de la paridad del poder adquisitivo, que se expondrá a continuación, debe interpretarse como un intento de dar una respuesta definida a esas preguntas.

Esta teoría se basa, en realidad, sobre una hipótesis de mercado perfecto. En un mercado de esta clase, bajo condiciones de equilibrio general, cada mercancía tiene un precio único que rige para todos los sectores del mercado. Si el mundo fuera un mercado perfecto, los precios de equilibrio de los mismos productos en los distintos países serían exactamente iguales, calculados a los tipos de cambio vigentes. Esto es, si A es una mercancía, p y p' su precio en dos países cualesquiera, y t el tipo de cambio de la unidad monetaria del primero expresado en unidades del segundo, resulta, bajo esa hipótesis,

por tanto,

$$pt = p'$$
$$\frac{p'}{p} = t$$

Como el valor o poder adquisitivo del dinero es la inversa del precio, resulta claro que t es igual a la razón del poder de compra de las dos unidades monetarias con respecto a la mercancía A. Desde luego, lo mismo debe verificarse para todas las demás mercancías y, por consiguiente, para el poder de compra general de las unidades monetarias relacionadas. Por ejemplo, si \$ 1.000 compran a los precios corrientes las mismas cantidades de bienes que 10 dólares, esto es, si ambas sumas representan el mismo ingreso real, el tipo de cambio de equilibrio es de \$ 100 por dólar, o u\$s 0,01 por peso moneda nacional.

Corolario de este principio es que, si se modifica la relación entre los niveles generales de precios y, por tanto, entre el poder de compra de las unidades monetarias, el tipo de cambio de equilibrio se altera en la misma proporción. Por ejemplo, tomando por caso que la relación de equilibrio entre el peso nacional y el dólar sea inicialmente de \$ 60:1 u\$s, si al cabo de un año el nivel general de los precios hubiera aumentado en la Argentina el doble que en los Estados Unidos, la nueva tasa de equilibrio sería entonces de \$ 120:1 u\$s.

Este corolario es lo que llamaba Pigou la parte o doctrina comparativa de la teoría de la paridad: ...en tanto que la doctrina positiva afirma que el tipo de cambio se hallará en equilibrio en cualquier momento si el tipo vigente hace que sean iguales el poder adquisitivo externo a interno de la libra esterlina, la doctrina comparativa afirma que, si se empieza por una situación de equilibrio y se modifican las circunstancias, la modificación consiguiente del tipo de cambio será proporcional a la modificación de la relación que existe entre los precios en libras esterlinas y en dólares .³

Si bien la versión comparativa puede inferirse de la versión positiva, su extensión lógica es en realidad mayor. Para la validez de la versión positiva se requiere movilidad perfecta de productos entre países; es decir, inexistencia de costos de transporte, de impuestos aduaneros y de cualquier otra clase de obstáculos al comercio internacional. En efecto, si la salida del producto de un país, su transporte a otro o su introducción en el país de destino implican costos adicionales, el precio en el país importador no igualará en equilibrio al precio del producto en el país exportador multiplicado simplemente por el tipo de cambio. La versión positiva del principio

³ The Foreign Exchanges, Quarterly Journal of Economics, vol. 37, pág. 64 (re-impreso en Essays in Applied Economics, Londres, 1930). La forma comparativa está particularmente ligada con los trabajos del economista sueco G. Cassel.

de la paridad no puede verificarse bajo tales condiciones, al menos con exactitud. Pero si aquellos costos adicionales vinculados con el tráfico internacional representan una fracción constante del precio interno, entonces la versión comparativa del principio de la paridad resulta tan aplicable como si la movilidad de las mercancías fuera perfecta.

Las posibilidades de aplicación estadística del principio de la paridad también son mayores en su forma comparativa. Generalmente no se dispone de datos sobre precios en distintos países con el grado de detalle que requiere la versión positiva. Por lo común se cuenta únicamente con índices de precios que miden variaciones del poder adquisitivo de la unidad monetaria correspondiente. Aunque tales índices, como los del denominado costo del nivel de vida y de los precios al por mayor, incluyen sólo conjuntos especiales de precios, sus fluctuaciones pueden tenerse por representativas de las del nivel general de precios si la relación entre las diversas categorías de precios no cambia fundamentalmente entre las fechas consideradas. Si esta condición no se cumple, ningún índice de precios denota adecuadamente en tal caso la variación del nivel general de precios, y la aplicación de la versión comparativa contiene entonces necesariamente cierto margen de error. Desde luego, cuanto más extensa la zona del sistema de precios cubierta por el índice tanto menor es el error resultante.

4. LA PARIDAD DE LAS TASAS DE INTERÉS

El principio de la paridad del poder adquisitivo se refiere al tipo de cambio al contado. Normalmente, sin embargo, se realizan en el mercado de cambios operaciones al contado y a término. La distinción fundamental entre el equilibrio del mercado cambiario y el equilibrio del balance de pagos se aplica tanto al tipo de cambio al contado como al tipo de cambio a término. La igualdad de la oferta con la demanda de cambio a término define el nivel de equilibrio del tipo de cambio a término desde el punto de vista del mercado cambiario. El análisis de oferta y demanda es utilizable en la forma habitual para describir los caracteres de ese equilibrio. Las elasticidades del comercio exterior influyen sobre la oferta y la demanda totales de cambio (contado y término), y, por consiguiente, afectan también las traslaciones del nivel de equilibrio en el mercado a término y su

estabilidad dinámica. En todo esto, es decir, desde el ángulo del equilibrio en el mercado cambiario, no hay ninguna diferencia digna de mención entre el tipo de cambio al contado y el tipo de cambio a término. Pero existe, por el contrario, una diferencia esencial con relación al equilibrio del balance de pagos. Pues, bajo este último aspecto, en tanto que la posición de equilibrio del tipo de cambio al contado se vincula con los niveles de precios de los productos, la del tipo de cambio a término es función asimismo de las tasas de interés.

En situación de equilibrio general, el tipo de cambio a término sólo coincidirá con el tipo de cambio al contado si la tasa de interés interna a corto plazo es igual a la que rige en el país extranjero. Si las tasas de interés a corto plazo divergen entre sí, el cambio a término se cotizará con descuento o con prima sobre el cambio al contado; y el valor del descuento o de la prima, calculado en por ciento anual, igualará el de la diferencia entre las tasas de interés. De tal modo, si la tasa de interés corriente para colocaciones a corto plazo en la Argentina llega, por ejemplo, a 10 por ciento anual, y la que rige en Inglaterra es sólo de 6 por ciento anual, entonces, en situación de equilibrio, la libra esterlina a término se cotizará aquí con una prima de 4 por ciento anual sobre la libra esterlina al contado.

Esta relación puede deducirse del modo siguiente. Hay dos formas posibles de asegurarse la disposición de cambio extranjero para una fecha futura determinada: comprar cambio a término, o comprar cambio al contado y retenerlo hasta la fecha en que se lo necesitará. El precio de la primera alternativa es el tipo de cambio a término. El precio de la segunda es el tipo de cambio al contado, más el interés que hubiera podido devengarse colocando los recursos en el mercado financiero local durante el período intermedio, menos el interés que pueda obtenerse durante ese período en la respectiva plaza extranjera. Quien compra cambio a término, efectivamente, puede disponer de su importe en dinero nacional hasta el vencimiento del contrato, época en que deberá liquidar la operación realizada; esa posibilidad de colocación lucrativa a corto plazo en el mercado interno se sacrifica al adquirir el cambio al contado; pero, por otra parte, quien obtiene en esta última forma una cantidad de cambio extranjero que sólo necesita para una fecha futura, puede beneficiarse con la tasa de interés a corto plazo vigente en el país cuya moneda ha adquirido. Desde luego, si el tipo de cambio a término es inferior al costo de procurarse divisas para una fecha futura por vía del mercado al contado, el comprador de cambio a

término realiza una ganancia neta; y si es superior a ese costo, una pérdida neta. Lo contrario ocurre con el vendedor a término, que es comprador a término de dinero nacional. Dado que en una situación de *equilibrio general* competitivo las transacciones económicas no producen ni ganancia ni pérdida neta para quienes las efectúan, se sigue de esto que la diferencia entre el tipo de cambio a término y el tipo de cambio al contado debe compensar exactamente, en equilibrio, la diferencia entre las tasas de interés, y que debe ser nula si las tasas de interés de equilibrio resultan iguales en los dos países.

5. EL MECANISMO DE AJUSTE INTERNACIONAL

Hasta aquí hemos tratado sobre las características y propiedades del equilibrio; debemos ocuparnos ahora en el problema de su estabilidad. Partiendo de un conjunto cualquiera de condiciones iniciales, tenemos que averiguar si el movimiento subsiguiente del sistema económico tiende a la posición de equilibrio; si existe, esto es, un mecanismo de ajuste. En tal caso el sistema resulta estable; de lo contrario es inestable.

Debemos extender a este problema nuestra distinción fundamental. El equilibrio puede ser estable desde el punto de vista del *mercado cambiario* y no serlo a la vez desde el punto de vista del balance de pagos. Diremos que el sistema posee estabilidad desde el punto de vista del mercado cambiario -o bien, más brevemente, que el mercado cambiario es estable- si cualquier desigualdad entre la oferta y la demanda de divisas ocasiona variaciones que tienden a eliminar esa diferencia. Por otra parte, diremos que el sistema posee estabilidad desde el punto de vista del *balance de pagos* -o bien, para mayor concisión, que el balance de pagos es estable- si el ajuste del mercado cambiario no requiere sacrificar el equilibrio económico interno; particularmente, si no implica reducir la actividad económica interna por debajo del nivel de plena ocupación.

Pueden presentarse distintas hipótesis. Consideremos, en primer lugar, la de tipos de *cambio flexibles*: el precio del cambio extranjero asciende cuando la demanda es mayor que la oferta en el mercado cambiario, y desciende cuando la oferta es mayor que la demanda. El mercado cambiario resultará estable siempre que la demanda neta de cambio extranjero sea función decreciente del tipo de cambio; es decir, si el aumento del tipo de cambio tiende a eliminar el exceso de

demanda, y la disminución del tipo de cambio tiende a eliminar el exceso de oferta. Esta es la situación normal, salvo cuando las elasticidades del comercio exterior son tan bajas que una elevación del tipo de cambio, en vez de aumentar la oferta de cambio extranjero, la restringe en grado mayor que a la demanda.

Debe notarse que, en la hipótesis de flexibilidad de los tipos de cambio, si el mercado cambiario es estable también lo será generalmente el balance de pagos, *siempre que los precios internos sean flexibles*. Esta es una condición necesaria, pues el ajuste del mercado de cambios se deja sentir tanto sobre la oferta como sobre la demanda interna de productos y servicios. La variación del tipo de cambio, efectivamente, altera el margen de sustitución en la demanda entre artículos importados y bienes de producción nacional; la ventaja relativa de los mercados internos y los mercados de exportación como salida para los productos nacionales; el valor real (esto es, medido en poder de compra) de la cantidad de dinero; los salarios reales y la distribución del ingreso entre los factores de producción; la cuantía absoluta del ingreso nacional real, etc. Los efectos que estas alteraciones ocasionan en el mercado interno no son todos del mismo signo, pero difícilmente se compensan unos con otros. Resulta así que, según la dirección en que se mueva el tipo de cambio, el ajuste del mercado cambiario determina exceso de demanda o exceso de oferta en el mercado interno de productos y servicios.⁴

Lo importante, en realidad, es la flexibilidad de los precios, no la del tipo de cambio. Aunque el *tipo de cambio sea fijo*, tanto el mercado cambiario como el balance de pagos pueden ser estables si los precios están dotados de flexibilidad. Con el fin de comprobarlo, supóngase ahora que hay demanda excedente en el mercado de

⁴ Por otra parte, lo mismo que en una economía cerrada (aunque por razones parcialmente distintas) la flexibilidad de la tasa de interés no garantiza por sí el ajuste. Si un alza del tipo de cambio, por ejemplo, tiende a ocasionar oferta excedente los tipos de cambio, no es seguro que la tasa de interés se mueva en el sentido del ajuste. Si un alza del tipo de cambio, por ejemplo, tiende a ocasionar oferta excedente en los mercados de productos debido a sus efectos negativos sobre la situación de liquidez tenderá a inducir demanda excedente por igual causa en el mercado de préstamos. En segundo lugar, aunque la tasa de interés se moviera en la dirección del ajuste (tal vez por la intervención de la política monetaria) el efecto neto general será desequilibrador si los efectos de liquidez en el mercado cambiario resultan más intensos que en el mercado de productos. Este, al parecer, es el caso en la Argentina, y explica el fracaso en alcanzar simultáneamente el equilibrio cambiario y la plena ocupación interna, que se ha evidenciado en particular durante el período 1958-62.

divisas. Puesto que el tipo de cambio se mantiene constante, el Banco Central tiene que cubrir el exceso de demanda utilizando sus reservas de oro y cambio extranjero. Al efectuar tales ventas de regulación, sin embargo, el Banco Central absorbe medios de pago internos, con lo cual se reduce la cantidad de dinero en posesión de los particulares. Esto a su vez traerá consigo, por lo general, una contracción de la demanda interna; siendo flexibles los precios, estos descenderán bajo la presión del exceso de oferta en los mercados de productos y de servicios productivos. La disminución de costos y precios en el país tenderá a favorecer sus exportaciones, mejorando su capacidad de competencia en los mercados extranjeros, y a reducir sus importaciones, por el encarecimiento relativo de los artículos importados con respecto a los nacionales. Normalmente (es decir, si las elasticidades del comercio exterior no son demasiado bajas) el movimiento de precios tenderá a eliminar al exceso de demanda en el mercado de divisas.

Ese mecanismo coincide esencialmente con el delineado por la teoría clásica del ajuste bajo el sistema del *patrón oro*, dentro del cual los tipos de cambio quedan virtualmente fijos. Debe notarse, además, que el proceso de ajuste descrito se lleva a cabo sin desmedro del nivel de ocupación: por consiguiente, no sólo implica la estabilidad del equilibrio cambiario, sino que asegura también la del balance de pagos. La flexibilidad de precios, sobre la cual se basa aquel mecanismo de ajuste, sustituye pues acabadamente a la flexibilidad del tipo de cambio como condición de estabilidad; en tanto que, según hemos visto, la flexibilidad del tipo de cambio no sustituye a la de los precios por lo concerniente a la estabilidad del balance de pagos. Así, contra lo que suele creerse, la relación de sustitución entre una y otra clase de flexibilidad no es simétrica.

Veamos, finalmente, que ocurre si tanto los precios internos como el tipo de cambio son rígidos. En tal hipótesis, evidentemente; el balance de pagos resulta inestable. Pero el mercado cambiario aún puede ser estable. Un exceso de demanda de divisas, manteniéndose constante el tipo de cambio, determinará cierta reducción de la cantidad de dinero existente. Dada la rigidez de precios y salarios descenderá entonces la producción interna, y con ella los ingresos reales y la ocupación. La caída de los ingresos traerá un descenso en la importación de bienes de consumo, a la vez que el descenso del

nivel de producción reducirá la de materias primas y artículos intermedios. La contracción de la demanda interna, por otra parte, promoverá en las industrias de exportación un esfuerzo más acentuado para aumentar sus ventas en el extranjero. De tal modo, tanto por las menores importaciones como por las mayores exportaciones, el exceso de demanda en el mercado cambiario tenderá a desaparecer. Las fluctuaciones del ingreso real pueden garantizar así la estabilidad del mercado cambiario; pero como el equilibrio se logra merced a una contracción de la actividad productiva y del nivel de ocupación, no puede hablarse de estabilidad del balance de pagos propiamente dicho.

De todo lo anterior se desprende que la flexibilidad de los precios internos es *condición necesaria* para la estabilidad del balance de pagos. La ausencia de tal requisito no se compensa con la flexibilidad de los tipos de cambio, ni tampoco, desde luego, con la del ingreso nacional real. Esa conclusión no debería sorprender a nadie (aunque se separe de las ideas corrientes), pues si la flexibilidad de los precios es circunstancia indispensable para la estabilidad del equilibrio económico con plena ocupación en una economía cerrada, resulta natural que lo sea asimismo, y aun con mayor razón, en una economía abierta, donde se debe afrontar la competencia de los productores de otros países.

Durante la explicación que precede no hemos mencionado el tipo de cambio a término. Por lo general, hasta en los casos en que el tipo al contado se mantiene fijo, el tipo de cambio a término permanece fluctuante. Esto fue así en el patrón oro clásico, y lo es hoy, en la mayoría de los países, bajo la forma de patrón cambio oro que ha venido a prevalecer. Pero si la autoridad monetaria decide fijar asimismo el cambio a término (según se ha practicado, transitoriamente, en algunas ocasiones) comprando y vendiendo en el mercado a término en forma de estabilizar su cotización a un nivel predeterminado, entonces la posibilidad del equilibrio dependerá de las variaciones en las tasas de interés. Si la autoridad monetaria se propone al mismo tiempo fijar la tasa de interés interna, el ajuste del balance de pagos se torna imposible. Por consiguiente, en la hipótesis de que tanto el tipo al contado como el tipo a término sean rígidos, la flexibilidad de la tasa de interés interna se agrega a la del nivel de precios como requisito de estabilidad.

RESUMEN

Según se reconoce generalmente, las condiciones del equilibrio del balance de pagos son más estrictas que las del mero equilibrio cambiario. El primero, en efecto, constituye esencialmente un concepto de equilibrio general. Este artículo examina las implicaciones de esa distinción. Una de las más importantes es que, aun cuando la flexibilidad de los precios y la del tipo de cambio son entre sí sustitutos perfectos con relación a la estabilidad del equilibrio cambiario, no sucede lo mismo respecto a la estabilidad del equilibrio del balance de pagos. Para esta última, en efecto, la flexibilidad de los precios es sustituto perfecto de la del tipo de cambio pero no viceversa.

SUMMARY

As it is generally recognized, the conditions for the equilibrium of the balance of payments are more stringent than those required by the equilibrium of the sole exchange market. The former, in fact, is rather a general equilibrium concept. The present article studies the implications of this idea. One of the most important is that, though for the stability of exchange equilibrium the flexibility of prices and of exchange rates are perfect substitutes of each other, it is not so for the stability of -balance of payments equilibrium. For the latter, in fact, the flexibility of prices is a perfect substitute of exchange rate flexibility but not vice versa.