



Universidad  
Nacional de  
General  
Sarmiento

# I JORNADAS DE **ECONOMÍA POLÍTICA**

6 y 7 de diciembre de 2007 - Campus UNGS

## **ANÁLISIS CRÍTICO DEL ENFOQUE MONETARIO DEL BALANCE DE PAGOS Y SUS RECOMENDACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA**

EUGENIA ARUGUETE

PABLO J. LÓPEZ

INSTITUTO DE INDUSTRIA  
UNIVERSIDAD NACIONAL DE GENERAL SARMIENTO

[jornadaecopol@ungs.edu.ar](mailto:jornadaecopol@ungs.edu.ar) / [www.ungs.edu.ar/ecopol](http://www.ungs.edu.ar/ecopol)

(54 11) 4469-7552 o 4469-7500 int. 7160

# ANÁLISIS CRÍTICO DEL ENFOQUE MONETARIO DEL BALANCE DE PAGOS Y SUS RECOMENDACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

EUGENIA ARUGUETE<sup>1</sup>

PABLO J. LÓPEZ<sup>2</sup>

## Abstract

En pleno auge de la macroeconomía keynesiana, durante los años de posguerra comenzó a desarrollarse la teoría monetaria ortodoxa. En debate con el keynesianismo imperante, los avances en la perspectiva monetarista derivaron, hacia la década del '70, en la configuración del denominado *Enfoque Monetario del Balance de Pagos*.

Como parte del instrumental monetarista se han desarrollado diversos *modelos* cuyo rasgo común ha sido considerar al balance de pagos como un fenómeno puramente monetario: lo esencial es la relación entre el ingreso y egreso de divisas, no así los rubros que generan dicho resultado. Además, y mientras los déficits en el balance de pagos son reflejo directo de un desequilibrio monetario, aquel presenta una tendencia automática al equilibrio. A nivel de la política económica, este enfoque considera que la intervención de la autoridad monetaria en la economía resulta no sólo inútil sino contraproducente.

La influencia creciente de esta teoría en los ámbitos académicos y políticos justificó su adopción en el diseño e implementación de políticas económicas en diversos países de América Latina, entre ellos Argentina, desde los años '70 en adelante. El profundo impacto que éstas tuvieron sobre variables centrales de la economía justifica su abordaje desde una mirada crítica.

Por ello, en el presente trabajo buscaremos analizar el Enfoque Monetario del Balance de Pagos desde una perspectiva crítica, teniendo en cuenta el contexto histórico en que surgió, la forma en que operan los ajustes según la teoría (en contraposición con lo que ocurre en la práctica), las propuestas de política económica que sugiere y el impacto que tiene su adopción en variables clave del sector externo, en la economía real, el sector público, el empleo, entre otras.

Palabras Clave: enfoque monetario del balance de pagos, monetarismo, keynesianismo, teoría económica, política económica, sector externo.

---

<sup>1</sup> Universidad de Buenos Aires – CONICET. Mail: eugenia.aruguete@gmx.net

<sup>2</sup> Universidad de Buenos Aires – CONICET. Mail: pablojlopez@hotmail.com

# ANÁLISIS CRÍTICO DEL ENFOQUE MONETARIO DEL BALANCE DE PAGOS Y SUS RECOMENDACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

## 1. Introducción

A principios de la década del '70, la economía mundial atravesaba una severa crisis que se manifestó en una reducción en las tasas de crecimiento del producto, la proliferación de agudas recesiones económicas, el ascenso en las tasas de inflación, desempleo creciente y una caída en el nivel de crecimiento de los salarios. Por segunda vez en el siglo XX, el capitalismo experimentaba una crisis de acumulación profunda, caracterizada por la caída en la tasa de ganancia empresaria y la redefinición de los ámbitos de acumulación del capital.

La menor rentabilidad presente en las actividades productivas en favor de las financieras orientó amplios flujos de capital hacia los negocios especulativos, tanto en los países centrales como en los pequeños mercados de capitales de los países emergentes, donde prevalecían altas tasas de retorno. Junto al predominio de la valorización financiera, la estrategia de las grandes firmas se orientó hacia una mayor concentración económica, centralización de capitales e internacionalización productiva. Las empresas más concentradas operaron la fragmentación de los procesos productivos en distintas actividades, la especialización en sectores estratégicos en las economías centrales y la relocalización del resto de los segmentos productivos en diversas regiones del mundo, coronando un proceso de reconversión productiva y redefinición de la división internacional del trabajo.

La consolidación de este nuevo modelo se halló esencialmente asociada a la concentración del poder económico y político en manos de una fracción muy acotada del capital, la burguesía transnacionalizada, y la distribución regresiva de los ingresos. En particular, la caída del empleo y los salarios asociada a la reducción de la producción industrial y el ascenso de actividades de baja demanda de mano de obra permitieron reducir el costo laboral de producción, ampliar el consumo de los sectores de ingresos medios y medio altos y concentrar una gran masa de recursos que pudieron ser canalizados hacia el sistema financiero.

Los cambios en la economía fueron desarrollándose vis-a vis la emergencia —o restauración— del pensamiento ortodoxo. Así, en pleno proceso de reconversión capitalista la teoría monetarista encaró una violenta ofensiva contra el pensamiento keynesiano y la síntesis neoclásica que habían dominado hasta entonces los análisis macroeconómicos en general y del sector externo en particular.

Concebidas en el Departamento de Economía de la Universidad de Chicago de la mano del economista Milton Friedman (padre fundador del monetarismo) e investigadores como Harry G. Johnson, Robert Mundell, Rudiger Dornbusch, Jacob Frenkel y Michael Mussa, las tesis monetaristas modificaron sustancialmente los análisis económicos, otorgando protagonismo a los procesos monetarios en detrimento de los fenómenos reales.

En paralelo a los cambios en la teoría macroeconómica general se modificaron los estudios sobre las cuentas externas. A partir de mediados de los '70, los análisis sobre el balance de pagos se modificaron sustancialmente: la economía keynesiana dominante durante la segunda posguerra comenzó a ser severamente cuestionada. En efecto, con el resurgimiento del monetarismo emergió un marco explícito para el estudio de las cuentas externas: el *Enfoque Monetario del Balance de Pagos* (EMBP). Las tesis centrales de este enfoque se encolumnaron bajo la idea de que el balance de pagos era un fenómeno centralmente monetario y, como tal, sus desequilibrios eran el resultado directo de desajustes en el mercado de dinero. La presencia de una tendencia inherente al reequilibrio, por su parte, coronaba el postulado de política económica: lo aconsejable era no intervenir en la economía para no interferir en los mecanismos de ajuste que operaban de modo automático.

La influencia creciente de esta teoría en los ámbitos académicos y políticos justificó su adopción en el diseño e implementación de políticas económicas en diversos países de América Latina, entre ellos Argentina, desde los años '70 en adelante. Como resultado de las mismas, el patrón de acumulación vigente fue interrumpido, y en su lugar se consolidó uno nuevo caracterizado por una profunda concentración, centralización e internacionalización del capital, y una violenta regresividad en materia distributiva.

Erigido como teoría y sustento de una estrategia económica de largo alcance, el violento impacto que medidas basadas en el EMBP tuvieron sobre variables centrales de la economía argentina justifica su abordaje desde una perspectiva crítica, que tome en cuenta el contexto histórico que dio lugar a su surgimiento, las principales líneas interpretativas y sus implicancias teóricas, las propuestas de política económica que sugiere y el impacto que su adopción tiene sobre variables clave de la economía como el sector externo, el producto, el empleo, etcétera.

Siguiendo este objetivo, el presente trabajo constará de un primer apartado en donde se describan las transformaciones operadas en el capitalismo mundial, que funcionaron como condición de posibilidad para el cambio de paradigma en los estudios macroeconómicos: en particular, el abandono de las perspectivas keynesianas y de la síntesis neoclásica y su reemplazo por las teorías monetaristas en el contexto de la creciente financiarización de la economía mundial. Un segundo apartado abordará el tema objeto de nuestra investigación: el *Enfoque*

*Monetario del Balance de Pagos* (EMBP), considerando los enfoques relativos al sector externo con los que debatió, sus principales líneas de interpretación y sus sugerencias de política económica. En un tercer apartado presentaremos una serie de críticas que apuntan a desentrañar la debilidad de sus principales supuestos e interpretaciones así como la nocividad de su adopción por parte de las autoridades monetarias. Finalmente, y para concluir el trabajo, se presentan unos breves comentarios finales.

## **2. Cambio de paradigma en el análisis macroeconómico**

### **2.1 La edad dorada del capitalismo y las tesis keynesianas**

Luego del crack financiero de 1929 en Wall Street, la economía mundial experimentó una profunda recesión que afectó severamente a los países de Europa y a Estados Unidos. Conocida como la *Gran Depresión*, la crisis que acompañó el decenio de los años '30 se caracterizó por una severa contracción del producto, el empleo y los salarios así como una brusca caída de la rentabilidad empresaria.

En este marco emergía una visión renovada en la ciencia económica. La necesidad de hallar soluciones a los problemas impuestos por la Gran Depresión reclamó la atención de los economistas. Por aquel entonces, y en franca controversia con la economía política convencional que aconsejaba nuevas deflaciones, bajos salarios y restricciones monetarias y fiscales, John M. Keynes planteó un diagnóstico y propuestas de política económica distintas, orientadas a actuar sobre el nivel de demanda agregada.

En particular, y para demostrar la potencia de las políticas públicas, el autor de la *Teoría General* desarrolló el concepto del *multiplicador del gasto público*, que adjudicaba al Estado la capacidad de actuar sobre las variables reales de la economía –en particular, el producto, el empleo y los salarios- estimulando la demanda agregada por medio de la expansión de la inversión pública<sup>3</sup>. Operando una profunda revolución en el plano de las ideas y consolidándose progresivamente como el enfoque macroeconómico predominante, el pensamiento keynesiano fundamentó teóricamente el intervencionismo estatal que muchos gobiernos venían aplicando. En efecto, el keynesianismo explicó y promovió cambios radicales en la política estatal que afianzaron la reconfiguración que venía experimentando el capitalismo tras la crisis del '30, basada en la redefinición de las estrategias del capital, por un lado, y la consolidación del ciclo virtuoso de la productividad y los salarios reales, por el otro.

---

<sup>3</sup> Keynes presenta el *concepto del efecto multiplicador (ligado a la existencia de una propensión a consumir menos a uno)* en su clásico John M. Keynes, “Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero”, publicado en 1936 (en español, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 1943).

La necesidad de restablecer los márgenes de ganancia empresaria luego de la Gran Depresión había estimulado cambios en las modalidades de producción y consumo. La reorganización del proceso productivo bajo la modalidad fordista operada en las principales economías del mundo permitió incrementar los niveles de productividad laboral y el producto, mientras se fue afianzando un patrón de consumo masivo que garantizó la colocación de los mayores niveles de producción<sup>4</sup>. Simultáneamente, la intención de mejorar las condiciones de producción, esto es, acceder a mayores y más baratos recursos e incrementar la escala de los mercados, motivó los procesos de concentración, centralización e internacionalización del capital, estrategia liderada por las Empresas Transnacionales.

En el plano de las relaciones internacionales, los años de la depresión fueron acompañados por el progresivo cierre de los mercados de bienes y capitales. El librecambio vigente hasta entonces fue sustituido por un férreo proteccionismo y el establecimiento de acuerdos de intercambio bilateral. Luego de la Segunda Guerra Mundial se generó un marco de estabilidad monetaria y financiera, resultado de un régimen mundial de paridades fijas establecido tras los acuerdos de Bretton Woods de 1944 y la vigencia de estrictos controles a los flujos internacionales de capital financiero, que disminuyeron el nivel de liquidez y la volatilidad asociada a ella.

En efecto, el abandono del viejo paradigma del *laissez faire* permitió el tránsito hacia un capitalismo asistido y regulado. La era del intervencionismo llegó de la mano de los llamados *Estados de Bienestar* encargados de estimular la inversión, generar condiciones adecuadas para la producción y garantizar el consumo masivo<sup>5</sup>. En esos años, las políticas de demanda agregada para sostener el pleno empleo se convirtieron en la regla y la confianza en la capacidad del Estado para evitar recesiones e impulsar el crecimiento económico dominó la escena. En este marco, el pensamiento keynesiano se fusionó con ideas previas en la síntesis neoclásica. Desarrollado por John R. Hicks y Alvin Hansen, este enfoque tomó parte del instrumental

---

<sup>4</sup> La nueva modalidad de organización del proceso productivo, popularmente conocida como *fordismo*, involucró la elaboración de bienes estandarizados de consumo masivo a partir de la segmentación, estandarización y cronometrización de tareas (la división del trabajo operada inicialmente por el *taylorismo*) y la mecanización de las mismas por medio de la introducción de la cadena de montaje. Como resultado de tales innovaciones el nivel de productividad laboral se incrementó y creció la producción. Por su parte, el crecimiento del empleo, la mejora en el salario real y en las condiciones de vida de la clase trabajadora incrementaron la capacidad de consumo de la población, garantizando la colocación del excedente en los mercados internos de las economías más avanzadas.

<sup>5</sup> En términos generales, los Estados Benefactores generaron las condiciones básicas de reproducción del capital (desarrollo de infraestructura, extensión de los servicios y mejora en las comunicaciones), apuntalaron la inversión del sector privado, garantizaron las condiciones para la internacionalización del mismo y contribuyeron a conformar una clase obrera especializada y con capacidad de consumo. A nivel histórico, éstos adoptaron distintas modalidades en Europa y EEUU. En EEUU, la modalidad de intervención estatal consistió en el respaldo a la inversión privada por medio del desarrollo en infraestructura y la expansión del consumo (encarnada en la estrategia del *New Deal*, lanzada por el presidente Roosevelt en 1933). En países como Alemania, Italia y Japón, el desarrollo de los Estados Benefactores estuvo íntimamente ligado al totalitarismo encarnado por el fascismo y el nazismo y la expansión económica experimentada por estas naciones se orientó al desarrollo de la industria bélica con fines de expansión imperialista.

keynesiano para demostrar el efecto de las políticas de demanda agregada en el modelo conocido como IS-LM, que mostraba cómo se determinaba la tasa de interés y el producto de equilibrio a partir de la interacción entre el mercado de bienes y el de dinero, y cómo el Estado podía incidir sobre esos niveles de equilibrio con políticas monetarias o fiscales<sup>6</sup>. Pronto se incorporó al instrumental la *curva de Phillips*<sup>7</sup> y el trade off entre inflación y desempleo que se verificaba empíricamente sirvió de fundamento para la aplicación de políticas económicas activas. Con estos avances, el keynesianismo, ampliado y perfeccionado por las tesis de la síntesis neoclásica, dominó la escena de la ciencia económica al menos hasta la década del '70.

En lo que se llamó la *Edad de Oro del capitalismo*, durante casi tres décadas la economía mundial experimentó un largo ciclo ascendente de crecimiento estable, con elevadas tasas anuales de crecimiento de la producción, de la productividad del trabajo y del stock bruto de capital. La mejora en las condiciones de vida de la clase trabajadora (a partir del aumento del empleo, los salarios y la difusión de derechos sociales y laborales) permitió la consolidación del patrón de desarrollo encarado.

La evolución de la economía mundial durante la posguerra, con altos niveles de producto y productividad y una expansión del comercio exterior, parecía confirmar la validez de las tesis keynesianas. En cierta medida, las transformaciones que permitieron superar la crisis del '30 y sentaron las bases para el despliegue de los años dorados del capitalismo eran tributarias de la subversión teórica inaugurada por el keynesianismo, cuyo impacto trascendió los ámbitos académicos y penetró en la esfera política. El notable crecimiento de la economía mundial sustentado en una "alianza" entre el capital y el trabajo había sido garantizado por la fuerte presencia de los Estados de Bienestar y su participación en la promoción y regulación de la economía sugeridos por el pensamiento keynesiano.

## **2.2 Crisis capitalista y (re)surgimiento de la teoría monetaria**

A principios de los años '70, una nueva crisis capitalista golpeaba a las principales economías del mundo, expandiéndose pronto a escala planetaria. Como resultado de la misma, se desaceleraron las tasas de crecimiento del producto y la economía mundial quedó sujeta a profundas fluctuaciones. La combinación de agudas recesiones con altas tasas de inflación daba

---

<sup>6</sup> Este modelo fue elaborado inicialmente por John Hicks en "Mr. Keynes and the Classics: a suggested interpretation", publicado por *Econometrika* 1937. Posteriormente fue desarrollado y popularizado por Alvin Hansen.

<sup>7</sup> En 1958 Alban W. H. Phillips publica en la revista *Economica* el artículo "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957" en el que proporciona evidencia empírica de las relaciones entre el desempleo y las tasas de cambio de los salarios. Esta relación, llamada desde entonces la *curva de Phillips*, sugiere que es imposible conseguir simultáneamente un alto nivel de empleo y una baja tasa de inflación por lo que la política económica gubernamental tiene que decidir una combinación de ambas tasas.

origen a un fenómeno novedoso, conocido como *estanflación*, síntoma de los problemas económicos en ciernes<sup>8</sup>. Se clausuraba pues la edad dorada del capitalismo inaugurada en los años de posguerra. Signos visibles de una conmoción más profunda, la crisis de principios de los '70 era el resultado de la caída en los niveles de productividad del trabajo y, más agudamente, en las tasas de ganancia empresaria.

Por cierto, diversos fenómenos venían conspirando contra la continuidad del patrón previamente vigente. Los altos niveles de inversión requeridos y el ascenso de los salarios habían incrementado los costos de producción, deteriorando progresivamente la tasa de rentabilidad empresaria, en especial en los sectores ligados a la producción de tipo fordista<sup>9</sup>.

Mientras tanto, la caída en la rentabilidad de las actividades industriales hizo de la especulación una alternativa más rentable, lo que redundó en un aumento de los flujos financieros a escala global. La menor rentabilidad presente en los países centrales y el relajamiento de los controles a los flujos de bienes y capitales en la periferia fueron orientando los excedentes hacia aquellas economías en busca de beneficios especulativos. La tendencia generalizada provocó un violento drenaje de reservas de oro desde la plaza norteamericana hacia mercados más atractivos, como el mercado de eurodólares o las “emergentes” economías periféricas originando los agudos procesos de endeudamiento externo protagonizados a partir de allí por las economías menos desarrolladas.

La crisis del sistema productivo, la creciente financiarización de la economía y la fuga de capitales afectó especialmente a la economía norteamericana. El anuncio del fin de la convertibilidad del dólar por parte del gobierno de EEUU en agosto de 1971 puso fin al sistema monetario internacional de paridades fijas, que fue reemplazado por otro sustentado en tipos de cambio flotantes. Paralelamente, la consolidación del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial como nuevos intermediarios en el sistema financiero internacional relajó las regulaciones históricamente ejercidas por los Estados Nacionales.

A esto se sumó la sustitución de los controles estatales en la administración de los depósitos y créditos por las instituciones bancarias transnacionalizadas, generándose un contexto de profunda liquidez y alta volatilidad en los movimientos de capitales. A su vez, entre octubre y diciembre de 1973, el aumento unilateral de los precios del petróleo dispuesto por los principales países

---

<sup>8</sup> La crisis de los '70 presentó una desaceleración de los principales indicadores, que se distinguió por lejos de la aguda recesión y contracción económica con críticos efectos sobre el empleo, los salarios y las condiciones de vida de los trabajadores que acompañaron la depresión del '30.

<sup>9</sup> Como fue señalado por diversos autores, la creciente organización y sindicalización de la clase obrera en las economías más desarrolladas estimuló un incremento en el salario real de los trabajadores y el acceso a mayores beneficios que promovieron una redistribución progresiva del ingreso, incrementando los costos de producción industrial hasta niveles que afectaron la rentabilidad del capital.



exportadores de crudo disparó el costo del insumo, que afectó especialmente a aquellas actividades fuertemente dependientes del suministro energético basado en derivados del petróleo. Pronto, los mayores precios del crudo se trasladaron al resto de los mercados de materias primas, imprimiendo una aguda volatilidad y provocando una profunda inflación en el precio de todos los insumos. De modo paralelo se producía la declinación progresiva de los Estados Benefactores que habían custodiado el desarrollo del capitalismo asistido<sup>10</sup>.

En el plano de las ideas, la crisis del sistema productivo, la creciente financiarización de la economía y la errática evolución de los principales indicadores asestaron un duro golpe a la teoría keynesiana, que se mostró incapaz de responder a los acuciantes problemas que enfrentaba la economía mundial. Con la crisis, la preocupación en torno a la renta y el empleo fue reemplazada por el problema de la inflación, y la respuesta keynesiana a la misma no satisfizo los requerimientos de la nueva etapa. Por el contrario, el escenario resultaba favorable a la difusión y legitimación de teorías que, como el monetarismo, focalizaban en el problema del alza generalizado de los precios<sup>11</sup>. Progresivamente, la creencia en reglas monetarias de largo plazo, como las sostenidas por la nueva escuela, se mostraron más “apropiadas” a la nueva realidad.

Las tesis monetaristas ya venían desarrollándose. A mediados de la década del '50, en pleno auge de la macroeconomía keynesiana y en paralelo a los desarrollos de la síntesis neoclásica, un reconocido economista de la Universidad de Chicago, Milton Friedman, había comenzado a desarrollar la teoría monetaria ortodoxa, que se proponía como crítica y superación del marco teórico de la síntesis. Con la crisis del capitalismo en los tempranos setenta. Con estos desarrollos, las ideas keynesianas entraban en una severa crisis.

Así, los problemas vinculados a los bajos niveles de producto y empleo que habían preocupado a los macroeconomistas keynesianos no sólo pasaban a un segundo plano sino que eran resignificados por las teorías monetaristas, que sostenían la hipótesis de una tendencia general en la economía a alcanzar –en el largo plazo- niveles de producto de pleno empleo<sup>12</sup>.

Por su parte, el monetarismo procuró reconstruir el sistema teórico neoclásico evocando la *teoría cuantitativa del dinero* elaborada por los precursores de las ideas clásicas a fines del siglo XVII y principios del XVIII, que había sido desterrada por la revolución keynesiana. En

---

<sup>10</sup> Las menores posibilidades de financiamiento, producto de la desaceleración en la actividad económica y el encarecimiento del crédito ante el ascenso de las tasas de interés internacional, condujo a la crisis financiera del sector público. Incapaces de generar recursos, las tradicionales modalidades de regulación estatal basadas en subsidios a la producción, la protección de sectores, la provisión de bienes y servicios, el control de los niveles de empleo y salarios, etcétera, resultaron insostenibles.

<sup>11</sup> Como señalan Screpanti y Zamagni “(...) la estanflación de estos años parecía dar la razón a los monetaristas, que desde hacía varios lustros advertían sobre los efectos inflacionarios de las políticas keynesianas” (1997, p. 325).

<sup>12</sup> La tesis del pleno empleo de los factores productivos como tendencia de largo plazo en la economía implicaba una crítica directa a los fundamentos mismos del enfoque keynesiano, cuyo punto de partida era la hipótesis de la subutilización de los factores productivos.

sucesivas publicaciones<sup>13</sup>, Friedman retomaba el pensamiento de David Hume quien, en su *Political Discourses* de 1752, enunció por vez primera y de forma completa la *teoría cuantitativa del dinero*, que buscaba explicar la determinación del nivel de precios y el producto como resultado de procesos monetarios<sup>14</sup>. Con la *nueva teoría cuantitativa del dinero*, Friedman buscaba restituir a los fenómenos monetarios el protagonismo perdido.

Posteriores desarrollos del monetarismo ortodoxo vendrían de la mano del análisis que Phelps y Friedman hicieron de la curva de Phillips<sup>15</sup>. La *Curva de Phillips Aumentada por Expectativas* complementó a la teoría cuantitativa al brindar un análisis más preciso acerca de la manera en que los efectos causados por cambios en la cantidad de dinero se repartían en magnitudes reales y nominales, lo que implicaba que en el largo plazo no se cumplía el trade off que postulaba la curva y las políticas monetarias no tenían el efecto sobre las variables reales que suponía la síntesis neoclásica. La deducción de una curva de Phillips vertical para el largo plazo que implicaba crecientes tasas de inflación compatibles con la tasa natural de desempleo, supuso que las políticas de demanda agregada –sugeridas por los keynesianos– sólo podían afectar el producto y el empleo en el corto plazo. Y si para los monetaristas la mayor parte de la inestabilidad observada en la economía debía atribuirse a las fluctuaciones en la cantidad de dinero, las propuestas eran sencillas: era preciso sujetar la tasa de expansión de la oferta monetaria al crecimiento del producto como única forma de asegurar la estabilidad a largo plazo de los precios.

### **3. El estudio de las cuentas externas**

#### **3.1 Keynesiano e intervencionismo en el comercio exterior**

En el marco del resurgimiento de las teorías monetaristas se desarrollaron nuevas miradas en torno al desempeño de las cuentas internacionales. En esta oportunidad, el sello de la *Escuela de Chicago* lo aportarían los investigadores Harry G. Johnson y Robert Mundell y sus discípulos

---

<sup>13</sup> El paso importante en este sentido fue la publicación de “The quantity theory of Money: a restatement”, en 1956, y posteriores contribuciones que fueron recogidas en “The optimum quantity of money”, de 1969, donde se presentan los fundamentos de la teoría monetarista. El debate entre keynesianismo y monetarismo alcanzará su punto más álgido con la publicación de Friedman “Theoretical framework for monetary análisis”, en 1970, que dio un marco explícito y formal a las ideas monetaristas.

<sup>14</sup> Según esta formulación el nivel de precios era una función de la velocidad de circulación del dinero, el producto y la cantidad de dinero. Si la economía se encontraba en pleno empleo y la velocidad de circulación era relativamente constante, como afirmaba el autor, los precios se movían en relación directa a los cambios en la cantidad de dinero. Además, Hume reconoció la posibilidad de que el aumento en la oferta monetaria tuviera efectos reales importantes (la afluencia de mayores niveles de dinero podía incrementar los gastos, con impactos sobre el producto y el empleo), aunque momentáneos. Al respecto, ver Screpanti y Zamagni, “Panorama de Historia del Pensamiento Económico”, Editorial Ariel, Barcelona, 1997.

<sup>15</sup> Los trabajos referidos son: Friedman, Milton. “The Role of Monetary Policy.” *American Economic Review* 58, no. 1 (1968) y Phelps, Edmund S. “Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Employment over Time.” *Economica* NS 34, no. 3 (1967).

Rudiger Dornbusch, Jacob Frenkel y Michael Mussa, cuyos trabajos sentaron los lineamientos centrales del *Enfoque Monetario del Balance de Pagos* (EMBP).

Hasta entonces, las tesis keynesianas que habían dominado los estudios en torno a la evolución de las cuentas externas habían resultado apropiadas a su contexto histórico de emergencia y difusión. Así, la confianza en el intervencionismo estatal para influir en la evolución de las principales variables económicas alcanzaba también las perspectivas keynesianas en materia de cuentas internacionales.

La necesidad de impulsar el desarrollo de los mercados domésticos por medio del estímulo a la demanda agregada había orientado los análisis acerca de la evolución del sector externo según su potencial capacidad para influir sobre las economías domésticas. En un mundo dominado por barreras y otras restricciones al comercio internacional de bienes y servicios, el keynesianismo analizaba los efectos que la aplicación de políticas proteccionistas podía tener sobre la cuenta corriente y, desde allí, el nivel de renta y empleo. Por su parte, los escasos movimientos de capital, en el marco de estrictas restricciones y controles, orientaron el foco del análisis keynesiano hacia la evolución de los saldos de la cuenta corriente, desestimando las variaciones en la cuenta capital.

En este contexto, y como elemento fundacional de la teoría keynesiana, la evolución de las cuentas internacionales se volvía materia de análisis y, más aún, objeto de política económica. En efecto, a partir de los desarrollos de esta tradición en el pensamiento económico se abría la posibilidad de estimular la demanda agregada a partir de una política que abordara el sector externo. En este sentido, la evolución del balance de pagos cobraba un rol importante, aunque subordinado al objetivo central: activar la economía doméstica promoviendo la expansión del producto y el empleo.

Esta perspectiva se materializó en la tesis del *multiplicador del comercio exterior* que establecía una relación directa entre la evolución de la cuenta corriente y el nivel de renta y empleo: particularmente, un exceso de demanda de bienes y servicios locales desde el exterior (esto es, un incremento de las exportaciones por encima de las importaciones) estimulaba la demanda agregada, impactando sobre la renta y el empleo. Para lograr este objetivo, la política económica podía disuadir las importaciones e incentivar las exportaciones por medio de una manipulación de los *precios relativos* que favoreciera la generación de un superávit comercial<sup>16</sup>:

---

<sup>16</sup> De acuerdo al enfoque keynesiano, si la condición de la elasticidad crítica apropiada ocurre, entonces una devaluación causará una mejora perdurable en el balance de pagos. El hecho se explica porque la devaluación causa variaciones en los precios relativos y así induce un efecto sustitución y también donde contempla efectos en el ingreso.

aplicando una devaluación o bien, por medio de medidas sobre el comercio internacional (barreras arancelarias y paraarancelarias, subsidios, etcétera).

Partiendo de estas premisas, en posteriores análisis el keynesianismo procuró establecer bajo qué condiciones una devaluación podía mejorar la balanza comercial y tener un efecto expansivo sobre la economía. Así se planteó la necesidad del cumplimiento de la *condición de Marshall Lerner*, según la cual si la suma de las elasticidades de la demanda de importaciones y de la demanda de exportaciones era superior a uno, el efecto positivo estaba garantizado.

En resumen, en el plano de las sugerencias de política económica y reivindicando la potencialidad de la intervención estatal activa, el keynesianismo focalizó en la importancia de lograr superávits comerciales (sobre la base de la teoría del *multiplicador del comercio exterior* y la vigencia de la *condición Marshall-Lerner*) como estímulo a la expansión de las economías domésticas, el producto y el empleo.

### **3.2 El Enfoque Monetario del Balance de Pagos y el retorno al liberalismo**

A principios de los años '70, las visiones monetaristas en auge en los análisis macroeconómicos comenzaron a propagarse, influyendo en los estudios que abordaban puntualmente la dimensión de las cuentas externas. Es así como, en el marco de las investigaciones que venían desarrollándose en la Universidad de Chicago, surge el *Enfoque Monetario del Balance de Pagos*. Las contribuciones más importantes al mismo fueron los trabajos preliminares de Harry Johnson y Jacob Frenkel, cuyas aproximaciones sentaron los pilares fundamentales de la nueva teoría<sup>17</sup>.

Nuevamente, las tendencias que comenzaban a delinearse en la economía mundial eran favorables al surgimiento de estas teorías. Y así como los procesos inflacionarios justificaron las aproximaciones analíticas que, enfatizando el rol de los factores monetarios, atendían el problema de crecimiento acelerado de los precios; los mayores niveles de liquidez y la aceleración de los flujos de capital que circulaban a escala planetaria en busca de mayores tasas de beneficio (entre ellos, los mercados financieros de los países más atrasados) condicionaba la perspectiva adoptaba en materia de balanza de pagos.

Como expresión de tales fenómenos, el análisis circunscrito exclusivamente a la cuenta corriente (saldo en el que se concentraban las visiones previas) fue desplazado por otro que

---

<sup>17</sup> Ver Johnson, Harry. G., "The Monetary Approach to the Balance-of-Payments-Theory", en "Journal of Financial and Quantitative Analysis", N° 7, 1972 y Frenkel, Jacob A y Johnson, Harry G., "The Monetary Approach to the Balance of Payments", University of Toronto Press, 1976.

contemplaba el saldo global o monetario del balance de pagos. De modo paralelo, la creciente integración de los mercados internacionales de bienes funcionó a favor de la recuperación de la teoría de la *ley del único precio*.

De este modo, orientado al estudio del desempeño de las cuentas externas en el largo plazo, el Enfoque Monetario concebía al balance de pagos como un *saldo global* en donde se registraba el valor monetario de los ingresos y egresos de bienes, servicios y capitales de una economía. En otras palabras, la relación entre ingresos totales y absorción global (en última instancia, la evolución real del balance de pagos) se correspondía, sencillamente, con una variación en el nivel de reservas internacionales. Sucintamente,

$$Y - A = \Delta RI$$

Concebido así, poco importaba al EMBP discriminar entre los distintos subcomponentes que integraban el balance de pagos. Con esta perspectiva como punto de partida, el EMBP elaboró un cuerpo teórico cuyos enunciados implicaban un verdadero cuestionamiento a las visiones previamente vigentes. Entre ellas, las siguientes proposiciones parecen particularmente destacables.

Por un lado, la fórmula aparentemente sencilla que visualizaba el balance de pagos como un fenómeno esencialmente monetario aseguraba que los desequilibrios en las cuentas externas hallaban su explicación última —es decir, eran causados por— desajustes en el mercado monetario (más específicamente, entre el stock de dinero existente y el nivel óptimo o deseado). Esta proposición constituía un ataque directo a los fundamentos del pensamiento keynesiano en torno a la determinación del balance de pagos. A diferencia de aquel, que explicaba la evolución del balance de pagos como el resultado de un desequilibrio flujo (esto es, la diferencia entre los flujos de gastos e ingresos corrientes), el EMBP destacaba la relevancia de los desajustes entre stocks.

Por otro lado, además de ser el balance de pagos un fenómeno esencialmente monetario cuya evolución era síntoma de desequilibrios en el mercado de dinero, el Enfoque Monetario aseveraba que el balance de pagos poseía una tendencia al reequilibrio, que era inherente al mismo y operaba en forma automática. Esta segunda proposición no era novedosa, y ya había sido presentada por los precursores del pensamiento clásico.

En efecto, fue David Hume quien formuló, por primera vez y de forma completa, la teoría clásica del mecanismo de ajuste del balance de pagos basado en los flujos de dinero (oro): el clásico *mecanismo del flujo especie-precio*<sup>18</sup>. Según esta teoría, bajo un régimen de tipos de

---

<sup>18</sup> Hume, D. "Political Discourses", en *Political Essays* (escrito en 1752), Cambridge University Press, Cambridge, 1994. Posteriormente, también Joseph Harris describió el ajuste de balance de pagos como un fenómeno monetario.

cambio fijo, la acumulación de oro como resultado de un superávit comercial implicaba de modo inmediato un incremento de moneda en circulación. Esta mayor oferta monetaria provocaba un incremento en los precios que disminuía la competitividad de la economía y, a través de un incremento en las importaciones y la caída de las exportaciones, interrumpía la entrada de oro reequilibrando el balance de pagos. Contrariamente, cuando un país experimentaba un déficit comercial, la disminución en la cantidad de dinero en circulación como resultado del egreso de oro provocaba un descenso en los precios y, en consecuencia, una mejora en la competitividad que derivaba en la afluencia de oro y un reequilibrio en las cuentas externas.

En síntesis, los desequilibrios en el balance de pagos, al traducirse en una afluencia (en el caso de un superávit) o en una salida de oro (en el caso de un déficit) y, consecuentemente, en un incremento o una caída en la oferta monetaria, generaba un movimiento de precios tal que el balance de pagos tendía *automáticamente* a ajustarse. La tendencia inherente y automática era, pues, que los pagos externos se equilibraran y los precios se mantuvieran estables<sup>19</sup>.

Retomando aquel razonamiento preliminar, los teóricos del EMBP elaboraron un marco para el análisis de la evolución de la cuenta monetaria del balance de pagos cuyas implicancias para el análisis de la economía fueron sustantivas. Como fue apuntado por Gandolfo, el análisis elaborado por el Enfoque reposaba sobre al menos tres proposiciones básicas<sup>20</sup>.

La primera de ellas se asociaba a la afirmación de que el balance de pagos constituía un fenómeno esencialmente monetario. Sintetizando lo mencionado en párrafos anteriores, se afirmaba que los desequilibrios en el balance de pagos reflejaban un desequilibrio stock en el mercado de dinero (exceso de oferta o demanda) y que, a partir de allí, operaban mecanismos de ajuste de modo automático que conducían tales valores hacia sus respectivos niveles deseados, corrigiendo los desequilibrios que los generaron.

La segunda proposición sobre la que descansaba este enfoque postulaba la existencia de un mercado mundial eficiente, un mercado de bienes, servicios y activos transparente y competitivo<sup>21</sup>. En este contexto, el cumplimiento de la *teoría de la paridad de poder adquisitivo* (PPA) estaba garantizado. La vigencia de la PPA, implicaba que si dos bienes idénticos se ofrecen en dos mercados distintos y poseen precios diferentes (y no existen costos de transporte ni fallas de mercado) las acciones de compradores y vendedores derivarían automáticamente en

---

<sup>19</sup> Según Screpanti y Zamagni (1997), este desarrollo se oponía a la base central del pensamiento mercantilista, según el cual un país podía acumular oro a partir de un superávit comercial sin que su posición competitiva se debilitara, argumento que pudo haber sido válido en el mundo preindustrial, donde existía una escasa sustitución y flexibilidad en la producción de mercancías y una alta especialización productiva de los distintos países.

<sup>20</sup> Gandolfo, G. "The monetary approach to the balance of payment and related approaches", en *International finance and open economy macro-economics*, Springer, 2002.

<sup>21</sup> En síntesis, esta proposición supone la presencia de mercados competitivos en ambos países, sin barreras comerciales ni de otro tipo (tales como restricciones a los movimientos internacionales de capitales) y con costos de transporte insignificantes.

una igualación de los precios, esto es, a partir de los mecanismos de arbitraje que producen ajustes de precios de manera instantánea.

Llevando el análisis a los movimientos internacionales de mercancías y capitales, la *ley del único precio* (como fue comúnmente conocida la teoría de la PPA) implicaba que cuando se miden los precios de dos bienes similares en dos países distintos, traducidos a través del tipo de cambio a una moneda homogénea, éstos deben igualarse. Así, los precios de bienes o activos similares deben ser iguales en todos los países, porque de lo contrario actuarán las fuerzas del arbitraje hasta que se produzca la igualación.

La ecuación que sustenta esta hipótesis, llamada paridad de poder adquisitivo, se expresa del siguiente modo:

$$p = e p^f$$

y es válida tanto para los precios de bienes y servicios en general (respecto al funcionamiento de este mecanismo en particular el Enfoque Monetario no distingue entre bienes transables y no transables) como para la determinación del valor de la tasa de interés:

$$i = e i^f$$

El corolario de esta segunda proposición es que, en el contexto de un mercado mundial eficiente y mientras los ajustes operen de forma instantánea, considerando el nivel de precios y la tasa de interés internacionales ( $p^f$  y  $i^f$ ) como valores dados y el tipo de cambio fijo ( $e$ ), entonces los precios y la tasa de interés internos se ajustarán los valores vigentes en el mercado mundial.

La última proposición afirmaba que la producción se encuentra en un nivel de pleno empleo. Esta afirmación implicaba que, frente a la presencia de shocks exógenos, la economía no estaba en condiciones de responder a través de una variación en el producto, por lo que los ajustes se realizarían vía precios.

Ahora bien, dadas las proposiciones precedentes, el modelo básico diseñado por los teóricos del EMBP sigue el siguiente razonamiento. En el marco de una economía pequeña, abierta a los flujos de bienes y capitales y con un tipo de cambio fijo, el balance de pagos y los precios deben estar en equilibrio, siempre y cuando el mercado de dinero lo esté. Cuando, por el contrario, se produce un desajuste en el mercado monetario, el mismo se expresará en un desequilibrio en el balance de pagos que, a su vez, desencadenará un proceso automático de ajuste que tenderá nuevamente al valor de equilibrio.

Supongamos que existe una situación superavitaria en el balance de pagos que conduce a una afluencia de divisas, esto es, a un incremento en el nivel de reservas internacionales y que, dado un tipo de cambio fijo, determina un aumento en la oferta monetaria interna. Este aumento, siendo estable la función de demanda de dinero, generará un exceso de oferta monetaria que se

traducirá en un aumento de la demanda agregada. Este último fenómeno es el resultado de que una mayor oferta monetaria provoca la caída en el costo de oportunidad de mantener saldos monetarios y aumenta el precio de los activos financieros, empujando a la baja la tasa de interés. Por su parte, la caída en la tasa de interés hace más barato acceder al financiamiento y disminuye el rendimiento de activos financieros, por lo que incentiva el gasto de los agentes en consumo e inversión, es decir, el gasto en relación al producto.

Al aumentar el gasto en relación al producto, por un lado, aumenta el consumo de bienes importados, y por el otro, como según el EMBP el producto está en su nivel de pleno empleo, se produce un aumento de precios interno. Es decir, el aumento en la oferta monetaria producto del superávit del balance de pagos no deriva en una variación en las cantidades (como ocurriría si hubiese capacidad ociosa) sino en un ajuste vía precios<sup>22</sup>. En definitiva, ambos movimientos generan un deterioro del balance de pagos y, por lo tanto, la eliminación del superávit.

Es preciso notar que el ascenso de los precios internos es el proceso de ajuste: estos suben hasta igualarse con los precios internacionales ya que la existencia de un superávit era posible porque los precios internos multiplicados por el tipo de cambio estaban por debajo de los precios internacionales, reflejando un desequilibrio del mercado de dinero, única explicación posible, para el EMBP, de un desequilibrio en el balance de pagos.

Como queda demostrado en la descripción anterior, el EMBP supone que los desequilibrios en el balance de pagos son expresión de un desajuste en el mercado de dinero (el déficit en el balance de pagos es resultado de un exceso de oferta de dinero) al tiempo que tales desequilibrios desencadenan los mecanismos de ajuste que, según la teoría, operan en forma automática. Así, un déficit de balance de pagos se traduce en una salida de divisas u oro que, dado que el tipo de cambio es fijo, reducen la oferta monetaria. La caída de ésta, a través del mecanismo inverso al presentado más arriba, incrementa la tasa de interés provocando una caída en la demanda agregada. Así, los individuos reducen sus gastos en relación al producto y la consecuente caída de precios que esta tendencia genera incrementa la competitividad internacional de la economía, favoreciendo la reducción del déficit de balance de pagos.

A través de este mecanismo, el proceso de ajuste continúa hasta que el nivel de precios interno retorna al valor en que los mismos, expresados en moneda internacional, se igualan a los internacionales, nivel en el cual se elimina completamente el déficit de balance de pagos, es decir, se equilibran las cuentas externas. En definitiva, el déficit original del balance de pagos

---

<sup>22</sup> Este planteo, agregando el supuesto de que la demanda de dinero es estable, implica que se cumple la teoría cuantitativa del dinero y, por ende, el dinero es neutral, en el sentido de que cambios en la oferta monetaria no tienen efectos reales en el largo plazo sino solo efectos nominales (en los precios).



estaba reflejando un desequilibrio en el mercado de dinero (un exceso de oferta) que, como se cumple la teoría cuantitativa, se tradujo en un aumento de precios que hizo que el país perdiera competitividad. En el proceso de ajuste, los precios vuelven a su nivel de igualación con los precios internacionales.

El modelo no se modifica si, junto a las variaciones en el comercio internacional agregamos los movimientos de capitales, en un contexto de perfecta movilidad de los mismos. Esto es, si en el análisis del balance de pagos, a las variaciones en la cuenta corriente agregamos las tendencias registradas en la cuenta capital. En este caso, la caída en la tasa de interés generada por el aumento de la oferta monetaria, además de provocar un deterioro en la cuenta corriente del balance de pagos, provoca una salida de capitales que buscarán aprovechar la mayor rentabilidad provista por una tasa de interés internacional superior a la local.

Dada la salida de divisas que se produce vía déficit comercial y fuga de capitales, se produce el ajuste de precios (de bienes, servicios y tasa de interés) y el balance de pagos recobra el equilibrio.

En síntesis, en el caso de un déficit en las cuentas externas la explicación sería la siguiente: el desequilibrio inicial en el mercado de dinero (exceso de oferta) implicó un aumento de precios que deterioró la competitividad internacional de los bienes locales al tiempo que la caída del valor de la tasa de interés redujo la rentabilidad vigente en el mercado de capitales local, lo que redundó en una salida neta de divisas que se expresó en un déficit en el balance de pagos. Luego, a través de los mecanismos explicados, se produce un ajuste en los precios y la tasa de interés tal que dichas variables igualan a sus equivalentes internacionales (esto es, se produce  $p = r p^f$  y  $i = r i^f$ ). Es decir, se alcanza el nivel de precios interno compatible con el equilibrio del balance de pagos<sup>23</sup>.

Recapitulando, siguiendo al EMBP el balance de pagos y sus desequilibrios son consecuencia de la situación en el mercado monetario. La presencia de desequilibrios, por su parte, desencadena mecanismos de autocorrección que funcionan de modo automático y operan a través de los precios. Consecuentemente, tanto el balance de pagos como los precios (de los bienes y servicios y de la tasa de interés) tienden al equilibrio en el largo plazo.

---

<sup>23</sup> Como señala Gandolfo (2002), “Lo que ocurre en última instancia es que un exceso en la demanda u oferta de dinero, causando un exceso o déficit en la absorción respecto del ingreso nacional (producto), ha sido descargado sobre el balance de pagos: un exceso de absorción significa un déficit en balanza de pagos (la única forma de absorber más de lo que uno produce es recibir desde los países extranjeros más que lo que uno les ofrece) y una deficiencia en la absorción significa un superávit en balanza de pagos. En otras palabras, si el público tiene un exceso de oferta de dinero se deshace del mismo incrementando la absorción y, en última instancia, pasando este exceso sobre los países extranjeros a cambio de bienes y servicios (balanza de pagos deficitaria). Si por otro lado el público desea más dinero que el que tiene en stock, lo procura reduciendo la absorción y, en última instancia, pasa bienes y servicios al extranjero a cambio de dinero (balanza de pagos superavitaria)” (p. 175).

### 3.3 Implicancias de política económica

De este cuerpo teórico planteado por el EMBP se desprenden un conjunto de propuestas de política económica que constituyeron un verdadero cuestionamiento a las propuestas keynesianas. La primera y central conclusión del EMBP en este aspecto es que, dado que los desequilibrios en el balance de pagos son un síntoma de desajustes en el mercado de dinero que tienden a corregirse a sí mismos (esto es, que el proceso de ajuste del balance de pagos es automático), se desprende naturalmente que la mejor estrategia es *laissez faire, laissez passer*; esto es, el retorno al liberalismo en materia de recomendaciones de política económica. Más aún, si contemplamos la hipótesis de que las cuentas externas tienden *naturalmente* al equilibrio, en cuyo caso las autoridades económicas no sólo son las responsables de generar los desequilibrios a través de su actuación, sino que con sus políticas podrían entorpecer el funcionamiento de los mecanismos de ajuste: la mejor postura que pueden adoptar es no intervenir.

Como hemos visto, según el EMBP en un régimen de tipo de cambio fijo, un déficit de balance de pagos derivado de un exceso de oferta de dinero desencadena un proceso de ajuste por medio de una reducción en el stock de dinero hasta el nivel que equipara a la demanda o stock deseado. Así, un déficit generado en la cuenta corriente, por caso, podría ser financiado por un superávit en la cuenta capital (recordemos que el Enfoque no discrimina entre las variaciones en una u otra cuenta) o de lo contrario la caída en las reservas internacionales provocaría el ajuste. En un contexto de déficit de balance de pagos, pues, cualquier política económica resulta inefectiva para corregir el desequilibrio e, incluso, podría entorpecer el libre funcionamiento de los mecanismos de autocorrección, esto es, la caída de precios necesaria para garantizar el re-equilibrio. En síntesis y dado que el ajuste en el balance de pagos se produce en forma automática, lo mejor que pueden hacer las autoridades económicas es abstenerse de intervenir.

Sólo cuando existen dificultades para el despliegue de las fuerzas autocorrectivas, por ejemplo, si en el curso del ajuste las reservas alcanzan niveles muy bajos, la intervención puede ser sugerida y, en todo caso, debe consistir en una restricción monetaria (a fin de reducir la oferta monetaria más rápidamente hacia su nivel deseado) y no en una devaluación del tipo de cambio u otra medida, lo que implicaría según el EMBP un paliativo desaconsejado, con efectos puramente transitorios.

Esta propuesta es especialmente evidente respecto de la política monetaria. Según la teoría, la consecuencia fundamental para un país chico y con un régimen de tipo de cambio fijo es que la oferta monetaria es una variable endógena, esto es, un déficit en el balance de pagos provocará una disminución en la oferta monetaria y un superávit un incremento. En ese caso y siguiendo a

los monetaristas, la política monetaria solo puede determinar cómo la oferta monetaria se divide en crédito doméstico y reservas internacionales, pero no su nivel. En el largo plazo, la única variable que se ve afectada por una política monetaria es el nivel de reservas, que disminuye si aumenta el crédito doméstico (vía déficit del balance de pagos) o aumenta si disminuye el crédito doméstico (vía superávit del balance de pagos). Como corolario, la política monetaria no tiene capacidad para generar cambios en la tasa de crecimiento del producto.

La pregunta que se plantea es: ¿qué pasa si aumenta el crédito doméstico? Según el modelo, como la demanda de dinero es fija, ésta no podrá ajustarse al aumento en el crédito interno generando un exceso de oferta de dinero. En este contexto, los agentes buscarán deshacerse de este exceso demandando bienes y activos externos y generando un déficit en el balance de pagos. Ahora bien, como el tipo de cambio es fijo, la autoridad monetaria debe vender divisas de sus reservas para cubrir el déficit de balance de pagos, en respuesta a la demanda de divisas que realizan los agentes para comprar bienes y activos externos. En este marco, la caída en las reservas internacionales tenderá a revertir el aumento inicial en la cantidad de dinero generado por la política monetaria expansiva. Así, el sistema volverá al equilibrio cuando la oferta de dinero retorne a su nivel original, con el aumento en el crédito doméstico igual a la pérdida de reservas internacionales. Queda así demostrada la ineffectividad de la política monetaria.

La misma postura adopta el EMBP respecto de una devaluación, cuyos efectos considera ineffectivos en la medida en que solo provoca un mejoramiento transitorio del desequilibrio emergente en el balance de pagos. Según explicaba el enfoque keynesiano, una devaluación provocaba efectos sustitución entre importaciones y exportaciones al generar un cambio en los precios relativos de tal manera que, si se cumplía una condición establecida entre las elasticidades (la condición *Marshall Lerner*), el efecto de la devaluación sobre la renta y el empleo (objetivos de la estrategia keynesiana) era positivo.

Nada de esto puede ocurrir para el EMBP, que supone que se cumple la *ley del único precio* o la *paridad de poder adquisitivo*. En efecto, según los monetaristas una devaluación incrementa los precios provocando un aumento en la demanda de dinero. El exceso de demanda de dinero se refleja en un superávit de balance de pagos, de tal manera que ingresan divisas y aumenta la oferta monetaria hasta equilibrarse con la demanda y así el superávit de balance de pagos desaparece. El efecto de una devaluación es, por lo tanto, transitorio.

Esta posición alcanza cualquier otra política que tenga por objetivo modificar *deliberadamente* los precios relativos a fin de lograr un equilibrio en el balance de pagos. Se descartan de este modo todo tipo de medidas que desalienten las importaciones, tales como barreras arancelarias y paraarancelarias, o aquellas orientadas a estimular las exportaciones, entre

las que podrían mencionarse, por caso, los subsidios. Por el contrario, alcanza con dejar que actúen los mecanismos de ajuste que garantizan el equilibrio del balance de pagos. Como señala Gandolfo, el efecto demoledor del EMBP sobre la teoría tradicional de los procesos de ajuste es obvio: no sólo son medidas standard, como la devaluación, inefectivas, sino aún las políticas macroeconómicas más sofisticadas derivadas del modelo Mundell-Fleming deben ser desechadas<sup>24</sup>.

#### **4. Críticas al Enfoque Monetario de Balance de Pagos**

Analizado retrospectivamente, existen diversos aspectos en los que este enfoque presenta considerables debilidades, relativas tanto a cuestiones puramente teóricas como a inconsistencias de carácter empírico que parecen expresar cierta desconexión de la teoría con la realidad histórica. Al respecto, resulta imprescindible poner bajo observación la premisa fundamental del EMBP y sobre la cual reposan el resto de sus proposiciones, esto es, su afirmación de que el mercado de dinero es el que explica cualquier desequilibrio en el balance de pagos. En este plano, el EMBP plantea una crítica válida a los enfoques previos que no indagaban suficientemente (o incluso dejan fuera de análisis) la dimensión monetaria de un desequilibrio externo, ya sea como un factor que contribuye a su detonación o por las variaciones en la cantidad de dinero que provoca dicho desajuste en las cuentas externas y desencadena otros procesos. Sin embargo, el EMBP se ubica en el extremo en el que sólo el dinero importa y es exclusivamente el mercado de dinero el que explica los desequilibrios de balance de pagos.

El severo determinismo y reduccionismo en que cae el EMBP tiene una implicancia sustantiva: no existe posibilidad de explicar un desequilibrio en las cuentas externas por otros factores que no sean desajustes en el mercado monetario. Sin embargo, y así lo demuestra la evidencia empírica, si bien pueden existir desequilibrios externos que tengan cierta vinculación con el mercado de dinero, en muchos casos existen determinantes reales, estructurales o incluso no económicos que provocan déficits en el balance de pagos. En este sentido, la explicación unicausal propuesta por el EMBP no parece adecuarse estrictamente a la realidad o, por lo menos, reduce su capacidad explicativa y de actuar en consecuencia.

Por otro lado, una vez que el EMBP identifica cualquier desequilibrio en el balance de pagos con uno en el mercado de dinero, se plantea la existencia de una tendencia automática a la corrección de dichos desajustes. Según el EMBP tales procesos de corrección operan a través del ajuste de precios que ocurre de modo directo y automático. Esta tendencia automática se sostiene

---

<sup>24</sup> Op. Cit. Gandolfo, G. (2002) pág. 180.

bajo la premisa de que existen mercados perfectos en donde funcionan los mecanismos de arbitraje y, por lo tanto, se cumple la ley del único precio. Además, la noción de que el balance de pagos tiende al equilibrio implica que, según el Enfoque Monetario, no puede perdurar una acumulación sostenida de reservas de divisas, así como tampoco una pérdida sostenida de las mismas, ya que cualquiera de estas circunstancias desaparecerá cuando se produzca el ajuste. La dinámica del ajuste así descrita presenta debilidades en cada una de sus instancias, lo que hace difícil pensar que en la práctica realmente opere.

Llegados a este punto, es preciso reconsiderar tanto los supuestos que hay detrás del mecanismo de ajuste que propone el EMBP como sus derivaciones, que constituyen además el material para sustentar sus propuestas de política económica. Respecto de esto último, la evidencia empírica muestra que pueden observarse desequilibrios persistentes que incluso pueden afectar el crecimiento económico sin que se observen tendencias automáticas a la corrección de los mismos.

En relación a los supuestos, deben plantearse diversas críticas. Recapitulando, según el mecanismo de ajuste monetario propuesto por el EMBP, un superávit de balance de pagos se traduce en un aumento en la cantidad de dinero que deriva en una caída en la tasa de interés, estimulando un aumento en la demanda agregada. Detrás de esta primera parte del mecanismo de ajuste hay por lo menos tres hipótesis que deben ser repensadas.

Primero, que un país no puede acumular reservas internacionales sostenidamente por las consecuencias monetarias que esta acumulación genera, es decir, no hay posibilidades de esterilización exitosa y sostenida. Sin embargo, la evidencia empírica muestra que esto es posible, al menos en el corto plazo, y que incluso su consecución es buscada por la política económica por las consecuencias que la misma posee en términos monetarios.

Segundo, se asume que en la economía en cuestión los mecanismos de transmisión funcionan correctamente. Es decir, el mecanismo tradicional por medio del cual los cambios en la cantidad de dinero afectan a la demanda agregada, a través de la tasa de interés y la inversión y, podría agregarse, el consumo, operan correctamente y de forma instantánea. Sin embargo, para que estos mecanismos de transmisión operen deben funcionar bien los canales a través de los cuales la cantidad de dinero afecta a la tasa de interés y los canales a través de los que la tasa de interés influye sobre la inversión. Sin embargo, la evidencia empírica de ciertas economías muestra que los mecanismos de transmisión no siempre funcionan bien. Cuando uno se aparta de la teoría y analiza la realidad de ciertas economías, encuentra que la relación entre la oferta monetaria y la tasa de interés no es tan lineal ni directa, y tampoco es tan evidente que la caída en la tasa de interés afecte positivamente la demanda agregada. Esta última relación se vincula con el modo

en que las empresas financian sus proyectos y el papel de los mercados financieros en cada economía en particular.

Finalmente, detrás de todo el proceso de ajuste se encuentra el supuesto de una economía que se encuentra en pleno empleo, lo que garantiza que el mecanismo de ajuste que opera vía precios esté garantizado, en la medida en que un aumento en la demanda no es asistido por un incremento en las cantidades ofrecidas. Esto se justifica a partir del análisis de largo plazo que propone el Enfoque. Sin embargo, existen sobradas evidencias de situaciones de desempleo persistentes, que limitarían la validez de este supuesto sobre el que reposa el Enfoque.

En relación a las derivaciones que emergen de los planteos del EM, centrales a la hora de discutir sus sugerencias de política económica, es preciso reconsiderar varios de sus argumentos. Una cuestión a tener en cuenta allí es la noción de que un desequilibrio en el balance de pagos no puede persistir en el largo plazo ya que tendería automáticamente a corregirse, lo que implica que no podrían observarse casos de acumulación o pérdida sostenida de divisas. En este sentido, según el EMBP un aumento en las reservas internacionales no podría estimular el nivel de actividad interna sino que, al reflejar un desajuste monetario, tendería a corregirse vía mercado de dinero. La perspectiva contraria ya había sido demostrada por el pensamiento mercantilista, cuando diversos autores sostuvieron que la acumulación de reservas de divisas podía estimular la actividad económica reduciendo las tasas de interés y estimulando así la inversión. Los mercantilistas entendieron que la economía no estaría automáticamente en el nivel de pleno empleo debido a la dimensión monetaria de la tasa de interés. En este sentido Keynes defendió a los mercantilistas y criticó la teoría del libre comercio por su incapacidad para tratar el desempleo y la falta de inversión. Keynes prefería la protección y una balanza comercial más favorable para inducir un nivel de inversión más alto.

Por otra parte, el EMBP está suponiendo que no hay posibilidades de esterilizar los aumentos en la cantidad de dinero que surgen del aumento de las reservas internacionales. Respecto de la sostenibilidad o no de una política de esterilización existen diversas controversias, pero lo cierto es que si bien existe un límite para aplicar esa política y éste depende de las características presentes en la economía en cuestión, existe lugar para una acción de esterilización por un tiempo prolongado. En ese caso, se estarían evitando las consecuencias monetarias del superávit en el balance de pagos.

A su vez, así como según el Enfoque Monetario un superávit de balance de pagos es insostenible en el largo plazo dado que no se puede esterilizar dicho resultado indefinidamente, afirma que en una economía con tipo de cambio fijo un déficit pondrá en movimiento un mecanismo de corrección automático.

Ahora bien, si existen problemas en este mecanismo de ajuste en presencia de un superávit, es más difícil creer que dicho mecanismo opera efectivamente en presencia de un déficit. En este sentido son sobradas las experiencias empíricas que muestran lo contrario. La situación de Inglaterra luego de la Primera Guerra Mundial, que Keynes discutió en su “Las consecuencias económicas del Sr. Churchill”, mostraba que la inflexibilidad de los precios a la baja hacían del ajuste un proceso con penosas consecuencias sobre el producto y el nivel de empleo, sin que se vislumbrara la dirección deseada del ajuste. La Argentina en la década del noventa es un ejemplo que sin lugar a dudas nos toca más de cerca.

En efecto, las experiencias históricas muestran que el mecanismo no opera en las economías capitalistas del siglo XX y el drenaje de reservas que se produce lleva a una intervención cambiaria cuando se hace insostenible la situación. Por el contrario, las señales de mejoramiento del balance de pagos a través de un proceso deflacionario no llegan a vislumbrarse. ¿Será que existe poca paciencia para esperar los ajustes de largo plazo o que, como decía Keynes, el largo plazo nos encontrará a todos muertos?

Otra cuestión importante está asociada al tratamiento del balance de pagos como una cuenta global, sin discriminar entre la evolución de la cuenta corriente y la cuenta capital. Al asumir esta postura, el EMBP está suponiendo implícitamente que un déficit de cuenta corriente siempre puede financiarse con la cuenta capital. Esto es, no considera la posibilidad de que existan restricciones en los mercados financieros ya que, se supone, éstos son perfectos y completos. Ciertamente, esta idea se aleja considerablemente de la realidad. La evidencia muestra que existen déficits de cuenta corriente que no son sostenibles, ya que existe una oferta limitada de crédito externo e, incluso en ciertas circunstancias, las restricciones de crédito pueden ser severas para algunos países.

Por su parte, al analizar el balance de pagos a partir de la cuenta monetaria o el saldo global del balance, el EMBP no distingue un déficit en una cuenta u otra, desconociendo los efectos disímiles de poseer un balance de pagos con una cuenta corriente o con una cuenta capital deficitaria, aún cuando el balance en su conjunto se encuentre equilibrado. En otras palabras, desde este marco teórico no se consideran las implicancias de un déficit de cuenta corriente financiado con la cuenta capital o de un déficit de la cuenta capital financiado con la cuenta corriente.

En este sentido, y en la medida en que sólo importa el saldo global, queda fuera de discusión qué implicancias tiene para una economía el poseer una inserción comercial internacional desfavorable (es decir, altamente demandante de importaciones y con dificultades para colocar sus exportaciones en el mercado mundial) o de financiar su crecimiento vía un endeudamiento

externo, cuyas consecuencias pueden ser –y así lo demuestran diversos casos históricos– fuertemente perniciosas. Así, por ejemplo, el aumento de las tasas de interés ante un déficit externo puede permitir atraer fondos extranjeros y reestablecer el equilibrio de la balanza de pagos, al tiempo que se equilibra el mercado de dinero. Ahora bien, un cuadro semejante puede tener un impacto catastrófico sobre el ingreso real y el empleo.

Al no visualizar estos fenómenos como un problema, resulta innecesario operar sobre esta situación a partir de una política económica activa, como por ejemplo, estimulando las exportaciones de bienes con características de demanda favorables, como los bienes manufacturados, a fin de generar una cuenta corriente superavitaria y disminuir los requerimientos de capital para financiar un déficit en el balance de pagos. Naturalmente, este sería un ejemplo de solución no ortodoxa a los problemas de balanza de pagos de los países en desarrollo, que no ha sido contemplado por el EMBP.

## **5. Comentarios finales**

El objetivo central que guió nuestra tarea fue abordar el estudio del Enfoque Monetario del Balance de Pagos desde una mirada crítica, buscando analizar la vinculación entre esta teoría y el contexto histórico que dio lugar a su surgimiento y difusión, evaluar las (in)consistencias de sus proposiciones teóricas y cuestionar las sugerencias de política económica que de ella se desprenden.

La importancia de este Enfoque, al igual que todo el instrumental monetarista, radica en el auge que el mismo cobró a partir de la década del '70, asestando un golpe mortal a las teorías macroeconómicas vigentes, e influyendo en los ámbitos de gestión de política económica, lo que le confirió un rol decisivo en la definición de los cursos de acción seguidos en materia de políticas económicas en distintos países. Y así como las recomendaciones de política económica que se desprendían de los escritos monetaristas fueron aplicadas como remedios para resolver problemas acuciantes en todo el mundo (en especial, el fenómeno inflacionario), en materia de pagos externos la referencia ineludible fue el Enfoque Monetario del Balance de Pagos.

Entre fines de los setenta y principios de los ochenta, el monetarismo en general y el EMBP en particular, sirvieron para justificar un conjunto de medidas que se aplicaron en los países centrales para combatir la inflación. La implementación de políticas monetarias contractivas se basó en el argumento de que sus efectos a largo plazo son nominales (sobre los precios) y no reales, por lo que el empleo y el producto no se verían afectados. Sin embargo, las políticas de Thatcher y Reagan generaron deflación pero también profundas recesiones en Inglaterra y



Estados Unidos y los teóricos del monetarismo se justificaron argumentando la existencia de fallas en los mercados que debían ser eliminadas para obtener los efectos deseados y evitar los indeseados.

En el caso de los países de América Latina el influjo ejercido por el herramental teórico monetarista fue brutal. En la segunda mitad de los años '70 la inflación se presentaba como un gran problema para las economías latinoamericanas y el EMBP, sustentado en la vigencia de la ley del único precio, fue utilizado para lograr el control de la inflación. Según se argumentaba, la apertura de la economía y la fijación del tipo de cambio permitiría que los precios locales confluyeran al nivel de los internacionales y así la inflación local igualaría la internacional. En Argentina, esto se tradujo en una regla activa de minidevaluaciones en la que el tipo de cambio se modificaba a una tasa inferior al diferencial entre la inflación interna y externa que, según esta teoría, provocaría la reducción en el alza de precios. Como resultado de la aplicación de estas medidas, sin embargo, la Argentina consolidó un régimen de alta inflación que no logró superar por décadas.

Por aquel entonces también los conductores de la política económica en la región vieron en la afluencia de capitales la posibilidad de financiar los acuciantes déficits en las cuentas corrientes y abandonar las ideas orientadas a generar exportaciones industriales. De este modo, el EMBP se presentó como la justificación teórica para una política de apertura de las economías a la entrada indiscriminada de capitales, cuyas consecuencias fueron, lejos de las que predecía la teoría, devastadoras. La consolidación de un patrón de acumulación centrado en la valorización financiera del capital y la destrucción del aparato productivo manufacturero fue nocivo no sólo para la economía argentina en su conjunto (que padeció una profunda contracción del producto y un achicamiento de sus potencialidades de desarrollo) sino para la población en su conjunto, que sufrió una caída en sus ingresos y, posteriormente, la desocupación.

Podría plantearse, a partir de este trabajo, que la dinámica que adopta la evolución de las ideas en la ciencia económica se encuentra fuertemente ligada al contexto histórico que da lugar a su emergencia y consolidación. Esta conexión actúa en dos sentidos.

Por un lado, el cambio de paradigma en economía protagonizado por las ideas monetaristas y, dentro de éstas, el EMBP en el estudio de las cuentas externas, estuvo claramente asociado a un proceso histórico real. El fenómeno de la estanflación que proliferó a fines de los años '60 y principios de los '70 asestó un golpe certero a la síntesis neoclásica y creó un terreno adecuado para la difusión de las tesis monetaristas. Además, el crecimiento inusitado de los flujos de capitales a nivel internacional demandó un análisis global del balance de pagos que incluyera, junto a la evolución de los mercados de bienes, la de los mercados de activos. En este sentido, el

contexto histórico funcionó como condición de posibilidad para el surgimiento y difusión de las teorías bajo análisis.

Ahora bien, por otro lado, así como la dinámica del capitalismo actúa sobre el mundo de las teorías económicas permitiendo el dominio en cada etapa de aquella que mejor se adapta a las necesidades de la época, las ideas económicas operan a su vez sobre la realidad en la que se inscriben, transformándola o contribuyendo a la legitimación y reproducción de las condiciones vigentes.

En este sentido, la aplicación de políticas basadas en el Enfoque Monetario del Balance de Pagos hacia la década del setenta, tales como la apertura y desregulación de los mercados de bienes y capitales, políticas de fijación o predeterminación del tipo de cambio, políticas monetarias restrictivas, etcétera, sirvió a una época marcada por una creciente liquidez y volatilidad internacional, en donde los capitales fluían en busca de aprovechar los diferenciales de tasa de interés presentes en los distintos mercados. De este modo, las tesis del EMBP no sólo legitimaron el proceso de financiarización y especulación en el plano de las ideas, sino que sirvieron para apuntalarlo, generando las condiciones para que dichos movimientos pudieran realizarse sin mayores trabas.

En este marco cobra relevancia este el estudio acerca del EMBP, en donde procuramos atender el cuerpo teórico del Enfoque y dilucidar sus propias inconsistencias, pero no exclusivamente. Buscamos también desentrañar qué recomendaciones de política económica se desprendían de tales proposiciones teóricas y cuáles eran sus debilidades, así como las graves consecuencias a las que puede conducir su aplicación. Aunque consideramos que todo análisis crítico constituye un aporte, entendemos que la presentación de sus inconsistencias y sus derivaciones no alcanza para que una teoría deje de tener vigencia, ya que en definitiva se trata de un marco teórico que justifica una serie de cursos de acción cuyos costos (altísimos en muchos casos en términos sociales) quedan fuera del alcance de la teoría y, por lo tanto, son presentados como problemas de ajuste de la realidad a la teoría o el modelo (y no a la inversa).

Lejos del aprendizaje que podría revelar el análisis de la aplicación de estas teorías y su aplicación a través de los diversos instrumentos de política económica sugeridos en países como la Argentina, las tesis monetaristas continuaron sustentando las recomendaciones impulsadas en distintas etapas por instituciones como el FMI y justificando las estrategias puestas en marcha por los gestores de política económica, como durante la Convertibilidad. Como planteaba la teoría, la aplicación de las recetas monetaristas orientadas a la restricción monetaria y la apertura de la economía debían conducir al control de los precios y al equilibrio del balance de pagos, sin costos para la economía real. Sin embargo, las consecuencias en términos de empleo y

producción fueron catastróficas en aquellos países que más disciplinadamente siguieron esas recetas. En la práctica, los ajustes deflacionarios, lejos de mostrar una tendencia al reequilibrio externo y ser neutrales en sus efectos sobre las variables reales, condujeron a situaciones críticas severas.

Serán necesarios mayores avances en el análisis crítico y la formulación de teorías económicas alternativas que incluyan perspectivas de desarrollo e inclusión social para que la historia no repita sus errores.

### **Bibliografía citada**

- Frenkel, J. A y Johnson, H. G. (1976), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, University of Toronto Press.
- Frenkel, J. A. y Johnson, H. G. (1976). “The Monetary Approach to the Balance of Payments. Essential concepts and historical origins”, en Frenkel, Jacob y Johnson, Harry *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, University of Toronto Press, Toronto.
- Friedman, M. (1970). “A Theoretical Framework for Monetary Analysis”, en *Journal of Political Economy (JPE)*, vol. 78, issue 2.
- Friedman, M. (1956). *Studies in the Quantity Theory of Money*, Friedman, M. (Editor), University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1968). “The Role of Monetary Policy”, en *American Economic Review*, Vol. 58.
- Gandolfo, G. (2002), “The monetary approach to the balance of payment and related approaches”, en *International finance and open economy macro-economics*, Springer.
- Hicks, J. (1937), “Mr. Keynes and the Classics: a suggested interpretation”, en *Econométrica*.
- Hume, D. (1994). “Political Discourses”, en *Policial Essays* (escrito en 1752), Cambridge University Press, Cambridge.
- Johnson, H. G. (1976) “The Monetary Theory of Balance of Payments Policies”, en Frenkel, J. A. y Johnson, H. G. *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, University of Toronto Press, Toronto.
- Johnson, H. (1976), “Towards a General Theory of the Balance of Payments”, Frenkel, Jacob y Johnson, Harry, *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, University of Toronto Press, Toronto.
- Johnson, H. G. (1972), “The Monetary Approach to the Balance-of-Payments-Theory”, en *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, N° 7.
- Keynes, J. M. (1936). *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero* (en español, Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires, 1943).
- Phelps, E. S (1967), “Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time”, en *Económica*, Vol. 34.
- Sarno, L. y Taylor, M. (2002). *The economics of exchange rate*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Screpanti, E. y Zamagni, S. (1997). *Panorama de Historia del Pensamiento Económico*, Editorial Ariel, Barcelona.