

IV. Depreciación Cambiaria en Pequeñas Economías Abiertas.

Luis Zambrano Sequín

Introducción

Existe un creciente consenso entre los economistas en cuanto a que el tipo de cambio real es una variable precio clave para el sistema económico. Modificaciones en el tipo de cambio real tienen una amplia influencia sobre la economía afectando el flujo externo de bienes, la balanza de pagos, la estructura y nivel de la producción, el consumo, el empleo y, en fin, la asignación de los recursos.

Por estas razones, a través de la manipulación del tipo de cambio, las autoridades tratan de mejorar la competitividad de los sectores productores de bienes transables, facilitando el flujo de los recursos productivos desde los sectores productores de no transables. En este sentido, la política cambiaria adquiere un rol básico en el conjunto de la política macroeconómica, especialmente cuando el país es afectado por severas restricciones externas y déficits crónicos en su cuenta corriente.

En la discusión acerca de la política macroeconómica en economías abiertas es necesario diferenciar entre depreciaciones cambiarias nominales y reales. Las primeras pueden ser consideradas como un instrumento de política, las segundas son más bien variables endógenas que responden tanto a shocks exógenos como aquellos inducidos por la política económica. El deterioro en los términos de intercambio, la desaceleración del crecimiento en los países industrializados y los cambios en la disponibilidad de financiamiento externo, son ejemplos de shocks externos que afectan la conducta del tipo de cambio real y la efectividad de la política cambiaria.

Así mismo, las políticas fiscales y monetarias seguidas por el gobierno, y las características de los mercados internos de productos e insumos, son elementos que también determinan los resultados de la política cambiaria como instrumento para mejorar las condiciones del sector externo.

El análisis teórico de estas relaciones entre los shocks externos y aquellos inducidos por la política económica con la efectividad de la política cambiaria, es el objeto de este trabajo.

El documento ha sido dividido en cuatro secciones. En la primera de ellas, se discuten los aspectos asociados a la depreciación cambiaria y el ajuste de la balanza de pagos, en el contexto macroeconómico general. Posteriormente, se pasa a considerar el problema específico de una pequeña economía abierta. Luego, se revisa el problema de la depreciación cambiaria en cuanto efecto sobre los precios relativos de los bienes transables en términos de los no transables, lo cual permite discutir con mayor propiedad, en la sección siguiente, el asunto de la consistencia y coherencia de la política económica. Finalmente, se presentan las conclusiones más importantes del trabajo.

Depreciación cambiaria y ajuste en la balanza de pagos

El primer impacto directo de una depreciación nominal¹ es sobre la balanza de pagos y más específicamente sobre la balanza comercial. En términos reales, con una depreciación del tipo de cambio se espera una reducción de las importaciones y un incremento de las exportaciones; el resultado neto de la variación cambiaria dependerá, como es sabido de las elasticidades precio e ingreso de la demanda de importaciones y exportaciones.

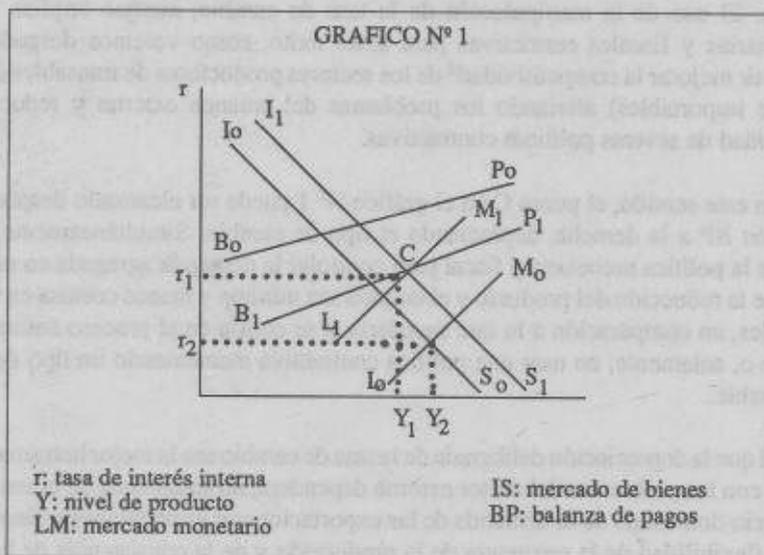
Si la condición Marshall-Lerner se verifica² en el contexto de un modelo de equilibrio general del tipo IS-LM/ Y^d - Y^s , una depreciación del tipo de cambio mejorará la cuenta corriente desplazando la función BP (balanza de pagos) a la derecha. La función IS (equilibrio en el mercado de bienes) incrementará y la LM (equilibrio en el mercado monetario) decrecerá, si las políticas monetaria y fiscal son consistentes con el objetivo global de mejorar la situación del sector externo (Branson, 1989).

Como se muestra en el gráfico N° 1, el punto B representa una situación caracterizada por un equilibrio interno pero con un déficit en el sector externo. En el contexto de un régimen de cambio fijo o en uno de flotación sucia, es posible que el Banco Central use sus reservas para financiar temporalmente los desbalances en los pagos internacionales o que se utilice la capacidad oficial de endeudamiento a corto plazo del país,

¹ Debido a que estamos interesados en la discusión del ajuste de la balanza de pagos en una pequeña economía abierta con dificultades externas, una depreciación más que una apreciación cambiaria es el centro de atención de este documento.

² La suma en valor absoluto de las elasticidades precio de la demanda de las importaciones y las exportaciones es mayor que uno.

especialmente con los órganos multilaterales. Pero el mantenimiento y/o el financiamiento indefinido del déficit de la cuenta corriente³ es imposible. Más temprano que tarde, la medida de política económica alternativa tendrá que ser reducir el déficit y no financiarlo.



Hay varias alternativas de política para ajustarse a esta situación: políticas comerciales (aranceles, cuotas de importación, impuestos, subsidios, etc.), políticas restrictivas de demanda agregada y/o depreciar deliberadamente el tipo de cambio.

La política comercial ha sido por mucho tiempo un instrumento corriente en los países en desarrollo pero son crecientes las limitaciones para el uso de esta clase de políticas, especialmente para aquellos países que están tratando de desarrollar y diversificar su sector exportador. Las acciones retaliadoras de los otros países y las presiones de instituciones multinacionales que promueven el libre comercio, tales como el GATT, el BM y el FMI, limitan crecientemente el uso de los instrumentos de la política comercial. Adicionalmente, como tantas veces se ha verificado, la ineficiencia institucional típica de los países en desarrollo hace muy difícil administrar eficazmente este tipo de medidas.

Las políticas restrictivas de demanda agregada interna, en general, implican desempleo y recesión que, asociados con las naturales imperfecciones en los mercados de

³ El déficit en la balanza de pagos puede ser generado en la cuenta corriente, la cuenta capital o en ambas. Nosotros concentraremos aquí nuestra atención en los déficit cuyo origen es la cuenta corriente.

bienes y servicios factoriales, hacen los procesos de ajustes muy lentos y costosos en términos sociales (Dornbusch, 1980).

En este contexto, la depreciación cambiaria deliberada es una alternativa de política para reconciliar el balance externo e interno que parece ser más fácil y rápido (Fischer, 1988). El uso de la manipulación de la tasa de cambio, aunque implica políticas monetarias y fiscales restrictivas para tener éxito, como veremos después, puede permitir mejorar la competitividad⁴ de los sectores productores de transables (exportables e importables) aliviando los problemas del balance externo y reduciendo la necesidad de severas políticas contractivas.

En este sentido, el punto C en el gráfico N° 1 puede ser alcanzado desplazando la función BP a la derecha, depreciando el tipo de cambio. Simultáneamente, debería usarse la política monetaria y fiscal para controlar la demanda agregada en una forma tal que la reducción del producto y el empleo sea mínima y menos costosa en términos sociales, en comparación a lo que sucedería si se confía en el proceso automático de ajuste o, solamente, en usar una política contractiva manteniendo un tipo de cambio invariable.

El que la depreciación deliberada de la tasa de cambio sea la mejor herramienta para lidiar con los problemas del sector externo dependerá, no solamente, de la sensibilidad al precio doméstico de la demanda de las exportaciones e importaciones, sino también de la flexibilidad de la estructura de la producción y de la consistencia de la política macroeconómica. Adicionalmente, es necesario tener en cuenta que la manipulación cambiaria puede responder a diversos objetivos; en muchos países, especialmente en los primario-exportadores con relevante participación del sector público en la economía, la política cambiaria es utilizada como parte de la política fiscal y anti-inflacionaria, cambiando el papel del tipo de cambio como elemento promotor de la producción de los sectores transables.

Depreciación cambiaria en una pequeña economía abierta

En el caso de pequeñas economías, la depreciación cambiaria no afecta los términos externos de intercambio debido a la condición de tomador de precio en el mercado internacional que estos países exhiben. Los precios externos de las importaciones y las exportaciones están fijados en el mercado mundial, así cuando una pequeña economía deprecia el valor de su unidad monetaria los precios de ambos tipos de bienes cambian en moneda doméstica pero los términos de intercambio quedan sin afectarse.

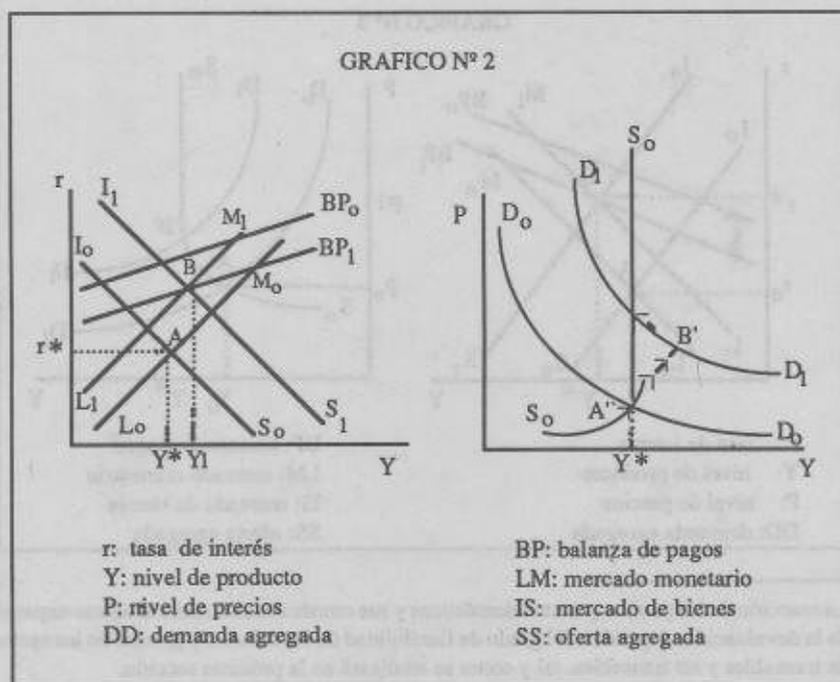
⁴ Si bien una depreciación cambiaria, en una situación "normal", mejora la situación de la cuenta corriente, al menos en el corto plazo, los efectos de ésta y la forma como éstos se desarrollan, serán muy diferentes en los casos de una pequeña y una gran economía. Este punto será objeto de consideración en la próxima sección.

Esta es la razón por lo que, para entender como la depreciación cambiaria trabaja en este tipo de economía, la atención debe concentrarse en la evolución de los precios relativos domésticos de los bienes transables en términos de los no transables.

La disminución del valor externo de la moneda doméstica hace a los bienes no transables baratos en relación a los transables, elevando la demanda por los bienes internos. En el lado de la oferta, los productores, al mismo tiempo, querrán orientarse a la producción de transables (exportables e importables). El efecto neto de la depreciación cambiaria dependerá del nivel final de la demanda de la economía, donde la reacción de la política monetaria y fiscal jugarán un rol determinante.

Si la depreciación cambiaria es exitosa, los precios de los bienes transables deben elevarse de manera permanente en relación a los de los no transables. En contraste, si las condiciones internas de la economía y la política macroeconómica no pueden evitar la generación de presiones inflacionarias internas, la depreciación puede fracasar al no poder hacer lo suficientemente atractiva la producción de más bienes transables en detrimento de la de no transables y, por tanto, fallando en generar un deterioro del salario real.

Con el objeto de aclarar este punto y asumiendo que la economía se encuentra inicialmente en pleno empleo pero con una situación deficitaria en la balanza de pagos,

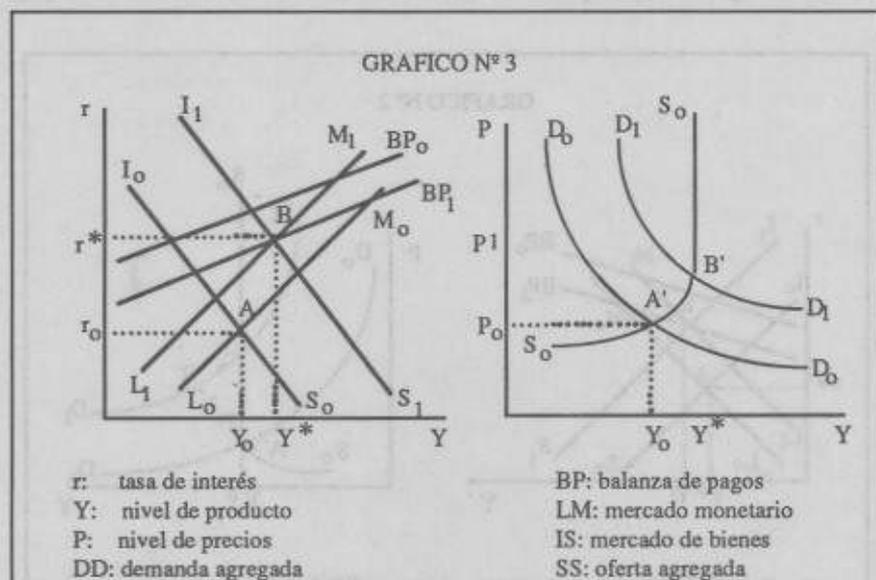


una depreciación cambiaria podría mejorar las condiciones del sector externo pero generando, simultáneamente, un exceso de demanda por los bienes de carácter doméstico, tal y como es mostrado en el gráfico N° 2.

A partir del gráfico N° 2, una depreciación puede mover la economía desde A hasta B, incrementando la demanda por bienes domésticos. A menos que sean tomadas las medidas para reducir la demanda agregada, el déficit en la cuenta corriente será reemplazado por un exceso en la demanda interna. La presión de la demanda doméstica debe causar una elevación de los costos y precios domésticos, compensándose con ello los efectos iniciales de la variación del tipo de cambio nominal⁵ retornando la economía a la posición inicial debido a los efectos contractivos del incremento en el nivel general de precios.

Es en este sentido que para ser efectiva una devaluación debe ser acompañada por acciones de política fiscal y monetaria. Políticas contractivas de demanda agregada interna pueden liberar los recursos necesarios para poder incrementar la producción de transables, decreciendo la presión sobre los precios de los no transables.

Por supuesto, las consecuencias serán diferentes si la economía se encuentra inicialmente en una situación de recesión y déficit en la cuenta corriente (Ver gráfico N° 3). En



⁵ La reacción de los precios y costos domésticos y sus consecuencias sobre el efecto expansivo de la devaluación, dependen del grado de flexibilidad de los salarios y precios en los sectores de transables y no transables, tal y como se analizará en la próxima sección.

este caso, una depreciación es lo único que es necesario para retornar la economía al pleno empleo con un equilibrio en el sector externo⁶ (de A a B en el gráfico). Sin embargo esta situación es poco probable en una economía pequeña y subdesarrollada debido a que es raro que un país con severos problemas en la cuenta corriente tenga recursos subutilizados, en el sentido económico y no tecnológico del término.

Depreciación cambiaria y producción de bienes transables y no transables

A partir de las consideraciones de la sección anterior, el análisis de la efectividad de una depreciación cambiaria puede ser dividido en dos etapas: los desequilibrios generados por los cambios en los precios relativos y la política macroeconómica requerida para lidiar con tales desequilibrios.

Desde este punto de vista, es posible discutir algunos elementos adicionales que restringen los efectos de la depreciación cambiaria en países con economías pequeñas y sustancialmente abiertas. Entre estas condiciones adicionales deseamos focalizar nuestra atención, en esta sección, en los problemas asociados con la rigidez de precios tanto de factores como mercancías, así como los efectos ingresos inducidos.

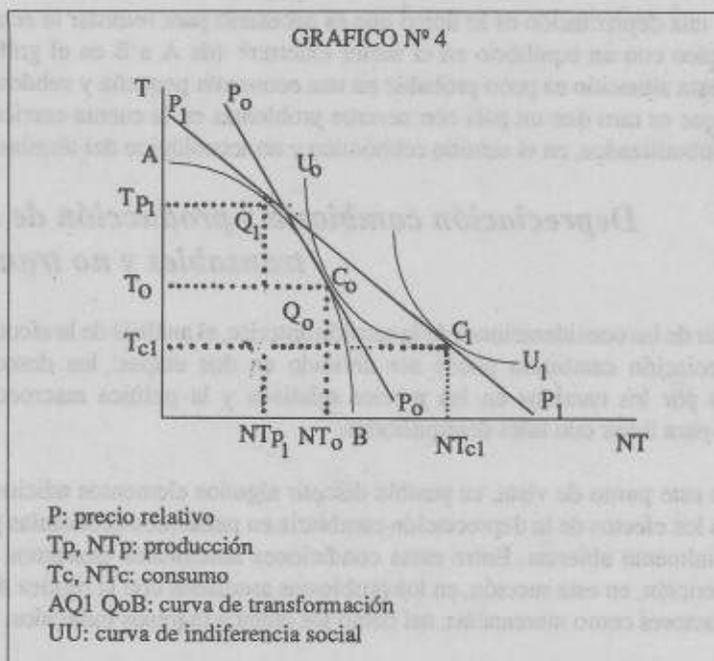
En el gráfico N° 4 se muestra el caso "normal" que está implícito en lo discutido en la Sección III. Si se asume una curva de transformación usual⁷, mercados competitivos y se excluye la posibilidad de bienes inferiores, una depreciación del tipo de cambio debe producir un exceso demanda de bienes no transables, como se dijo antes, y un exceso de oferta de bienes transables.

Como muestra el gráfico N° 4, el efecto primario de la depreciación es elevar el precio relativo doméstico de los transables. Al igual que en el análisis previo, los precios de los no transables tenderán a elevarse también por los efectos inducidos sobre la demanda, pero al no verse afectados directamente los precios de los factores productivos, el incremento en los precios nominales de los no transables debe ser de menor cuantía que la de los transables.

Si estas condiciones se mantienen, la producción de transables debe incrementarse (de Q_0 a Q_1) y el consumo decrecer ($T_{C1} < T_0$). Esta solución es posible a menos que los bienes no transables sean fuertemente inferiores en el consumo, lo que no parece un supuesto realista.

⁶ Aún tomando en consideración incrementos en el nivel de precios (curva de oferta agregada con pendiente positiva) y los efectos riqueza derivados.

⁷ Esto implica una función de producción correctamente definida y sin anomalías (por ejemplo, una función del tipo CES) y no reversibilidad tecnológica. Ver Gandolfo, 1987.



En este punto, se hace necesario explicitar varios supuestos que son fundamentales en la determinación del resultado de una depreciación cambiaria. Estos supuestos están relacionados con las siguientes interrogantes: ¿Cuáles son las condiciones para que los precios relativos de los transables se incrementen en forma permanente?, ¿Cómo los excesos de demanda pueden ser favorablemente eliminados? y ¿Cuáles son los efectos retroactivos de los excesos de demanda doméstica sobre los precios relativos?

Las respuestas a estas cuestiones no son necesariamente únicas. En un típico país en desarrollo, las imperfecciones institucionales y de los mercados, factoriales y de bienes, hacen difícil modificar los efectos sobre la distribución del ingreso que resultarían de la solución del mercado después de una variación de la tasa de cambio. La presencia de estas rigideces pueden revertir con creces los efectos primarios de una depreciación cambiaria, aún cuando la política macroeconómica sea consistente con la política cambiaria.

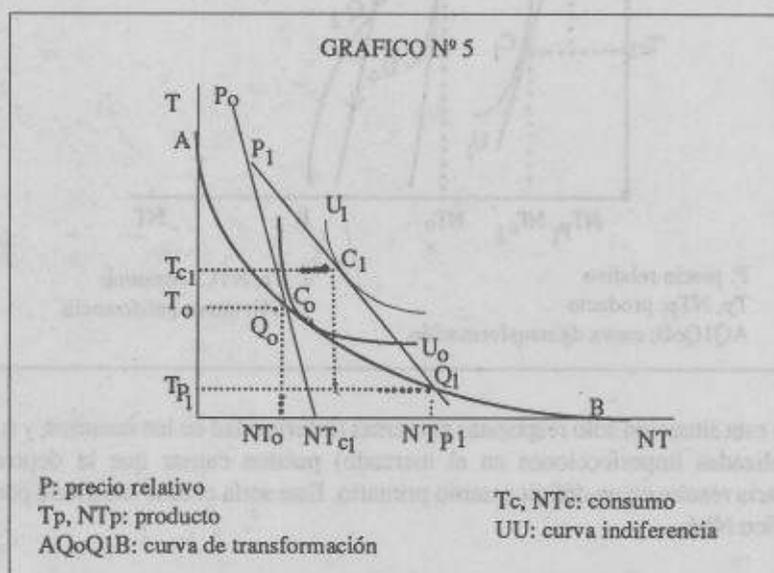
Desde una perspectiva teórica, los factores principales que pueden afectar la efectividad de la depreciación de la tasa de cambio, cuando ésta es usada para cambiar la estructura productiva, son: los diferenciales salariales, la rigidez de los salarios reales a la baja y los efectos inducidos de la distribución del ingreso.

Todos estos factores están asociados con los efectos producto y consumo de la depreciación y, en determinadas condiciones, pueden afectar la evolución de la estructura de precios relativos al punto de hacer posibles efectos perversos, tanto en el lado de la demanda como de la oferta. Este problema ha estado en el centro del debate en los últimos años, especialmente a partir de la discusión de la efectividad de la política cambiaria en el contexto de los programas de ajuste (Bhagwati, 1978; Kahn y Montiel, 1987; Edwards, 1989). A partir de estos trabajos, algunas conclusiones firmes pueden ser derivadas en relación a los factores condicionantes antes mencionados.

a) Diferenciación salarial

La diferenciación salarial inter-sectorial puede producir resultados perversos, dependiendo del grado de homogeneidad de las funciones de producción en los sectores y de las intensidades factoriales.

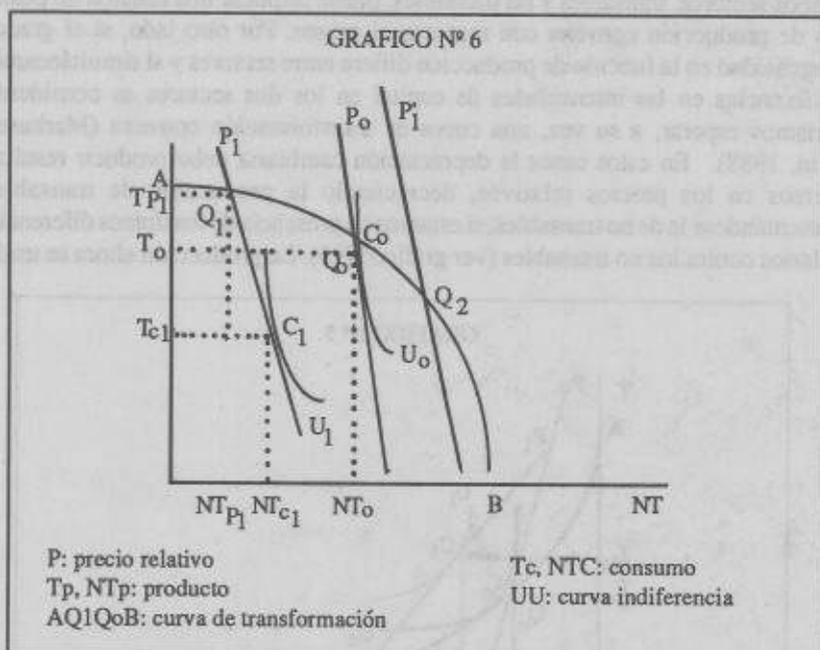
Desde el punto de vista de la teoría económica, la presencia de economías de escala en ambos sectores, transables y no transables, puede implicar una función de posibilidades de producción convexa con respecto al origen. Por otro lado, si el grado de homogeneidad en la función de producción difiere entre sectores y si simultáneamente las diferencias en las intensidades de capital en los dos sectores es considerable, deberíamos esperar, a su vez, una curva de transformación convexa (Markusen y Melvin, 1988). En estos casos la depreciación cambiaria debe producir resultados perversos en los precios relativos, decreciendo la producción de transables e incrementándose la de no transables, si estamos en presencia de los típicos diferenciales de salarios contra los no transables (ver gráfico N° 5). La producción ahora se traslada



a Q_1 , consecuencia de lo cual, aún excluyendo la posibilidad de inferioridad en el consumo, la depreciación puede producir un déficit inicial en la balanza de pagos ($T_{c1} > T_{p1}$).

Si hay un diferencial salarial contra los bienes no transables y la curva de transformación es cóncava con respecto al origen, la conclusión según la cual la depreciación cambiaría mejora la balanza de pagos sigue siendo válida.

Tal y como muestra el Gráfico N° 6, la existencia de diferenciales salariales desfavorables al sector de no transables implica un equilibrio en Q_1 debido a que la devaluación puede mejorar el precio nominal de los transables más que el de los no transables, sector en el que los salarios no se incrementan o lo hacen en menor proporción. Por supuesto, en este caso también debe haber un incremento de la demanda por bienes domésticos pero en menor magnitud que en el caso "normal"; por ello la política restrictiva que debe acompañar la depreciación debe ser menos severa.



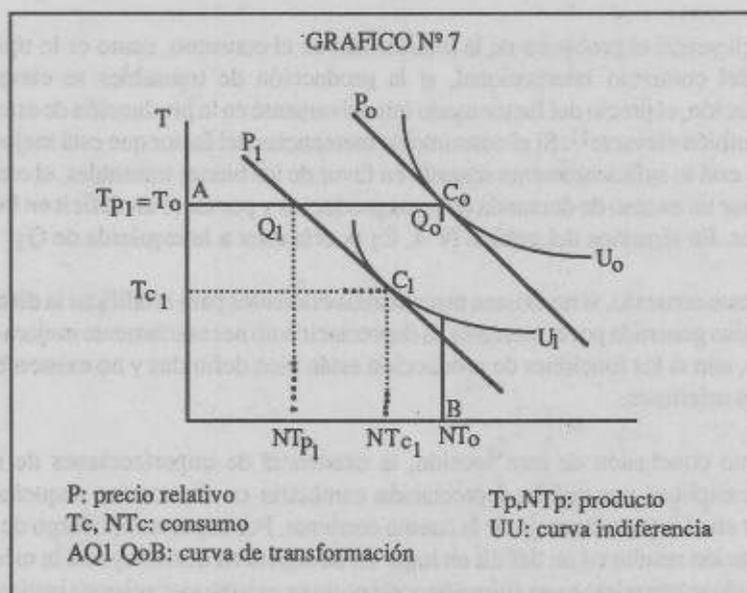
En esta situación sólo respuestas perversas (inferioridad en los insumos, y fuertes y generalizadas imperfecciones en el mercado) pueden causar que la depreciación cambiaria resulte en un déficit externo primario. Este sería el caso mostrado por Q_2 en el gráfico N° 6.

Si los diferenciales salariales operan en contra de los sectores de transables, los resultados originales no cambiarían en absoluto para una función de producción bien definida (curva de transformación cóncava con respecto al origen). Es claro, en este caso, que la producción de transables sería aún más rentable, en la misma forma que en el caso "normal" ya analizado (Bhagwati y Srinivasan, 1971).

b) Rigidez de salarios

Si la tasa de salarios es idéntica entre sectores y a la vez rígida (en términos de transables) la depreciación del tipo de cambio elevará los precios relativos (P_1/P_{NT}) y consecuentemente⁸ el desempleo debe elevarse en el sector de los no transables, si los salarios tienden a igualarse al ingreso del producto marginal.

En este caso, si excluimos la posibilidad de inferioridad en el consumo de transables, la depreciación debe generar un superávit en la balanza externa, tal y como se muestra en el gráfico N° 7.



Debido a que los salarios reales son fijos, la curva de transformación es AQoB. La depreciación altera los precios relativos (de P_0 a P_1), el producto de no transables decrece al igual que el consumo doméstico, aunque en menor proporción, generándose así desempleo en este sector. La depreciación produce un exceso de oferta de transables y

⁸ Asumiendo por simplicidad que los factores son inmóviles.

mejora la situación del sector externo. Esta solución no varía si los salarios son fijos en términos de no transables. Sin embargo, si los salarios monetarios en el sector de transables son fijados en algún nivel pre-depreciación en forma tal que los salarios reales en este sector tienden a caer, la renta real del capital tenderá inevitablemente a elevarse y la relación capital-trabajo debe descender para toda la economía⁹. Con una relación capital-trabajo descendiendo en todos los sectores y una dotación agregada dada de recursos productivos (K/L), el producto de las mercancías intensivas en capital debe elevarse (Gandolfo, 1987). Si los sectores no transables son capital-intensivos, la depreciación del tipo de cambio producirá resultados perversos sobre la cuenta externa.

c) Efectos inducidos sobre la distribución del ingreso

Cambios en la distribución del ingreso asociados a variaciones en los precios relativos de las mercancías y factores introducen en la discusión el asunto de la inferioridad en el consumo¹⁰ y, en general, los efectos demanda consecuencia de las variaciones en el ingresos inducidas por las modificaciones en la tasa de cambio.

Excluyendo el problema de la inferioridad en el consumo, como es lo típico en la teoría del comercio internacional, si la producción de transables se eleva con la depreciación, el precio del factor usado intensivamente en la producción de estos bienes debe también elevarse¹¹. Si el consumo de mercancías del factor que está mejorando su ingreso está lo suficientemente sesgado en favor de los bienes transables, el efecto neto podría ser un exceso de demanda de estos productos y por tanto un déficit en la balanza de pagos. En términos del gráfico N° 4, C_1 podría estar a la izquierda de Q_1 .

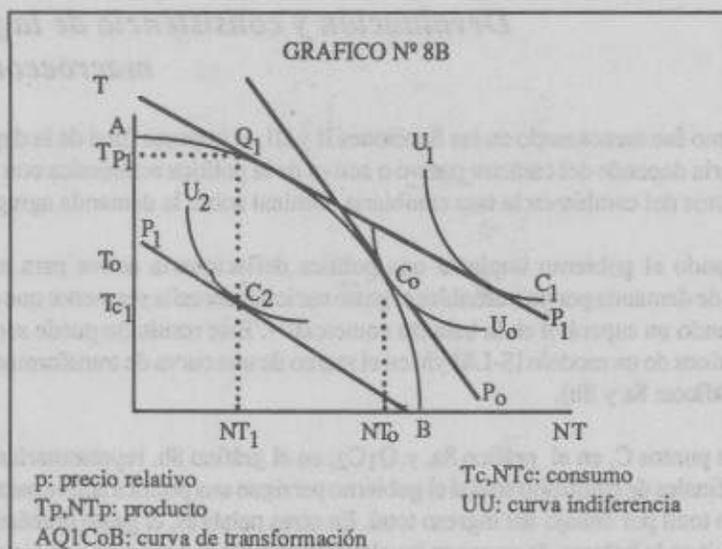
En este contexto, si no existen mecanismos eficientes para modificar la distribución del ingreso generada por el mercado, la depreciación no necesariamente mejora el sector externo, aún si las funciones de producción están bien definidas y no existen bienes ni insumos inferiores.

Como conclusión de esta sección, la existencia de imperfecciones de mercado podrían explicar por qué la depreciación cambiaría en economías pequeñas puede fracasar en el intento de mejorar la cuenta corriente. Por supuesto, el riesgo de que una depreciación resulte en un déficit en lugar de un superávit disminuye en la medida que el mercado se aproxime a una situación competitiva y existan mecanismos institucionales capaces de modificar las conductas perversas, tanto en producción como en consumo, que desvían los precios relativos de la dirección correcta.

⁹ Estamos asumiendo libre la movilidad de los factores.

¹⁰ A nivel agregado es posible encontrar situaciones de inferioridad en el consumo aunque a nivel microeconómico los bienes sean todos normales (Bhagwati, 1978).

¹¹ Esta es la consecuencia natural siguiendo el Teorema de Stolper-Samuelson (Markusen y Mevin, 1988).



Si el gobierno asume una postura pasiva, como está implícito en el análisis clásico del ajuste, el exceso inicial de demanda por no transables ($NT_{c1} - NT_{p1}$ en el gráfico N° 4) hará presión sobre los precios de estos bienes, restaurándose los precios relativos (P_0) al nivel previo a la depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, hasta que el equilibrio sea alcanzado de nuevo, la depreciación generará un superávit externo¹³.

Además del nivel del gasto público, la estructura del presupuesto gubernamental es un importante elemento en la determinación de los efectos finales de la variación del tipo de cambio nominal. Cambios en la composición de los gastos públicos hacia una mayor proporción de bienes no transables tenderán a incrementar la presión sobre sus precios relativos en la dirección considerada aquí como incorrecta (Zambrano Sequín, 1991).

En general puede decirse que en la mayoría de los países Latinoamericanos las devaluaciones y depreciaciones deliberadas del tipo de cambio han sido herramientas débiles para mejorar las condiciones económicas, especialmente cuando éstas han sido acompañadas por expansiones en el crédito doméstico y déficits fiscales. Por otro lado, la presencia de mecanismos generalizados de indización han sido factores que han contribuido a la eliminación de los efectos reales de la política cambiaria.

¹³ Estamos asumiendo que los precios de los bienes no transables son flexibles. En el caso de inflexibilidad a la baja, el ajuste en la oferta monetaria asociada a la depreciación puede implicar un déficit continuo en la balanza de pagos. Esta situación ha sido examinada por Bhawati (1978)

La escasa habilidad para mantener la disciplina fiscal y monetaria, debido a razones institucionales y políticas, explica parte del desequilibrio permanente en el tipo de cambio real en la mayoría de los países Latinoamericanos (Edwards, 1989). Este desequilibrio, a su vez, ha sido asociado con la reducción de la eficiencia en la asignación de recursos y la fuga de capitales, características crónicas de la Región.

En síntesis, mientras la política macroeconómica sea inconsistente con la política cambiaria, la depreciación no puede alcanzar sus objetivos deseables, aunque las condiciones de mercado sean favorables para producir estos resultados.

Por supuesto, la tasa cambiaria puede ser manipulada para obtener otros objetivos distintos a la promoción de los sectores transables. Es típico que los gobiernos y las autoridades monetarias traten de utilizar el tipo de cambio como un instrumento de política para controlar la inflación y/o un mecanismo para generar ingresos fiscales que compensen los efectos de otras medidas de política y los frecuentes shocks externos¹⁴.

Cuando este es el caso, es natural observar distorsiones en el tipo de cambio real y un sesgo permanente anti-exportador en aquellas actividades de transables que no pueden desarrollarse sin la existencia de un subsidio cambiario.

Conclusiones

La devaluación y la depreciación deliberada de la tasa de cambio nominal puede ser una herramienta útil para afrontar desajustes en el sector externo en pequeñas economías abiertas, especialmente en el corto plazo. Sin embargo, al igual que con todo subsidio, su permanencia genera importantes distorsiones en la asignación de recursos que atentan contra la eficiencia del país como un todo, máxime si se tiene en cuenta las condiciones dinámicas de la economía. Por supuesto, la magnitud y el costo social que implica una eventual subvaluación cambiaria¹⁵, serán proporcionales al grado de ineficiencia previa predominante en los sectores de transables a ser estimulados.

Aún considerando la depreciación cambiaria como una herramienta de la política económica de estabilización y de ajuste a corto y mediano plazo, la eficiencia de este instrumento depende de dos condiciones fundamentales: los precios relativos de los

¹⁴ En economías pequeñas y muy abiertas el gobierno puede obtener ingresos con la manipulación cambiaria desde: los beneficios de las empresas públicas exportadoras, los beneficios del Banco Central derivados de las operaciones cambiarias y los cambios en el valor de las reservas internacionales, incrementos en los ingresos aduaneros y los impuestos sobre el sector privado exportador. Para un análisis del caso venezolano, puede consultarse: Zambrano Sequín y Muñoz (1988).

¹⁵ Con respecto al tipo de cambio real de equilibrio ver: Zambrano Sequín (1991).

bienes transables deben incrementarse con relación a los no transables y, segunda, la demanda inducida no debe compensar y anular las presiones por cambios estructurales en la oferta.

El cumplimiento de estas dos condiciones es restringido por las imperfecciones del mercado y las limitaciones institucionales para modificar los efectos distributivos introducidos por la variación cambiaria. Estos problemas son característicos en las economías en desarrollo.

En este sentido, la presencia de diferenciales de salarios y tasas salariales rígidas podrían revertir los resultados finales de una depreciación cambiaria, afectando el lado de la demanda en alguna forma, de modo que los precios relativos se mantienen inalterados o se modifican en el sentido no deseado.

Adicionalmente, inconsistencias en la política fiscal y monetaria con la política cambiaria podrían producir movimientos en la demanda agregada doméstica en la dirección opuesta a la necesaria para mejorar la situación de los sectores de transables.

Por otro lado, la ausencia de disciplina fiscal y monetaria, los mecanismos de indización y múltiples e inconsistentes objetivos asignados a la tasa de cambio pueden desestimular el flujo de recursos a los sectores transables, aún si la producción y las fuerzas del mercado no operan distorsionadamente.

Estos elementos generan ambigüedad en los posibles resultados de una devaluación o depreciación cambiaria como instrumento de política económica para mejorar el sector externo en situaciones de crónico déficit en la balanza de pagos. Respuestas definitivas y concretas requieren del análisis empírico para resolver las ambigüedades aquí mencionadas, las que creemos demasiado importantes para ser subestimadas.

Referencias

BHAGWATI, J., "Devaluation in a Small Economy with Flexible and Rigid, Real and Nominal, Prices". *The Indian Journal of Statistics*. Volumen 40, Series D, 1978, pp. 99-117.

BHAGWATI, J. and SRINIVASAN, T., "The Theory of Wage Differentials: Production Response and Factor Price Equalization". *Journal of International Economics*. Volumen 1, Nº 1, 1971, pp. 19-36.

BRANSON, W. *Macroeconomic Theory and Policy*. Harper & Row, New York, 1989.

DORNSBUSCH, R. *Open Economy Macroeconomics*. New York: Basic Books, 1980.

EDWARDS, S. *Real Exchange Rate, Devaluation, and Adjustment*. The MIT Press, Cambridge, 1989.

FISCHER, S. "Devaluation and Inflation". Editado por R. Dornbusch y L. Helmers. *The Open Economy*. Series in Economic Development, World Bank, 1988.

GANDOLFO, G. *International Economics*. Norih-Holland. Amsterdam, 1987.

MARKUSEN, J. and MELVIN, J. *The theory of International Trade*. Harper & Row, New York, 1988.

KHAN, M. and MONTIEL, P. "Real Exchange Rate Dynamics in a Small, Primary-Exporting Country". *IMF Staff Papers*, 34, 1987, pp. 681-709.

ZAMBRANO SEQUÍN, L. "Determinantes del Tipo de Cambio Real en Venezuela", *Temas de Coyuntura*, Nº 25. UCAB, Caracas, mayo, 1991.

ZAMBRANO SEQUÍN, L. y MUÑOZ, R., "Gestión Fiscal Y Política Económica". *Temas de Coyuntura*, Nº 16. UCAB, Caracas, marzo, 1988.

