

mente que el tipo de cambio de la peseta está devaluado o revaluado y que lo que hay que hacer es apreciarlo o depreciarlo. La mayoría de las veces sus argumentaciones técnicas esconden un deseo político de conseguir lo que venga mejor a sus intereses personales.

Cuando los problemas son tan complicados como el tipo de cambio lo mejor es hacer que las cosas «ocurran» evitan-

do en la medida de lo posible que nos perjudiquen, y aún así, teniendo en cuenta que no se puede ir contra el mercado por mucho tiempo.

NOTA

(*) Agradezco al profesor L. A. Rojo sus valiosos comentarios a un primer borrador de este artículo, y a Javier Alonso su ayuda en la confección de gráficos y cuadros.

za de pagos suele ser considerada como una contabilización de transacciones en términos reales, y el papel desempeñado por los flujos monetarios es reducido al de un mecanismo equilibrador de desequilibrios reales. Junto a esto, el análisis de los tipos de cambio se centra en la influencia que dichos tipos tienen en la determinación de los precios de los bienes y servicios nacionales en relación con los precios extranjeros, lo que a su vez —conocidas las elasticidades-precio de las funciones de demanda de importaciones— determina el volumen de las importaciones y exportaciones nacionales.

Este tipo de análisis del sector exterior no está, lógicamente, aislado. Debe, en cambio, entenderse en el marco de un contexto teórico más amplio, que niega que los fenómenos monetarios desempeñen un papel fundamental en el funcionamiento de un sistema económico. Es habitual en nuestro país, por ejemplo, encontrar estudios o comentarios sobre la inflación en los que se discute este fenómeno sin hacer prácticamente referencia alguna al comportamiento de las variables monetarias. No es éste el lugar adecuado para buscar las causas de estos planteamientos de tan dudosa validez. Su fundamento puede estar en la aplicación generalizada durante algún tiempo de modelos keynesianos ingenuos del tipo rentagasto —como los denominaría Axel Leijonhufvud— o en el auge que hace algunos años tuvo en nuestro país la denominada teoría estructuralista de la inflación. Lo importante es señalar que, como el sector exterior no está aislado, sino que forma parte del núcleo mismo de la econo-

BALANZA DE PAGOS Y TIPOS DE CAMBIO: NOTAS TEORICAS PARA UN ESTUDIO DEL DESEQUILIBRIO EXTERIOR DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Francisco CABRILLO RODRIGUEZ

«The ideas which are here expressed so laboriously are extremely simple and should be obvious. The difficulty lies, not in the new ideas, but in escaping from the old ones, which ramify, for those brought up as most of us have been, into every corner of our minds.»

(J. M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*).

I. INTRODUCCION

SE afirma con frecuencia en los momentos actuales que uno de los principales peligros que amenazan a la economía española en un futuro a corto plazo es el desequilibrio

de su sector exterior. El déficit de la balanza española de cuenta corriente ha crecido mucho, en efecto, en los últimos meses, y amenaza con alcanzar una cifra muy elevada al final de 1980. El objeto de este trabajo es analizar algunas de las posibilidades que nos ofrece la ciencia económica para explicar en forma coherente esta situación y adoptar las soluciones adecuadas para que la balanza de pagos deje de constituir una preocupación fundamental para nuestra economía.

En los análisis que suelen realizarse sobre el sector exterior y la balanza de pagos en España llama, con frecuencia, la atención el escaso papel que se asigna a los procesos de ajuste de naturaleza monetaria. La balan-

mía de un país —si ésta no es autárquica— no es extraño que estos enfoques doctrinales hayan dado lugar a explicaciones inadecuadas del desequilibrio exterior.

El hecho de dejar de lado la teoría monetaria a la hora de ofrecer una explicación de un desequilibrio de la balanza de pagos resulta especialmente sorprendente, si consideramos que fue este campo uno de los primeros a los que la ciencia económica ofreció respuestas válidas y coherentes. Existe, en efecto, una larga serie de economistas que, desde el siglo XVIII —piénsese en el mecanismo de exportación de metales preciosos de Cantillon y Hume— hasta nuestros días, han trabajado en modelos que intentan explicar, en una forma unificada y coherente, los desajustes internos y externos de una economía. Es en este sentido en el que hay que interpretar la afirmación de Harry Johnson de que el moderno enfoque monetario de la balanza de pagos deriva «en espíritu» de la obra de Hume (1).

La tesis de este trabajo consiste precisamente en la afirmación de que los problemas de desequilibrio exterior pueden ser explicados mediante la aplicación del enfoque monetario de la balanza de pagos mejor que por ningún otro modelo. Tras esta introducción, la segunda sección estudia los fundamentos teóricos y la significación de este enfoque. La tercera discute las condiciones de equilibrio a largo plazo de los tipos de cambio y presenta las nuevas interpretaciones de la teoría de la paridad adquisitiva. La cuarta analiza los efectos de una devaluación sobre el saldo de una balanza de pagos en el mar-

co del modelo desarrollado en las secciones anteriores. La quinta presenta algunas reflexiones sobre los problemas que para el ajuste supone la existencia de un régimen de control de cambios. Termina el ensayo con algunas conclusiones provisionales sobre el estudio de los desequilibrios monetarios del sector exterior.

II. BALANZA DE PAGOS Y MERCADO MONETARIO

En años recientes, la teoría económica ha desarrollado un nuevo modelo explicativo de la balanza de pagos en un sistema de tipos de cambio fijos. Este modelo considera el ajuste de una balanza de pagos en términos de un ajuste en el mercado monetario (2). Las salidas y entradas de dinero características de los déficit y superávit de la balanza de pagos son interpretadas como excesos o insuficiencias de la oferta monetaria frente a la demanda de saldos monetarios de los residentes. El saldo de la balanza vendrá determinado, por tanto, por la diferencia entre los saldos monetarios adicionales que los residentes desean mantener y la creación de crédito por el sistema bancario; o, más simplemente, por la diferencia entre la demanda y la oferta de dinero. Debe entenderse que no se trata de afirmar que los factores reales no desempeñen un papel importante en la determinación del saldo de una balanza de pagos. Simplemente se afirma que los factores reales han de actuar siempre a través de variables monetarias.

Si se consideran conjuntamente los tres conceptos básicos de balanza de pagos —diferencia entre exportaciones e importaciones, diferencia entre renta nacional y gasto agregado, y diferencia entre demanda y oferta de dinero—, puede observarse que los tres reflejan relaciones que son ciertas. De hecho, pueden definirse las siguientes identidades:

- (1) $R \equiv B - T$ enfoque de elasticidades.
- (2) $Y \equiv E + B$ enfoque de absorción.
- (3) $H \equiv C + R$ enfoque monetario.

En las que R designa el crecimiento de las reservas internacionales, B el saldo de la balanza de cuenta corriente, T las exportaciones netas de capital, Y la renta nacional, E el gasto interno agregado, H la demanda de saldos monetarios por los particulares y C la creación de crédito por el sistema bancario en su conjunto. De aquí puede concluirse que las tres identidades están relacionadas entre sí en la forma

$$R \equiv B - T \equiv Y - E - T \equiv H - C \quad (3)$$

La diferencia importante radica en que, al centrarse cada enfoque en un aspecto distinto, las soluciones a proponer y la teoría económica a aplicar no son las mismas. De acuerdo con el enfoque monetario, es la teoría monetaria el instrumento que debe utilizarse en el estudio de la balanza de pagos.

Un concepto de máxima importancia para la comprensión de este enfoque es el de demanda fondo de dinero. Como es sabido, la teoría moderna de la demanda de dinero ha abandonado la idea de que el dinero es sólo, o fundamentalmente, un instru-

mento para la realización de transacciones. El énfasis que en las transacciones pone la teoría cuantitativa de Fisher, se sustituye por el análisis de la decisión de mantener saldos monetarios por el público. Y el volumen de saldos monetarios que en una economía determinada desean mantener los residentes no es una variable flujo, sino una variable fondo, ya que se refiere a la situación deseada en un momento concreto, y no a la tasa de variación de dichos saldos. El enfoque monetario considera los déficit y superávit como fases del ajuste de esta variable fondo cuando existe una situación de desequilibrio, y no como un problema de ajuste de flujos, tal como lo hacían anteriores modelos. Las entradas o salidas de dinero son consideradas en él como una consecuencia de desajustes entre el fondo o stock deseado de saldos monetarios y el que existe realmente en un momento dado.

Una ventaja importante de este enfoque sobre otros modelos consiste en que la teoría monetaria de la balanza de pagos es la única que ofrece un modelo analítico adecuado para el estudio conjunto y coherente de las operaciones económicas con el exterior, tanto corrientes como de capital. La interpretación del modelo en términos de la ley de Walras puede servir para ilustrar este punto. Como es sabido, la ley de Walras establece que el exceso de demanda de mercancías, títulos y dinero debe ser igual a cero; y un exceso de demanda u oferta de dinero debe ser compensado por un exceso de oferta o demanda en otro mercado. Si la economía es cerrada, el ajuste debe realizarse dentro del mismo sistema mediante variaciones de

precios. Pero si la economía es abierta, este exceso de oferta o demanda de dinero puede eliminarse mediante la compra o venta de mercancías o títulos en el exterior.

Cuando la cantidad de dinero en manos del público sea superior a la deseada, los residentes tratarán de alcanzar el nivel óptimo deseado mediante la adquisición de bienes de consumo, servicios y activos reales y financieros. No puede establecerse *a priori* cómo se realizará el proceso de ajuste con respecto a cada uno de estos tipos de activos o mercancías, ya que aquél dependerá de las circunstancias concretas de cada caso. La teoría monetaria no trata, por tanto, de ofrecer explicaciones sectoriales, sino que considera el problema desde un punto de vista agregado.

Un exceso de oferta de dinero da origen, por su parte, a un incremento del gasto agregado hasta la eliminación de tal exceso. En una economía abierta este ajuste puede llevarse a cabo a través de los mercados internacionales. En tal caso, si los residentes intercambian el exceso de saldos monetarios no deseados por bienes y servicios extranjeros, la balanza experimentará un déficit por cuenta corriente. Y si los residentes emplean el exceso de saldos monetarios no deseados en la adquisición de activos financieros extranjeros, el déficit que experimentará la balanza tendrá su origen en la cuenta de capital. Pero, en cualquiera de los dos casos, el ajuste implicará una reducción de las reservas internacionales o, si el régimen de cambios lo permite, una devaluación de la moneda nacional, o ambas cosas simultáneamente.

De este proceso de ajuste puede derivarse una conclusión de gran importancia. En una economía abierta con tipos de cambio fijos, la política monetaria no puede determinar a largo plazo la cuantía de la oferta monetaria, ya que el carácter abierto de la economía hace que esta magnitud se ajuste automáticamente. Lo que la política monetaria determina, en estas condiciones, es la proporción de oferta monetaria basada en reservas internacionales y la proporción basada en la creación de crédito interno. Es decir, lo que la autoridad monetaria puede controlar es la creación de crédito interno y el volumen de las reservas internacionales.

Sólo cabría añadir, para completar esta reflexión, que lo dicho anteriormente no implica que el proceso de ajuste dé origen necesariamente a saldos del mismo signo en la balanza de cuenta corriente y en la balanza de capital. Es posible, por ejemplo, que los residentes incrementen sus adquisiciones de bienes y servicios en el exterior y disminuyan, en cambio, sus tenencias de activos financieros del mismo origen. En este caso tendrá lugar un déficit de la balanza de cuenta corriente junto con un superávit de la balanza de cuenta de capital. Si tales operaciones no están relacionadas con —o no provocan— un desajuste en la oferta y la demanda de dinero, el nivel de reservas internacionales del país no experimentará cambio alguno (4).

La teoría monetaria de la balanza de pagos no es, ciertamente, un modelo perfecto ni definitivo. Pero, dentro de sus limitaciones, parece ofrecer una explicación de las condiciones de equilibrio y ajuste a largo

plazo superior a las de otros enfoques, y puede predecir el fracaso final de políticas económicas a corto plazo que ignoren cuál es la tendencia hacia el equilibrio. En la situación de la teoría y política económica actual esto significa mucho.

III. LA DETERMINACION DEL TIPO DE CAMBIO A LARGO PLAZO: LA REHABILITACION DE LA TEORIA DE LA PARIDAD ADQUISITIVA

La inestabilidad mostrada por el sistema monetario internacional a lo largo de la década de 1970 ha constituido un estímulo para la investigación de las condiciones que determinan los tipos de cambio. Ello ha dado origen a un renovado interés por la teoría de la paridad adquisitiva como condición de equilibrio a largo plazo, siendo numerosos los estudios publicados sobre el tema en los últimos años (5). En estos estudios se ha intentado tanto lograr una formulación lo más precisa posible de la teoría, como su contrastación empírica, haciendo uso para ello de series históricas y datos actuales.

Muy poco se ha hecho en este campo en nuestro país, donde el problema no ha despertado el mismo interés que en otras partes, aunque exista un precedente importante en el conocido Informe de la Comisión del Patrón Oro. La relación entre las tasas de inflación y la evolución de los tipos de cambio constituye, sin embargo, una

cuestión de gran importancia a la hora de analizar la coherencia de una política económica dirigida a solucionar los desequilibrios del sector exterior.

Como es sabido, la base de la teoría de la paridad adquisitiva, tanto en su versión absoluta como en su versión relativa (6), radica en el establecimiento de una relación estrecha entre los valores interno y externo de una moneda, midiéndose el primero por el nivel de precios y el segundo por el tipo de cambio. La teoría es muy antigua, y se encuentra formulada en las obras de Wheatley y Ricardo, si bien sería G. Cassel quien la popularizaría en la década de 1920. En la actualidad la teoría es generalmente aceptada como condición de equilibrio a largo plazo, planteándose, sin embargo, importantes problemas a la hora de su aplicación. Por una parte, la teoría no considera adecuadamente los movimientos internacionales de capitales, ni los posibles cambios en la productividad y los gustos de los consumidores. Por otra, la principal dificultad para hacer esta teoría operativa radica en el papel que desempeñan los bienes no comerciables internacionalmente en la determinación de los niveles de precios a comparar. Surge así un importante problema en la construcción de los índices de precios de los países cuyo tipo de cambio de equilibrio se desea determinar; y resulta fácil que se produzcan desviaciones hacia arriba o hacia abajo, del tipo de cambio real, con respecto al calculado teóricamente como de equilibrio.

Los tipos de cambio, por su parte, deben ser considerados como los precios relativos de dos tipos de dinero. Tales pre-

cios se determinan por las respectivas ofertas y demandas, desempeñando además un importante papel las expectativas de cambios de precios en el futuro, ya que las demandas interna y exterior de dinero resultan afectadas por estas expectativas. La determinación de los tipos de cambio no parece diferenciarse sustancialmente, por tanto, de la determinación de los precios de otros bienes fondo.

Un tipo de cambio será de equilibrio cuando los residentes de cada país mantengan los saldos monetarios que consideran óptimos en cada moneda. Cuando un país experimenta un déficit en su balanza de pagos, tal hecho refleja la existencia de un exceso de oferta de moneda nacional. Si existe un sistema de tipos de cambio libremente fluctuantes, el ajuste se realizará mediante una modificación del tipo de cambio, depreciándose la moneda nacional hasta que desaparezca tal exceso. El mercado de divisas sería, en tal caso, el mecanismo que realizaría, mediante variaciones de los tipos de cambio, la distribución de los saldos en divisas y en moneda nacional entre los diversos agentes económicos.

Hay que señalar de nuevo que la consideración del tipo de cambio como un precio entre dos monedas no significa que los factores reales no desempeñen un papel importante en su determinación; sino que simplemente supone que los factores reales han de actuar siempre a través de las variables monetarias. De hecho, uno de los temas más estudiados por los enfoques modernos de la teoría de la paridad adquisitiva es el papel que, en la determinación del tipo de cambio, desempeña

la relación real de intercambio entre los bienes comerciables internacionalmente y los que no lo son. La sencilla formulación de la teoría de la paridad adquisitiva que, en su versión absoluta, determinaba el tipo de cambio por el cociente entre los niveles interno y externo de precios ha sido sustituida por relaciones mucho más complejas, en las que se consideran en forma separada los precios de los bienes comerciables internacionalmente y de los que no lo son, y se incluyen además como variables fundamentales la oferta y la demanda de dinero (7).

Pero, como se ha apuntado anteriormente, el valor de una divisa no está condicionado únicamente por las circunstancias que puedan influir sobre ella en un momento dado, sino también por las expectativas de su valor en el futuro, característica ésta compartida por otros bienes fondo. Se ha afirmado que, manejando con suficiente habilidad un modelo basado en expectativas, seremos capaces de explicar cualquier situación. En efecto, si los precios crecen en un determinado país, mientras su Gobierno lleva a cabo una política monetaria expansiva y, a pesar de ello, su moneda se aprecia frente a países de economía más estable, el hecho será atribuido seguramente a que las expectativas de futuro son favorables a esta moneda. Es muy probable, además, que tal explicación sea acertada. Pero como las expectativas tienen, por su propia naturaleza, un elemento importante de incertidumbre, presenta grandes dificultades la previsión de su evolución en el futuro. Es decir, resulta muy difícil determinar cuál va a ser el comportamiento a corto plazo de un tipo de

cambio, aunque podemos establecer con cierta precisión sus condiciones de equilibrio a largo (8).

Esta condición de largo plazo puede verse, sin embargo, modificada por la magnitud de las tasas de variación de precios y cambios de valor de la moneda. La evidencia empírica parece mostrar que es en momentos de inflación acelerada cuando se observan las más claras coincidencias a corto plazo entre la variación de los niveles de precios y los tipos de cambio. No es extraño, por tanto, que buena parte de las contrastaciones realizadas de la teoría se refieran a momentos de desequilibrios económicos muy acusados como los que tuvieron lugar en la década de 1920. En situaciones más estables, en cambio, las relaciones a corto plazo entre niveles de precios y tipos de cambio son mucho menos claras (9).

IV. LA DEVALUACION COMO SOLUCION A UNA BALANZA DE PAGOS DEFICITARIA

Esbozados los rasgos más significativos de la teoría monetaria de la balanza de pagos y los tipos de cambio, es posible ahora aplicar el modelo al estudio de una de las medidas de política económica más frecuentemente utilizadas para el ajuste de una balanza deficitaria, la devaluación de la moneda. Esta política es, además, reclamada a menudo en España y fuera de España, por los grupos de presión exportadores con el objetivo de poder aumentar sus ventas al exterior mediante una reducción de los precios internacionales de sus productos, sin

considerar, generalmente, los efectos que sobre los precios internos y sus costes de producción acabará teniendo tal medida.

El enfoque tradicional considera la política de devaluación como un instrumento que permite reducir los precios interiores en relación con los exteriores. Si las elasticidades de las demandas de importaciones y exportaciones cumplen la condición Marshall-Lerner, el país que devalúa experimentará una mejora en el saldo de su balanza comercial. La insuficiencia de este análisis en el tratamiento del problema considerado es, sin embargo, manifiesta. Por una parte, centrándose en los efectos de sustitución inducidos por los cambios de precios, olvida que pueden existir también efectos de renta en el proceso de ajuste. Por otra parte, no considera adecuadamente cuál va a ser la reacción de los residentes cuando, como consecuencia de la devaluación, el valor real de sus saldos monetarios decrece. Por otra, en fin, no ofrece instrumentos para un análisis adecuado de los efectos de la devaluación sobre el nivel interno de precios, y en especial sobre la variación que experimente la relación real de intercambio entre los bienes comerciables internacionalmente y los que no lo son.

Consideremos esta cuestión con mayor detalle. Parece que pueden existir pocas dudas con respecto al principio de que, en condiciones de libertad de comercio, los bienes internacionalmente comerciables tienen en cualquier país un precio estrechamente ligado al precio del mercado mundial. Una devaluación, por tanto, sólo podrá reducir el precio de los bienes co-

merciables internacionalmente por un corto período de tiempo. Cuando estos bienes alcanzan de nuevo el precio vigente en el mercado mundial, se produce una variación de la relación real de intercambio interior en contra de los bienes no comerciables internacionalmente, ya que éstos no experimentan a corto plazo cambio alguno en sus precios. Los productores de bienes exportables resultan, por tanto, beneficiados.

Pero, como consecuencia de esta situación, tiende a producirse un desplazamiento de factores antes utilizados en la producción de bienes no comerciables, a la producción de bienes comerciables. Por otra parte, los cambios de precios tienden a hacer crecer la demanda de bienes no comerciables frente a los comerciables internacionalmente. Este efecto de sustitución implica un crecimiento también de los precios de estos últimos bienes. La resultante final de la relación real de intercambio después de estos ajustes dependerá de las características de la economía considerada (10).

En segundo lugar, hay que considerar los efectos que sobre el mercado monetario tendrá una política de devaluación. Como consecuencia de la devaluación, el valor real de los saldos monetarios en poder de los residentes se verá reducido. Si los residentes intentan conservar el valor real de sus saldos, deberán aumentar su demanda fondo de dinero en términos monetarios, lo cual, si no se modifica la política de creación interior de dinero, dará origen a que la economía intente su ajuste mediante el intercambio de bienes y servicios y activos financieros por dinero, lo que provoca el superávit de la

balanza de pagos que suele seguir a una devaluación.

Puede verse, por tanto, cómo los efectos que sobre el saldo de la balanza de pagos se consiguen mediante una devaluación son equivalentes a los que se conseguirían mediante una contracción del crédito interno. Ahora bien, la reducción de los precios de los bienes comerciables debida a la devaluación difícilmente puede ser duradera —aunque pueda tener efectos a corto plazo— ya que los precios de estos bienes tienden a nivelarse con los vigentes en el mercado mundial.

La mejora del saldo de la balanza de pagos se explica mucho mejor como consecuencia de la reducción en términos reales que experimenta la oferta monetaria de un país. Tanto una devaluación como una restricción monetaria tienen el mismo efecto de reducir la cantidad de dinero. La diferencia está en que la devaluación reduce esta cantidad en términos reales mediante un crecimiento de los precios interiores, mientras la segunda reduce la cantidad de dinero en términos nominales con precios estables. El intento de los residentes de mantener el valor real de sus saldos monetarios, hará que, al reducirse el valor real de la cantidad de dinero interior, intenten el ajuste en los mercados monetarios internacionales.

Una diferencia fundamental entre devaluación y restricción monetaria es que, mientras la última implica una política a seguir durante un período más o menos largo de tiempo, la devaluación tiene lugar en un momento concreto, y la duración de sus efectos dependerá de las medidas que acompañen al cam-

bio de paridad. Y la más importante de estas medidas es precisamente una política monetaria restrictiva. Si estas medidas complementarias no se aplican, los efectos de la devaluación tendrían una duración muy corta. Si tras la devaluación se lleva a cabo una política monetaria expansiva, los residentes, que han visto reducirse el valor real de sus activos monetarios como consecuencia de la devaluación, podrán recuperar los niveles deseados en el mercado monetario interior, sin necesidad de intercambiar bienes, servicios o activos financieros por dinero en el exterior. Una política monetaria expansiva hará difícil, si no imposible, el logro de un superávit en la balanza de pagos.

Fácilmente puede advertirse que en este razonamiento se parte del supuesto de que los residentes siguen una conducta basada en el conocimiento del valor real de sus saldos monetarios en todo momento. Es decir, no existe ilusión monetaria. El postulado parece bastante realista, sobre todo en un mundo como el actual, en el que, tras largo tiempo de reducción constante del valor del dinero, el público sabe distinguir perfectamente entre el valor nominal y el valor real de sus saldos monetarios.

Otra simplificación menos aparente, pero también de importancia, es la de considerar que los residentes conservan la totalidad de sus saldos monetarios en moneda nacional. Esto es cierto en muchos casos, pero no lo es en todos; y lo sería menos aún si la desaparición de los sistemas de control de cambios permitiera a los particulares el mantenimiento de una cartera de activos más libre y

eficiente. Si los residentes tuvieran distribuidos sus saldos monetarios en divisas de diferentes denominaciones, la devaluación tendría unos efectos mucho menores, ya que el valor real de tales saldos sólo se vería afectado en la parte correspondiente a los saldos en moneda nacional (11).

Otra cuestión de interés que plantea el modelo es la de los posibles efectos de las expectativas de los particulares sobre la política cambiaria del país en el futuro. Si existe un sistema de tipos de cambio fijos, en determinadas circunstancias los agentes económicos pueden llevar a cabo una política desestabilizadora previa a la devaluación. Si no existen controles que impidan que un residente tenga distribuidos sus activos monetarios entre diversas divisas, las expectativas de devaluación de la divisa nacional harán que tienda a reducir al mínimo sus saldos en moneda nacional, sustituyéndolos por monedas extranjeras, lo que puede acelerar la devaluación. Una vez realizada ésta, el residente reconstruiría la anterior estructura de sus saldos monetarios, haciendo crecer de nuevo la demanda de moneda nacional. Su conducta sería similar en lo que respecta a cualquiera de las restantes monedas en las que conserve saldos monetarios.

Si el residente conserva saldos monetarios solamente en moneda nacional, y existen controles que impiden la libre adquisición de dinero u otros activos financieros extranjeros, su conducta racional, si existen expectativas de devaluación, será reducir al mínimo su tenencia de saldos en moneda nacional, sustituyendo el dinero por otros activos. Esta reducción de la

demanda de dinero se traducirá en un mayor déficit en la balanza de pagos, lo que constituirá una nueva presión para devaluar. Una vez efectuada la devaluación el particular tratará de rehacer sus activos en moneda nacional, lo que hará crecer la demanda de dinero y tenderá a producirse un superávit en la balanza de pagos.

La aplicación de la teoría monetaria de la devaluación al análisis del sector exterior español permite algunas reflexiones interesantes. En el libro, ya clásico, *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, dirigido por Frenkel y Johnson, se incluye un trabajo de Manuel Guitián titulado «La balanza de pagos como fenómeno monetario: evidencia empírica. España 1955-71» (12), que es un ensayo importante para el estudio de la balanza de pagos en nuestro país.

El aspecto más interesante de este artículo, desde el punto de vista del presente apartado, es el estudio que en él se realiza de los efectos que sobre el saldo de la balanza de pagos tuvieron las devaluaciones de 1959 y 1967. Se señala cómo, mientras la devaluación de 1959 fue seguida de una política monetaria restrictiva, tal política sólo se aplicó a muy corto plazo después de la devaluación de 1967, dado que en 1969 el crédito interno volvió de nuevo a crecer a una tasa elevada. Las consecuencias de estas diferentes políticas, son los distintos efectos que cada una de ellas produjo sobre la balanza de pagos: en los primeros años de la década de 1960 se registraron superávits, mientras en 1969 se registró un déficit superior al de los años que precedieron inmediatamente a la devaluación.

La hipótesis fundamental de la teoría monetaria de la balanza de pagos queda, por tanto, contrastada positivamente para el caso español ya que es la expansión del crédito interno la variable que parece haber sido determinante para el saldo deficitario o con superávit de las balanzas de pagos españolas de la década de 1960.

Después de la publicación del trabajo de Guitián tuvo lugar en nuestro país una nueva devaluación en el año 1977, que algunos economistas han considerado como la causa principal de la sustancial mejora que experimentó nuestra balanza de pagos durante los dos años que siguieron a esta medida. No es cuestión de discutir aquí si la devaluación de 1977 fue o no oportuna o si estuvo bien o mal planteada, o las matizaciones que deben hacerse al hablar de devaluación en un sistema de flotación sucia de tipos de cambio. Lo que hay que señalar claramente es que, si la teoría expuesta en las páginas anteriores es cierta, atribuir a una devaluación una mejora de la balanza de pagos durante más de dos años es un error. Y este error podría tener graves repercusiones si se considera que una nueva devaluación podría solucionar el problema de nuestro sector exterior durante otro período de tiempo de duración similar.

Si consideramos la magnitud de la devaluación (20 por 100), los índices de inflación en España y en los países de la OCDE en los años 1977 y 1978, y la apreciación experimentada por la peseta frente a otras divisas en el segundo semestre de 1977, en el segundo semestre de 1978, y en los primeros meses de 1979, no puede mantenerse seriamente

te que la devaluación de 1977 fuera la causa del superávit de la balanza de pagos española a lo largo de los años 1978 y 1979. El incentivo para las exportaciones españolas —y el desincentivo para las importaciones— que supuso la devaluación como consecuencia de la variación de la relación precios internos/precios externos duró seguramente menos de un año. ¿Cómo se puede explicar entonces el superávit de nuestra balanza en la segunda mitad de 1978 y 1979?

Nos encontramos ante una situación paradójica que quienes defienden la devaluación como instrumento para solucionar el déficit de la balanza de pagos no pueden explicar. Mientras en 1978 y 1979 la peseta se apreciaba, la balanza de cuenta corriente experimentaba superávit. En 1980, sin embargo, pese a la depreciación experimentada por la peseta, el déficit comercial ha sido creciente. Y esta situación no se ha dado sólo en España. El caso de la Gran Bretaña es bastante similar. Parece claro que la teoría tradicional no resulta válida para entender estos casos, y es preciso buscar otra explicación, cuyas bases teóricas es posible que estén en el modelo que se desarrolla en este trabajo.

V. AJUSTE DE DESEQUILIBRIOS EXTERIORES BAJO CONTROL DE CAMBIOS

El análisis de los tipos de cambio y la balanza de pagos en términos monetarios exige plantear como tema final de estas notas la cuestión de la libertad del mercado de cambios y

los movimientos internacionales de capitales. El control de cambios está firmemente establecido en muchos países, entre ellos España, donde la reciente reforma legislativa de diciembre de 1979 poco ha aportado a la liberalización del control de pagos y movimientos internacionales de capitales en nuestro país.

El control de cambios implica un complejo conjunto de medidas, en cuya defensa se alegan argumentos muy diversos, desde la conveniencia de controlar las inversiones extranjeras hasta la necesidad de reprimir las evasiones de capitales. Pero lo que a nuestros efectos interesa es que la existencia del control de cambios supone una distorsión en las operaciones de ajuste a través del mercado monetario internacional, lo que necesariamente produce costes e ineficiencia (13). Por otra parte, el control de cambios, al intentar solucionar un problema atacando los síntomas, sin tocar los desequilibrios de fondo que los originan, está destinado al fracaso a largo plazo. Aunque se repriman los movimientos internacionales de dinero que un ajuste de una balanza de pagos puede requerir, al final, el sistema, de una u otra forma, acabará encontrando su camino hacia el equilibrio.

Se ha establecido ya que la salida de dinero que caracteriza los déficits de las balanzas de pagos es consecuencia de un exceso de oferta sobre la demanda de saldos monetarios de los residentes. Si en una situación tal existe control de cambios, se impide que los residentes puedan adquirir activos financieros extranjeros a cambio del dinero del que desean desprenderse. El problema, desde

luego, no se soluciona con tales medidas. Lo que sucede es que el peso del ajuste se desplaza hacia la balanza de cuenta corriente. Los saldos excedentes pasarán, entonces, a intercambiarse por mercancías. Si estas mercancías son extranjeras, crecerán las importaciones, sin un correspondiente aumento de las exportaciones, lo que originará un déficit comercial y un descenso de la reserva de divisas. Si las mercancías son nacionales, el crecimiento de la demanda interna hará crecer los precios nacionales, lo que inducirá un efecto de sustitución a favor de los productos extranjeros. La balanza de cuenta corriente acabará, por tanto, reflejando el déficit que, en condiciones de libertad de cambios, hubiera reflejado la balanza por cuenta de capital.

El proceso de ajuste bajo las restricciones de un régimen de control de cambios puede, además, resultar mucho más costoso para los residentes, que un ajuste en condiciones de libertad de cambios. Los efectos de una política de estabilización, en efecto, se verán seguramente agravados si se ponen dificultades a que parte del peso del ajuste recaiga sobre el mercado monetario internacional.

En una economía cerrada, una restricción monetaria origina generalmente un crecimiento de los tipos de interés, al reducirse el volumen de fondos prestables. El aumento de los tipos de interés, por su parte, reducirá la demanda de saldos monetarios del público, contribuyendo así a que disminuya el exceso inicial de demanda de dinero que la restricción monetaria ha provocado. En una economía cerrada, por tanto, el ajuste se realiza a través del tipo de inte-

rés, lo que implica, al menos a corto plazo, una reducción de la inversión, la renta y el nivel de empleo.

Pero en una economía abierta el ajuste puede realizarse de manera diferente, ya que los residentes pueden ajustar sus tenencias de saldos monetarios mediante la venta al exterior de bienes y activos financieros. En el primer caso tendrá lugar un superávit por cuenta corriente, y en el segundo caso un superávit por cuenta de capital. Si existe un sistema estricto de control de cambios, la entrada de capitales puede verse muy dificultada o imposibilitada totalmente; por lo que el ajuste se realizará exclusivamente por cuenta corriente, con tipos de interés muy elevados. La carga soportada por los residentes en términos de reducción de renta, empleo y bienestar será, por tanto, mucho mayor (14).

VI. NOTA FINAL

La balanza de pagos es un fenómeno de complejidad suficiente como para admitir una pluralidad de interpretaciones, que no han de ser necesariamente contradictorias entre sí. El enfoque monetario parece ser hoy la vía más interesante de investigación del problema del ajuste de la balanza de pagos, ya que — pese a no ser todavía un modelo acabado y completo — ofrece una explicación global del saldo de la balanza y considera en forma coherente los efectos internos y externos de las medidas de política económica.

Los estudios realizados hasta la fecha no parecen ofrecer ex-

plicaciones convincentes de las causas del desequilibrio de nuestro sector exterior. Es necesario dejar de lado explicaciones excesivamente simplistas, tales como el alza de precios de los productos petrolíferos, y analizar, desde una perspectiva más general, cuál es la relación que existe entre la política económica interna y los desequilibrios del sector exterior. En momentos de crisis económica, como los actuales, se escuchan numerosas voces que reclaman políticas de apoyo a determinados sectores, bien en forma de proteccionismo arancelario, bien mediante devaluaciones de la moneda que permitan exportar los excedentes de producción. Sólo la aplicación de un modelo teórico adecuado permitirá llevar a cabo una política económica eficiente y rechazar medidas que en nada mejorarían la situación general.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- BALASSA, B. (1964), «The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal». Reimpreso en R. N. Cooper (ed.), *International Finance*, Harmondsworth, Penguin Books, 1969, págs. 191-211.
- CABRILLO, F., y SEGURA, F. (1979), *Dinero y Libertad Económica. Una crítica del control de cambios en España*, Madrid, Unión Editorial.
- CLEMENTS, K. W., y FRENKEL, J. A. (1980), «Exchange Rates, Money and Relative Prices: The Dollar-Pound in the 1920's», *Journal of International Economics*, número 10, págs. 249-262.
- DORNBUSCH, R. (1976 a), «Devaluation, Money and Non-Traded Goods», en Frenkel y Johnson, 1976, págs. 168-186.
- (1976 b), «The Theory of Flexible Exchange Rates Regimes and Macroeconomic Policy», *Scandinavian Journal of Economics*, n.º 78, págs. 255-275. Reimpreso en Frenkel y Johnson (1978).
- FRENKEL, J. A. (1977), «The Forward Exchange Rate, Expectations and the Demand for Money: the German Hyperinflation», *American Economic Review*, número 67, págs. 653-670.

- (1978), «Purchasing Power Parity: Doctrinal Perspective and Evidence from the 1920's», *Journal of International Economics*, n.º 8, págs. 169-191.
- y JOHNSON, H. G. (eds.) (1976), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, London, George Allen and Unwin.
- (1978), *The Economics of Exchange Rates: Selected Studies*. Reading: Addison-Wesley.
- GENBERG, H. (1978), «Purchasing Power Parity under Fixed and Flexible Exchange Rates», *Journal of International Economics*, n.º 8, págs. 247-276.
- GUITIÁN, M. (1976 a), «The Balance of Payments as a Monetary Phenomenon: Empirical Evidence, Spain 1955-71». En Frenkel y Johnson (1976).
- (1976 b), «The Effects of Changes in the Exchange Rates on Output, Prices and the Balance of Payments», *Journal of International Economics*, n.º 7, págs. 407-409.
- HAHN, F. H. (1977), «The Monetary Approach to the Balance of Payments», *Journal of International Economics*, número 7, págs. 231-249.
- ISARD, P., y PORTER, M. G. (1977), «A Note on the Monetarist Analysis of Devaluation», *Journal of International Economics*, n.º 7, págs. 407-409.
- JOHNSON, H. G. (1972), «The Monetary Approach to the Balance of Payments Theory», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, págs. 1555-1572. Reimpreso en Frenkel y Johnson (1976).
- KALAMOTOUSAKIS, G. J. (1978), «Exchange Rates and Prices: The Historical Evidence», *Journal of International Economics*, n.º 8, págs. 163-167.
- KRUGMAN, P. R. (1978), «Purchasing Power Parity. Another Look at the Evidence», *Journal of International Economics*, número 8, págs. 397-407.
- MUNDELL, R. A. (1968), *International Economics*, London, Macmillan.
- SJAASTAD, L. A., «Revolution in Chile: Debate or Debauchment?», Instituto de Economía de Mercado. Documento de Trabajo 1980-11.
- THYGESEN, N. (1978), «Inflation and Exchange Rates: Evidence and Policy Guidelines for the European Community», *Journal of International Economics*, número 8, págs. 301-317.

NOTAS

- (1) Johnson (1952), pág. 1556.
- (2) La obra más interesante para el estudio del enfoque monetario de la balanza de pagos es Frenkel y Johnson (eds.) (1976).
- (3) Véase Mundell (1968), págs. 150-151.
- (4) Esta característica ha sido conside-

rada como una insuficiencia del modelo por F. H. Hahn en un trabajo publicado en 1977, que constituye una lúcida crítica al enfoque monetario de la balanza de pagos. Hahn critica la falta de distinción precisa en el modelo entre gastos de inversión y consumo, y el hecho de que, implícitamente, los bienes de capital sean considerados maleables y libremente transferibles. La observación de Hahn es acertada en un análisis a corto plazo, pero no es adecuada si consideramos el problema desde una perspectiva a largo plazo, en la que los postulados del enfoque monetario parecen conservar su plena validez. No se trata, por tanto, de un defecto de la teoría, sino de una limitación en el sentido de que el enfoque monetario nos indica cuál es la posición de equilibrio final, pero no nos precisa cuál es el proceso de ajuste a corto. Véase Hahn (1977), pág. 243. Buena parte de las restantes objeciones que se dirigen al modelo —entre ellas las que critican el postulado de pleno empleo y el rechazo de la idea keynesiana de que la renta actúa como variable de ajuste a corto plazo— pueden recibir la misma respuesta, ya que se intenta criticar con un análisis a corto plazo un modelo diseñado desde una perspectiva de largo plazo.

(5) Diversos artículos sobre tipos de cambio y la teoría de la paridad adquisitiva han sido recopilados en el *Scandinavian Journal of Economics*, 1976, 2; y en Frenkel y Johnson (eds.) (1978). Sobre este tema se ha celebrado un congreso patrocinado conjuntamente por la Fundación Ford y el Banco de Grecia, cuyas ponencias han sido publicadas por el *Journal of International Economics*, 1978, 2.

(6) Véase el desarrollo de esta distinción en Balassa (1964).

(7) Dornbusch ha formulado la teoría en la forma siguiente:

$$T = \frac{(P_C/P_N)^\beta}{(P_C^*/P_N^*)^\beta} \frac{M}{M^*} \frac{L^*(y^*, i^*)}{L(y, i)}$$

donde P_C y P_N representan, respectivamente, los precios internos de los bienes comerciables y de los bienes no comerciables. P_C^* y P_N^* son las mismas variables en el exterior. β y β^* son coeficientes que indican la participación de los bienes no comerciables en el gasto agregado. M y M^* son las cantidades de dinero interna y externa medidas en términos monetarios. Y y L y L^* son las demandas de saldos reales, que son función de los correspondientes niveles de renta real y de los correspondientes tipos de interés. Véase Dornbusch (1976 b).

(8) La incorporación de las expectativas a este campo del análisis económico se encuentra todavía en fase de pruebas y ensayos. Los estudios que sobre el tema se han realizado han sido dirigidos más a los problemas de los riesgos cambiarios en las operaciones de comercio exterior que a la cuestión que aquí nos ocupa de los efectos de las expectativas sobre el tipo de cambio actual. Un interesante trabajo en esta dirección de incorporar las expectativas al

modelo es un reciente estudio de J. Frenkel sobre la hiperinflación alemana de 1921-1923, en el que el autor usa el descuento de la moneda alemana en el mercado de futuros como medida del coste de oportunidad de tener marcos y de la tasa de inflación esperada. Véase Frenkel (1977).

(9) Entre los trabajos más recientes sobre tipos de cambio en la década de 1920 véase Frenkel (1977) y (1978), y Clements y Frenkel (1980). Estudios sobre evidencia empírica más actual son los de Genberg (1978) y Thygesen (1978). Un interesante trabajo sobre los problemas de contrastación de la teoría es Krugman (1978). La conclusión de que la teoría de la paridad adquisitiva se confirma con mayor evidencia en situaciones de desequilibrio monetario ha sido defendida explícitamente por Frenkel (1977). La idea contraria, es decir, que la teoría es correcta sólo en períodos de relativa estabilidad monetaria fue, en cambio, defendida por X. Zolotas. Véase Kalamotousakis (1978).

(10) Sobre este tema véase Guitián (1976 b) y Dornbusch (1976 a).

(11) La cuestión ha sido planteada en Isard y Porter (1977).

(12) Guitián (1976 a).

(13) Un tratamiento más amplio de estas cuestiones puede encontrarse en Cabrillo y Segura (1979).

(14) Un caso similar al aquí descrito teóricamente tuvo lugar en Chile a partir del año 1975, como consecuencia de las medidas de reforma fiscal y monetaria aplicadas en los años que siguieron al golpe de Estado. El Gobierno chileno, que liberalizó casi todos los sectores de la economía, mantuvo, sin embargo, un estricto sistema de control de cambios. Como consecuencia de las medidas restrictivas dirigidas a combatir la inflación, la cantidad de dinero se redujo en 1975 casi en un 20 por 100 en términos reales. El control de cambios impidió que la balanza de cuenta de capital desempeñara su papel en el ajuste. Esto supuso, por una parte, un gran superávit en la balanza de cuenta corriente del año 1976, pese a que el año anterior se habían aplicado sustanciales rebajas arancelarias. Por otra parte, un fuerte crecimiento de los tipos de interés que se tradujo en una severa reducción de la producción y el nivel de empleo. Parece claro que la libre importación de capitales hubiera reducido sustancialmente tales costes en aquella circunstancia. Sobre el caso de Chile, véase Sjaastad (1980).

LAS COMUNIDADES EUROPEAS Y LA LIBERALIZACION DEL SECTOR EXTERIOR

Matías RODRIGUEZ INCIARTE

HABLAR de la liberalización del sector exterior, supone ya una conclusión con la que me apresuro a mostrarme de acuerdo: es necesaria una liberalización profunda de nuestro sector exterior y no ya por razones teóricas sobradamente conocidas y no impertinentes en nuestra actual situación económica, sino por un principio de coherencia de nuestra política económica exterior. La opción europea de España o, dicho más propiamente, la adhesión a las Comunidades Europeas convier-

te en estéril cualquier debate distinto del políticamente ya zanjado sobre nuestra integración en la Comunidad. La argumentación debería, por tanto, centrarse, no ya en los objetivos definidos con claridad en los Tratados de París y de Roma y en el resto de la normativa comunitaria, sino en los medios para alcanzar estos objetivos, lo que, en definitiva, constituye todo un programa para la acción de la política comercial española de los próximos años. En pocos campos de nuestra política económica se muestra tan claro el