

Ajuste Cambiario: Un Comentario sobre el Momento Económico

FRANCISCO ROSENDE R.

- Las medidas recientemente adoptadas por el Banco Central, dentro de las cuales se incluye la realineación de la banda cambiaria, respondieron a las dificultades que le planteaba a dicho organismo la creciente acumulación de dólares sobre la administración de la política monetaria.
- El ataque especulativo contra el dólar se explica por diversos factores, dentro de los cuales destaca la expectativa de un crecimiento más rápido en la razón gasto/producto en los próximos trimestres. Esta expectativa —ampliamente difundida entre los agentes económicos— se sustentaría en el mejoramiento experimentado por los términos de intercambio, la caída en los niveles de ocupación y las señales que se derivan de anuncios de política tales como el reajuste de remuneraciones a los empleados del sector público.
- En el presente artículo, se plantea que la coyuntura actual hace necesario llevar a cabo un debate riguroso con respecto al tipo de compromiso que las autoridades deben asumir en materia de política cambiaria. Ello por cuanto durante los últimos años no se ha mantenido una estrategia de política coherente con la estabilización del tipo de cambio real, al mismo tiempo que el instituto emisor ha acumulado un volumen sustantivo de reservas internacionales, lo que en las actuales circunstancias constituye una ineficiente asignación del ahorro nacional.

Francisco Rosende R. es Ingeniero Comercial, Universidad de Chile. Master en Economía, Universidad de Chicago. Investigador Centro de Estudios Públicos y Profesor Instituto de Economía UC.

1. Las recientes medidas anunciadas por el Banco Central, dentro de las que se incluye la realineación de la banda cambiaria, representaron una respuesta esperada por parte de los agentes económicos a las dificultades que le planteaba a dicho organismo la creciente acumulación de reservas internacionales sobre la administración del programa monetario. Como se puede apreciar en el Cuadro 1, a partir del tercer trimestre del año el superávit en balanza de pagos se acrecentó en forma significativa (Figura 1), lo que junto con forzar una masiva acumulación de reservas internacionales por parte del instituto emisor promovió una recuperación de la liquidez del sector privado.¹ Para ilustrar la dimensión de las presiones que enfrentaba el programa monetario por concepto de acumulación de reservas es interesante considerar que el saldo de balanza de pagos registrado entre los meses de septiembre y noviembre del presente año alcanzó a US\$ 1.741,6 millones, cifra equivalente a algo más de un 90% del stock de emisión monetaria promedio del período.²

Frente a la coyuntura mencionada, la opción de continuar «esterilizando» el efecto monetario de la acumulación de reservas por la vía de la emisión de deuda interna planteaba una seria amenaza sobre la situación patrimonial del instituto emisor, en la medida en que la tasa de interés que ofrecen los documentos del instituto emisor es sustancialmente

mayor que la que rinden las reservas internacionales. Desde de este punto de vista, el ajuste de la regla cambiaria era inevitable, lo que fue rápidamente internalizado por el mercado, acrecentando entonces las dificultades de administración de la política cambiaria para el Banco Central. En este contexto, no parece cuestionable la decisión de realinear a baja la banda cambiaria, sino que más bien la demora con la que se implementó dicho ajuste, en la medida en que la creciente coincidencia de expectativas entre los agentes económicos en cuanto a que dicho ajuste era inevitable, exacerbó la especulación contra el dólar, y con ello las pérdidas para el Banco Central.

2. Como se indica en el Cuadro 1, el proceso de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco Central se aceleró bruscamente a partir del mes de septiembre. De hecho, hasta agosto el saldo de balanza de pagos era similar al observado en igual período del año anterior, no obstante que la balanza comercial registraba un mejoramiento de US\$ 667,7 millones entre ambos años. Por otro lado, de acuerdo con la información de balanza de pagos publicada por el Banco Central, la entrada de capitales registrada en el primer semestre del presente año (US\$ 1.252,8 millones) fue inferior a la de igual período del año anterior (US\$ 1.424,4 millones), situación que cambia drásticamente en el tercer trimestre, a juzgar por la evolución de las cifras de balanza comercial y del saldo de balanza de pagos. La pregunta que surge del análisis de estas cifras es ¿qué fue lo que precipitó un fuerte influjo de capitales a partir del tercer trimestre?

3. Para intentar responder la pregunta anterior es conveniente resumir una serie de situaciones que fueron alterando el escenario económico a partir del tercer trimestre. Por una

¹ En el trimestre septiembre-noviembre (último para el cual existe información disponible) el dinero privado (M1A) observó un crecimiento de 22% con respecto a igual período del año anterior, en tanto que en los dos trimestres previos (junio-agosto y marzo-mayo) estas tasas fueron 16% y 12,9% respectivamente.

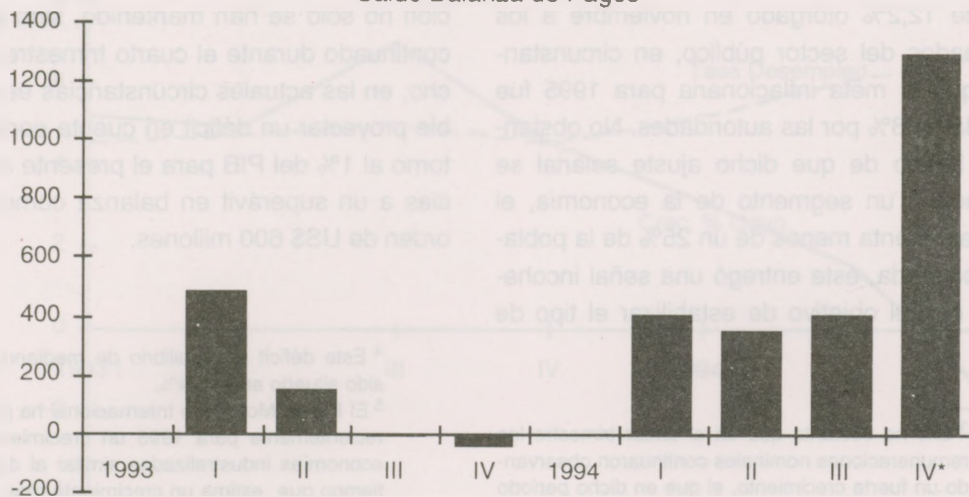
² En la Figura 1 se describe la evolución del saldo en balanza de pagos. Cabe precisar que la cifra correspondiente al cuarto trimestre del presente año sólo incorpora los meses de octubre y noviembre.

CUADRO 1

	Balanza comercial (millones de dólares)	Saldo en balanza de pagos	Tipo de cambio observado (\$ por US\$)
1993			
Enero	-164,9	559,9	383,93
Febrero	-55,8	101,0	387,91
Marzo	145,2	-171,0	397,22
Abril	107,1	27,0	401,19
Mayo	-93,8	148,9	404,98
Junio	-73,4	-26,9	403,30
Julio	-158,4	109,2	404,79
Agosto	-69,8	-21,9	407,66
Septiembre	-123,7	-97,0	408,19
Octubre	-148,3	-7,7	412,59
Noviembre	-175,5	63,1	412,50
Diciembre	-167,3	-107,4	425,73
1994			
Enero	-33,3	301,2	430,45
Febrero	100,5	32,3	428,69
Marzo	69,5	71,5	430,45
Abril	104,3	-80,6	424,47
Mayo	58,2	107,2	424,70
Junio	-60,6	320,2	420,68
Julio	43,9	-64,0	420,49
Agosto	21,4	20,1	419,43
Septiembre	22,6	451,2	414,87
Octubre	25,4	214,6	412,21
Noviembre		1.075,8	413,45

Fuente: Banco Central.

FIGURA 1
Saldo Balanza de Pagos



parte, a partir de dicho período se acentúa el mejoramiento en los precios internacionales de nuestros principales productos de exportación, como puede apreciarse en el Cuadro 2. Este cambio en el escenario externo relevante a la economía chilena llevó a revisar al alza las proyecciones del saldo en balanza comercial, y consecuentemente a revisar a la baja la estimación del déficit en cuenta corriente, el que de mantenerse el escenario externo favorable podría ubicarse bajo un 2,5% del PIB.

Por otro lado, en el tercer trimestre se evidenciaron nítidamente los efectos de la política de ajuste monetario, verificándose una caída en el número de personas ocupadas y un aumento significativo de la tasa de desempleo (Figura 2). En este contexto, el mejoramiento en las proyecciones de balanza de pagos derivadas de la favorable evolución del escenario externo ofrecía una justificación razonable para relajar el control del gasto interno,³ lo que debía concluir presionando a la baja el tipo de cambio real.

Este cuadro favorable a la implementación de ajustes en la política cambiaria, que hicieran posible una revaluación del peso, se vio fortalecido por el reajuste de remuneraciones de 12,2% otorgado en noviembre a los empleados del sector público, en circunstancias que la meta inflacionaria para 1995 fue situada en 8% por las autoridades. No obstante el hecho de que dicho ajuste salarial se extiende a un segmento de la economía, el que representa menos de un 25% de la población ocupada, éste entregó una señal incoherente con el objetivo de estabilizar el tipo de

cambio real, al menos en el futuro inmediato, considerando que los salarios constituyen un factor importante en la determinación del precio de los bienes no transables. En particular, era poco razonable suponer que la economía podría absorber aumentos de los salarios reales del orden de 5% sin que ello provocara presiones inflacionarias, o bien una revaluación del peso.

Dado que en forma casi simultánea con el anuncio del reajuste al sector público se redujo la meta inflacionaria para 1995, y también las tasas de interés de los «papeles» del Banco Central, la «expectativa racional» del mercado debía ser que una caída del tipo de cambio permitiría desviar este mayor gasto hacia el sector externo, lo que era consistente con las holguras que ofrecía un déficit en cuenta corriente inferior a la meta de mediano plazo que se han planteado las autoridades.⁴ Ello en un contexto internacional caracterizado por las continuas revisiones al alza del crecimiento esperado para las principales economías industrializadas.⁵

Por último, es importante mencionar que los mejoramientos registrados por los precios de nuestros principales productos de exportación no sólo se han mantenido, sino que han continuado durante el cuarto trimestre. De hecho, en las actuales circunstancias es razonable proyectar un déficit en cuenta corriente en torno al 1% del PIB para el presente año, gracias a un superávit en balanza comercial del orden de US\$ 600 millones.

³ Ello no obstante que en el tercer trimestre las remuneraciones nominales continuaron observando un fuerte crecimiento, el que en dicho período alcanzó a 17,4%, en tanto el salario real promedio registró un aumento de 5,5%.

⁴ Este déficit de equilibrio de mediano plazo ha sido situado entre 3-4%.

⁵ El Fondo Monetario Internacional ha proyectado recientemente para 1995 un crecimiento de las economías industrializadas similar al de 1994, al tiempo que estima un crecimiento más rápido de la demanda interna en dichas economías. Al respecto véase *World Economic Outlook*, octubre 1994, FMI.

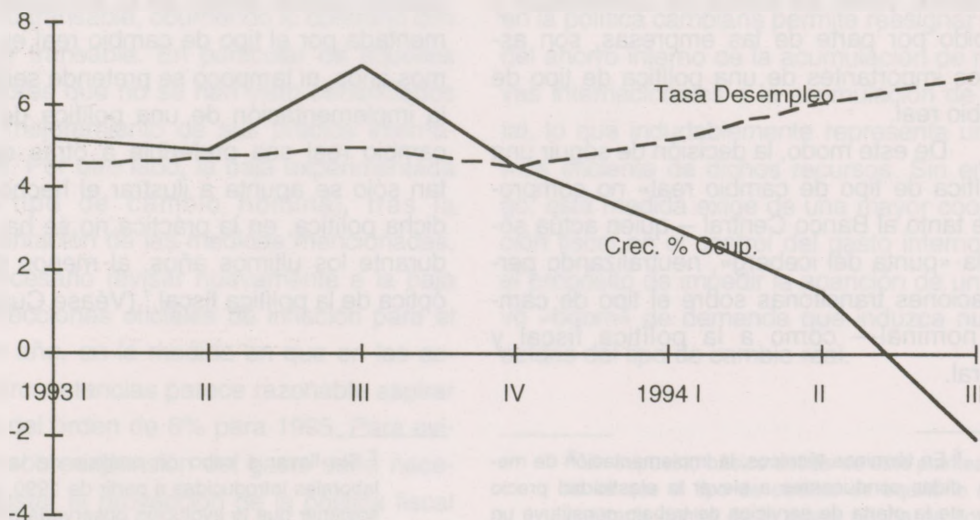
CUADRO 2
Precios internacionales

	Precio del cobre (USC la libra)	Harina de pescado (US\$ por TMB)	Celulosa (US\$ por TM)	Petróleo (US\$ por barril)
1990 promedio	120,9	387,0	636	22,1
1991 promedio	106,1	464,0	497	20,8
1992				
I	99,3	512,4	424,3	18,5
II	101,8	505,0	446,3	18,7
III	112,7	487,7	465,0	20,1
IV	100,1	499,4	472,0	19,2
1993				
I	100,1	458,5	358,7	18,2
II	84,7	391,2	330,0	18,7
III	86,7	372,1	326,7	16,4
IV	75,6	400,6	310,0	15,7
1994				
I	84,5	411,3	335,3	14,0
II	96,7	370,7	411,3	16,0
III	111,4	378,3	515,0	16,4
IV ¹	121,3	422,5	645,5	15,9

Fuente: Banco Central.

¹ Corresponde al promedio de octubre y noviembre.

FIGURA 2



4. Las dificultades encontradas por el Banco Central para sostener el tipo de cambio ilustran un complicado problema de política económica, en la medida en que aun cuando ante la opinión pública es el instituto emisor quien tiene la capacidad de influir sobre el nivel del tipo de cambio real, en la práctica esta influencia se encuentra limitada al corto plazo.

Como su nombre lo indica, el «tipo de cambio real» es determinado por factores reales, dentro de las que destacan: las condiciones externas relevantes; las características del mercado laboral, y la estructura de gasto interno entre bienes transables y no transables, dentro de la cual le corresponde un papel importante a la política fiscal.

Así, el diseño de normas que favorezcan la flexibilidad laboral permitirá reducir la variabilidad de los salarios en el ciclo económico, lo que repercute directamente sobre el comportamiento del tipo de cambio real, en la medida en que el sector no transable presenta en Chile una tecnología fuertemente intensiva en servicios de trabajo, como se indicó anteriormente.⁶ Luego, la dictación de normas que reduzcan los costos de incorporación al mercado laboral, como los costos de contratación y despido por parte de las empresas, son aspectos importantes de una política de tipo de cambio real.

De este modo, la decisión de seguir una «política de tipo de cambio real» no compromete tanto al Banco Central —quien actúa sobre la «punta del iceberg», neutralizando perturbaciones transitorias sobre el tipo de cambio nominal— como a la política fiscal y laboral.

No obstante lo anterior, una «política de tipo de cambio real» no puede garantizar que esta variable observe un comportamiento estable en el tiempo, por cuanto la capacidad que tiene la política económica de atenuar las fluctuaciones de la misma son limitadas. Así por ejemplo, frente a un mejoramiento importante en las condiciones externas relevantes, considerado como duradero por el público, la política fiscal puede aprovechar la coyuntura para amortizar deuda, ya sea interna o externa, pero no puede eliminar completamente los movimientos cíclicos del tipo de cambio real.

Excedería los objetivos de la presente nota la evaluación del impacto de las acciones de política económica adoptadas durante los últimos años sobre el tipo de cambio real, sin embargo, es posible señalar que la verificación de un crecimiento del gasto fiscal real superior al crecimiento del producto, junto con un reajuste de remuneraciones para los empleados del sector público superior al crecimiento esperado de la productividad, son medidas claramente incompatibles con la estabilización del tipo de cambio real. De lo anterior no se deriva que las acciones señaladas hayan sido las principales causas detrás de la evolución experimentada por el tipo de cambio real en los últimos años, ni tampoco se pretende señalar que la implementación de una política de tipo de cambio real sea preferible a otras opciones, tan sólo se apunta a ilustrar el hecho de que dicha política, en la práctica no se ha seguido durante los últimos años, al menos desde la óptica de la política fiscal.⁷ (Véase Cuadro 3.)

⁶ En términos técnicos, la implementación de medidas conducentes a elevar la elasticidad precio de la oferta de servicios de trabajo constituye un aspecto esencial dentro de una política de estabilización del tipo de cambio real.

⁷ Sin llevar a cabo un análisis de las reformas laborales introducidas a partir de 1990, es posible sostener que la evolución observada por el salario mínimo y las remuneraciones del sector público tampoco parecen coherentes con una política de tipo de cambio real.

CUADRO 3
Indicadores Macroeconómicos

	1990	1991	1992	1993	1994*
Crecimiento PIB ¹	3,3	7,3	11,0	6,3	4,2
Crecimiento gasto agreg. ¹	1,4	6,5	14,5	8,9	2,4
Crecimiento gasto fiscal neto ²	-2,5	10,3	11,3	9,1	5,6 ³
Crecimiento gasto corriente neto ²	-2,0	9,0	9,2	8,1	4,3 ³
Evolución tipo de cambio real ⁴	3,8	-5,6	-8,3	-0,8	-3,7 ⁵

1: Fuente: Banco Central.

2: Fuente: Instituto Libertad y Desarrollo a base de información oficial.

3: A diferencia de las restantes partidas, éste corresponde a un concepto de "gasto bruto".

4: Variación promedio.

5: Variación período enero-junio.

*: Primer semestre.

Más allá del análisis coyuntural, parece imprescindible establecer en qué medida es conveniente, y viable, para un país como Chile sostener una política de tipo de cambio real.

5. El realineamiento de la banda cambiaria, y la consecuente revaluación del peso, han promovido un aumento en la rentabilidad del sector no transable, ocurriendo lo contrario con el sector transable. En particular de aquellos subsectores que no se han visto beneficiados por un mejoramiento de sus precios internacionales. Por otro lado, la baja experimentada por el tipo de cambio nominal, tras la implementación de las medidas mencionadas, hace necesario revisar nuevamente a la baja las proyecciones oficiales de inflación para el próximo año, en la medida en que en las actuales circunstancias parece razonable aspirar a tasas del orden de 6% para 1995. Para evitar una sobreexpansión del gasto sería necesario ajustar la proyección de la política fiscal a una menor tasa de inflación esperada.

Por otro lado, en la medida en que el Banco Central permita que el tipo de cambio nominal alcance su nivel de equilibrio dentro de la banda,⁸ parece razonable esperar que se producirá una caída en las necesidades de colocación de papeles por parte del instituto emisor, lo que permitiría reducir las tasas de interés. En otros términos, el cambio introducido en la política cambiaria permite reasignar parte del ahorro interno de la acumulación de reservas internacionales a la acumulación de capital, lo que indudablemente representa un uso más eficiente de dichos recursos. Sin embargo, esta medida exige de una mayor cooperación fiscal en el control del gasto interno, con el propósito de impedir la aparición de un nuevo «boom» de demanda que induzca nuevas caídas del tipo de cambio real.

⁸ Un supuesto básico detrás de este planteamiento es que el tipo de cambio de equilibrio se encontraría dentro de la nueva banda de flotación, lo que ciertamente es un supuesto debatible.

CUADRO 4
Indicadores Monetarios

	M ₁ A variación % 12 meses	Ingreso nominal variación % 12 meses ¹	Tasa interés no-reajust. 30-89 ds	Tasa reaj. 90-365 ds.	Tasa PRC-10
1992					
I	34,9*	30,0	0,90	4,93	*
II	46,0*	25,3	1,32	5,03	6,53
III	41,6	28,2	1,53	5,26	6,73
IV	30,8	23,1	1,84	5,80	7,40
1993					
I	25,9	20,1	0,70	6,30	7,53
II	15,1	20,8	1,58	6,47	7,50
III	16,5	18,8	1,67	6,54	6,67
IV	21,0	16,3	1,59	6,33	6,47
1994					
I	15,0	17,3	1,08	6,61	6,17
II	13,8	17,2	1,43	6,58	6,03
III	17,9	15,2	1,21	6,31	6,06

1: Se construyó con la serie revisada del PIB y el IPC.

*: Se refiere a la serie de M1A no corregida.