

DEVALUACION, DEUDA EXTRANJERA Y EL PROCESO DE AJUSTE

NORBERTO BELOZERCOVSKY *

Se ha establecido ya la necesidad e importancia del estudio de los movimientos de capital, y su incorporación en los modelos económicos ha modificado el punto de vista de los economistas acerca de la política monetaria y fiscal¹.

Sin embargo, el análisis hasta el presente no ha tomado en cuenta la influencia recíproca de la política económica sobre la riqueza nacional de una economía abierta. En particular, y en esto reside el propósito de este trabajo, no se han analizado las implicancias para la economía —y en particular para su nivel de actividad interna— de las pérdidas de capital inducidas por la devaluación².

El análisis será llevado a cabo en términos de corto plazo. Suponemos que el país en cuestión recurre al mercado de capitales internacional, y que las operaciones se efectúan en moneda extranjera. Aunque se supone válido el efecto de la devaluación sobre el saldo comercial, se demostrará que el producto nacional puede caer como resultado de la devaluación y de este modo se daría una explicación

* Este trabajo fue escrito por Morris TEUBAL, pero las ideas fundamentales pertenecen a N. BELOZERCOVSKY.

¹ MUNDELL, R. A., "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates", *CJE*, 1960; R. G. Johnson, "Some Aspects of the Theory of Economic Policy", in *Essays in honour of Marco Fanno*, Padova, 1966.

² El problema fue mencionado por KEYNES, J. M., ROBINSON, J. y MEADE, J. Los dos últimos autores lo enfocaron en términos del efecto sobre la balanza comercial. ROBINSON, J. analiza los efectos de la deuda internacional cuyo valor está fijo en moneda nacional o extranjera, mientras que MEADE analiza además el efecto de los servicios que se originan en inversión directa. KEYNES, J. M., "A Tract on Monetary Reform", London, 1923; MEADE, J., "The Balance of Payment", London 1951; ROBINSON, J., "Essays in the Theory of Employment", 2nd. Ed., Oxford, 1947).

alternativa del fenómeno de depresión que generalmente acompaña a ciertas devaluaciones drásticas.

Es conveniente distinguir deudas que representan un pasivo del sector privado, de las que constituyen un pasivo del sector público. El aumento en el valor de la deuda en este último sector podrá ser financiado por impuestos, deuda pública y/o créditos del Banco Central. Es evidente que un incremento de los impuestos reducirá el gasto. El efecto total sobre éste, producido por la devaluación, dependerá de la influencia relativa de los impuestos comparada con la producida sobre la balanza comercial.

Con respecto a la deuda extranjera del sector privado, un incremento en el valor de dicha deuda, no implica necesariamente una pérdida de capital. Dividamos al sector privado en dos categorías: 1) productores de bienes internacionales y 2) productores de bienes domésticos. Si la deuda constituye un pasivo de la primera categoría, únicamente tendremos una pérdida de capital cuando el incremento en el precio interno de los bienes internacionales sea de menor proporción que la devaluación, v.g., deterioro de los términos del intercambio.

En el caso que la devaluación produzca una disminución en el precio relativo de los bienes domésticos respecto de los internacionales, y la deuda extranjera corresponda a un pasivo de este sector, estaremos en presencia de una pérdida de capital. Esta, cuando existe, puede ser asimilada con una disminución del ingreso real, y en este sentido afectar el gasto agregado en el corto plazo. Podría presentarse un efecto secundario sobre la inversión. El flujo de inversión habrá de decrecer si las tasas esperadas de retorno decrecen como consecuencia de la devaluación, pero este aspecto escapa al presente trabajo.

Teniendo presentes las consideraciones precedentes, analizaremos con un modelo Keynesiano dos aspectos de una devaluación.

Supondremos que los términos de intercambio que enfrenta el país se encuentran dados. Supondremos que la devaluación afectará el gasto interno y por lo tanto o la deuda externa corresponde al sector público, y este recurre a impuestos para su financiación adicional, o dicha deuda es pasivo del sector productor de bienes domésticos.

I

El modelo

Nuestro punto de partida es un país con una posición internacional deudora neta. Analizaremos los efectos de la devaluación a través del funcionamiento de los siguientes mercados: de bienes y servicios (equilibrio interno), de divisas o cambio extranjero (equilibrio externo), monetario y de fondos prestables. El equilibrio en el mercado de bienes y servicios requiere que el gasto de agentes nacionales en bienes domésticos más el saldo de la balanza comercial iguale al producto del período considerado. (Es de notar que el agregado producto interno se compone de bienes domésticos y bienes internacionales y que éstos son sucedáneos brutos). El equilibrio del mercado de cambios, por otra parte, implica una igualación entre el saldo de la balanza comercial y el movimiento neto de capitales. Si denotamos por X [], F [] el exceso de demanda o demanda neta de bienes y servicios y el exceso de oferta (u oferta neta) de cambio extranjero, las condiciones de equilibrio en estos dos mercados son respectivamente

$$X [y,r,S;\pi] = 0 \quad (1)$$

$$F [y,r; \pi] = 0 \quad (2)$$

donde y representa el producto interno, r la tasa de interés (monetaria y real) interna, S los servicios de la deuda extranjera del país y π el tipo de cambio, es decir, la cantidad de moneda nacional por unidad de moneda extranjera. Las derivadas parciales de X y F tienen los siguientes signos, a saber:

$$-1 < X_y < 0, -1 < X_s = -(X_y + 1) < 0, X_r < 0, X_\pi > 0 \quad (1)'$$

$$F_y < 0, F_r > 0, F_\pi > 0 \quad (2)'$$

Un supuesto implícito en $X_\pi, F_\pi > 0$ es que una devaluación, *ceteris paribus*, mejora la balanza comercial. Sin embargo, el efecto de una devaluación sobre la demanda neta de bienes y servicios, para un cierto (y,r) , no es necesariamente positivo. Es necesario incorporar el efecto negativo sobre la demanda, derivado del incremento del flujo real de servicios de la deuda extranjera. Mas específicamente, siendo

$$S_r = \frac{\pi r_0}{a_h p_h + a_\pi \pi} \int_0^t T(r) dr \quad (3)$$

donde a_h, a_π son las proporciones de bienes domésticos y bienes internacionales en el producto interno respectivamente, y p_h, π los pre-

cios de estos bienes, en moneda nacional el primero y en moneda extranjera el segundo³, tenemos

$$S_{\pi} \equiv \frac{dS(\pi; \dots)}{d\pi} = \frac{(1 - a_{\pi}) p_h}{[a_h p_h + a_{\pi}\pi]^r} \int_0^t T(r) dr > 0 \quad (3)'$$

es decir, una devaluación incrementa el valor real de los servicios de la deuda extranjera. El efecto total sobre la demanda excedente (para y , r dados) es

$$X_{\pi} + X_s S_{\pi} = X'_{\pi} \leq 0 \quad (4)$$

El signo X'_{π} nos indica la dirección del *efecto impacto* de la devaluación sobre la demanda agregada, y ésta bien puede ser negativa.

El análisis de los movimientos del producto interno inducido por una devaluación requiere la introducción del mercado monetario. Obviamente, dado el tipo de cambio π , tendremos una combinación (r, y) que —de acuerdo a (1), (2) equilibraría los mercados de bienes y servicios de cambio extranjero. Sin embargo, la tasa de interés r será de equilibrio únicamente si el mercado de liquidez o dinero (y correspondientemente, el mercado de bonos o fondos prestables) está en equilibrio. Si $L []$ representa la demanda excedente de liquidez, tendremos que

$$L [y, r, M; \pi] = 0 \quad (5)$$

es la condición de equilibrio para el mercado monetario, donde M es el stock nominal de dinero y

$$L_y > 0, L_r < 0, L_M < 0, L_{\pi} > 0 \quad (5)'$$

De este modo las ecuaciones (1), (2), (5) determinan las variables y, r, M . Si bien existe un único nivel de la oferta monetaria compatible con equilibrio en la balanza de pagos y equilibrio interno, este nivel es a su vez compatible con magnitudes diferentes de reservas internacionales.⁴ Esto implica que la autoridad monetaria tiene un grado de libertad para operaciones de esterilización, limitado por sus reservas internacionales.

³ Y por lo tanto $(a_h p_h + a_{\pi}\pi)$ es un índice del nivel de precios interno de la economía. Se supone, a través del análisis, que p_h , el precio de bienes domésticos, es constante. También las proporciones (a_h, a_{π}) se suponen constantes y r_0 es la tasa de interés aplicable al stock acumulado de deuda extranjera hasta el presente t , $\int_0^t T(r) dr$

⁴ Ver MUNDELL, R.: "The International Disequilibrium System", *Kyklos*, V. XIV, fasc. 2, 1961.

II

Efectos de la devaluación

Trataremos de determinar la naturaleza del proceso de ajuste implícito en el análisis de devaluación. La estabilidad del sistema requiere que el producto fluctúe de acuerdo al exceso de demanda por bienes, y que la oferta monetaria varíe de acuerdo al saldo de la balanza de pagos. La relación exacta entre la oferta neta de cambio extranjero e incrementos en la oferta monetaria depende de las reservas de divisas deseadas en relación con los existentes y de la política monetaria que el gobierno quiera seguir. Además, se supondrá que el mercado monetario (y de fondos prestables) se encuentran constantemente en equilibrio, la tasa de interés ajustándose instantáneamente en respuesta a cualquier desequilibrio que pueda surgir.

En la Figura 1, las curvas XX y FF representan las combinaciones (y,r) que equilibran los mercados de bienes y servicios y de divisas respectivamente. La curva LL —por otra parte— es el lugar geométrico de los puntos del espacio (y,r) que satisfacen (5). Las pendientes de estas tres curvas surgen de (1)', (2)' y (5)' y sus posiciones en el plano (y,r) dependen del tipo de cambio π existente para la LL, de la oferta monetaria nominal M. La posición de equilibrio correspondiente es P. Una devaluación inducirá una traslación de las curvas FF y XX. El supuesto del efecto impacto favorable sobre la balanza comercial nos asegura que FF se trasladará a la derecha a F'F' mientras que el supuesto

$$X'\pi > 0$$

nos asegura que XX se traslada a la derecha a X'X', ambos tal cual lo muestra la Fig. 1. El nuevo punto de equilibrio es T donde el producto interno ha aumentado y donde la tasa de interés interna puede haber aumentado o disminuído.

De acuerdo con (5)' la devaluación produce inicialmente un excedente de demanda de dinero. Esto se debe a la reducción del valor real de la oferta monetaria M debido al alza del precio de los bancos internacionales. El efecto inmediato debe ser, por lo tanto, un alza en la tasa de interés que gráficamente se observa en la Fig. 1 por

el punto Q.⁵ En Q la situación del balance de pagos es positiva, mientras que con respecto al equilibrio interno es de exceso de oferta. Por lo tanto la trayectoria del producto mostrará que el mismo decrece al principio, y luego crece a su nuevo equilibrio. La velocidad de este proceso dependerá de la rapidez con que la autoridad monetaria monetice las reservas internacionales generadas por el mejora-

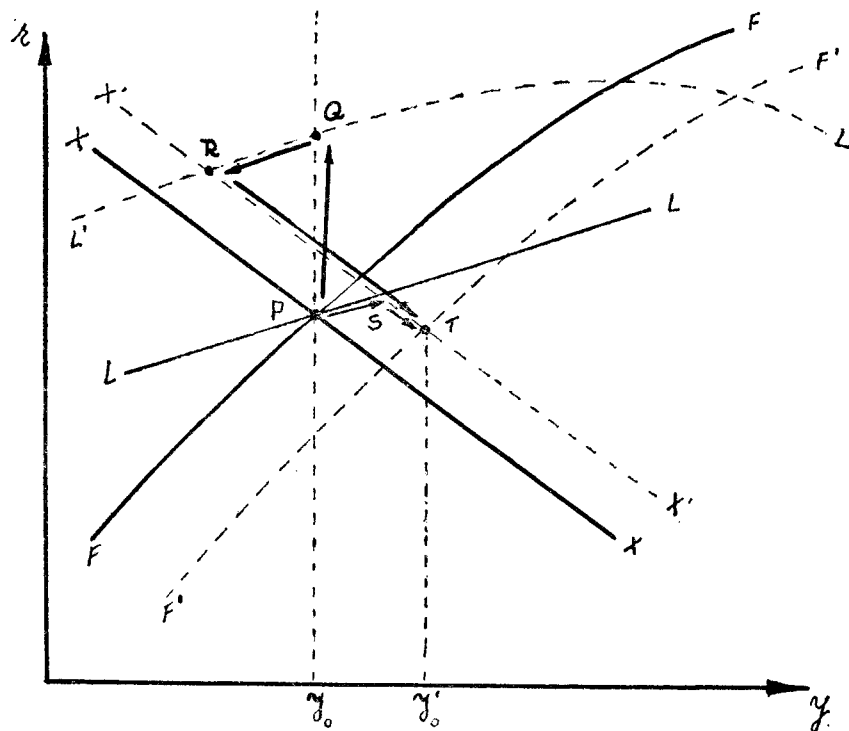


FIGURA 1

Efectos de una devaluación: caso $X'_\pi > 0$.

miento en el balance de pagos. Cuanto más rápido sea este proceso más rápido descenderá la tasa de interés y más rápidamente se recuperará el producto interno de su descenso inicial. Una trayectoria posible de este tipo está dada por la línea de flechas PQRT de la Figura 1. Otro tipo de trayectoria surge si el Banco Central aumenta

⁵ Esto es así porque la tasa de interés se ajusta instantáneamente, es decir, se llega a Q antes que el producto pueda decrecer por el exceso de gasto generado por este mismo incremento en r.

la oferta monetaria, *pari passu* con la devaluación de tal manera que las condiciones iniciales permanezcan en P. En este caso, el proceso de ajuste será más suave y el producto crecerá asintóticamente hacia y'_0 ; la diferencia reside en que la autoridad acabará con un incremento menor en las reservas internacionales⁶.

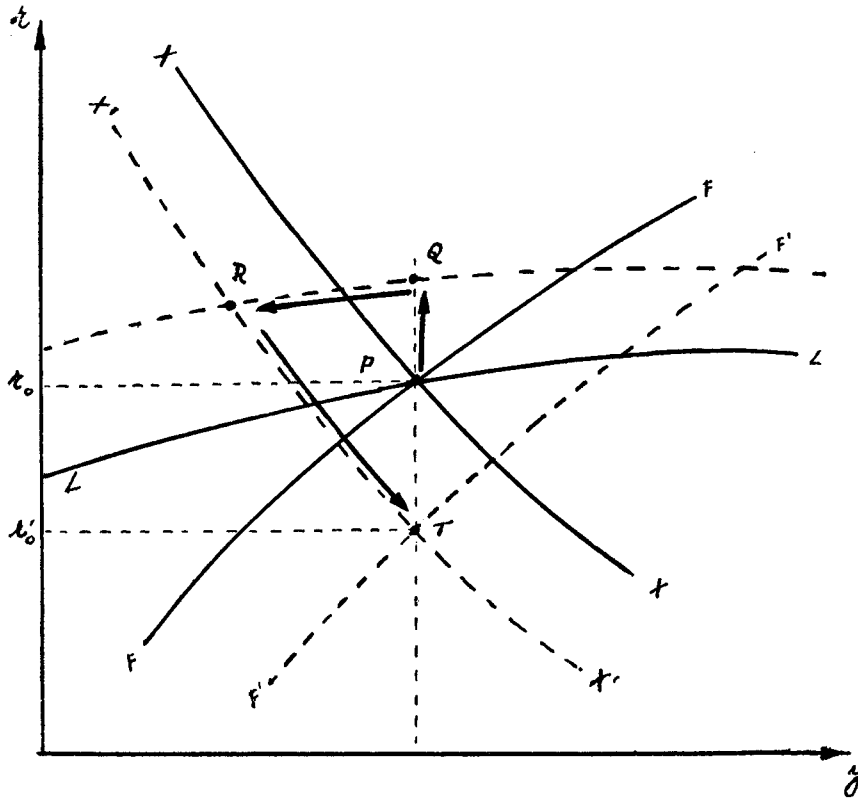


FIGURA 2
Efectos de una devaluación caso $X'_\pi > 0$.

En el caso

$$X'_\pi < 0$$

el producto interno sufrirá una reducción inicial más pronunciada que en el caso anterior (ver Fig. 2). El nuevo nivel de equilibrio del mismo puede ser mayor o menor que el equilibrio original, es decir,

⁶ Ver la trayectoria PST de la Fig. 1.

pese a un efecto impacto depresivo sobre el producto interno, éste podría recuperarse si el estímulo producido por la reducción en la tasa de interés interna de equilibrio es suficientemente fuerte.

III

Conclusiones

Se ha demostrado aún con elasticidades de comercio internacional favorables que una devaluación puede resultar en una reducción del producto interno nacional y que la magnitud y características de la misma están relacionadas con la existencia y la magnitud y características de la deuda internacional del país en moneda extranjera. Cuanto mayor es la magnitud de la deuda, más acentuada sería la reducción inicial del producto interno y más probable que el nuevo producto interno de equilibrio sea menor que el previo a la devaluación. El producto interno se reducirá temporariamente aún cuando el nivel de equilibrio del mismo aumente. Una condición necesaria para que el nivel de equilibrio del producto interno también disminuya es que el efecto impacto total sobre el gasto sea negativo.

La autoridad monetaria tiene herramientas para suavizar esta fluctuación, pero ello dependerá del costo que quiera afrontar en términos de reservas internacionales.

DEVALUACION, DEUDA EXTRANJERA Y EL PROCESO DE AJUSTE

Resumen

El objetivo de este trabajo es incorporar la deuda externa en el análisis de la devaluación. En particular se demuestra que la presencia de deuda externa puede hacer disminuir el nivel de ingreso real posterior a la devaluación —en contra de lo esperado en la teoría tradicional, que sólo tiene en cuenta el balance comercial—. Esta explicación de la depresión posterior a la devaluación es alternativa a las de distribución de ingreso y política monetaria restrictiva.

DEVALUATION, FOREIGN DEBT AND THE PROCESS OF ADJUSTMENT

Summary

The object of this paper is to include foreign debt into the analysis of devaluation. In particular it is shown that the existence of foreign debt

may reduce the level of real income after devaluation —against the expectation from the traditional theory that only takes into account the commercial balance—. This explanation of the depression after the devaluation is alternative to those of income distribution and restrictive monetary policy.