POLÍTICA CAMBIARIA
EN EL PERÚ Y AMÉRICA LATINA

CONFIEP

USAID

PROYECTO PAPI

POLITICA CAMBIARIA
EN EL PERÚ Y AMÉRICA LATINA

Editor: J. Eduardo Campos Corvacho

CONFIEP
Proyecto PAPI, USAID

© 1996, CONFIEP

Editor: J. Eduardo Campos Corvacho

Diseño y producción: Soledad Hamann y Santiago Roose

Impresión: Tarea Asociación Gráfica Educativa

Impreso en Perú
Printed in Peru

CONTENIDO

PRESENTACIÓN vii

INTRODUCCIÓN DEL EDITOR ix

PRIMERA PARTE: EL ESTUDIO 1

EL TIPO DE CAMBIO: UN PROBLEMA DE AMÉRICA LATINA
Carlos Paredes, Jaime Saavedra y Juan Miguel Cayo

INTRODUCCIÓN 5

CAP 1 EL TIPO DE CAMBIO: nominal, real y de equilibrio 9

CAP 2 FLUJO DE CAPITALES 51

CAP 3 DOLARIZACIÓN Y SUSTITUCIÓN MONETARIA 69

CAP 4 REGÍMENES CAMBIARIOS: fijación o flotación 85

CAP 5 REFORMAS, FLUJO DE CAPITALES Y MANEJO CAMBIARIO EN AMÉRICA LATINA: Experiencia Reciente 95

BIBLIOGRAFÍA 127

SEGUNDA PARTE: LOS COMENTARIOS 133

COMENTARIOS AL TRABAJO
"EL TIPO DE CAMBIO: UN PROBLEMA DE AMÉRICA LATINA"
Julio Velarde 135

COMENTARIOS AL TRABAJO
"EL TIPO DE CAMBIO: UN PROBLEMA DE AMÉRICA LATINA"
Raúl Salazar 147

POLÍTICA CAMBIARIA
Y TIPO DE CAMBIO EN EL PERÚ: 1995 -2000
Alberto Pascó-Font 157

TERCERA PARTE: CONFIEP: VI CÓNCLAVE 183
"POLÍTICA CAMBIARIA:
UN PROBLEMA DEL PERÚ Y AMÉRICA LATINA"

PRESENTACIÓN : *Juan Antonio Aguirre Roca* 185

INAUGURACIÓN: *Arturo Woodman* 186

EXPOSICIÓN PRINCIPAL: *Carlos Paredes* 190

EXPOSICIÓN DE LOS PANELISTAS:
Julio Velarde, Raúl Salazar, Alberto Pascó-Font 196

RÉPLICA:
Carlos Paredes, Julio Velarde, Raúl Salazar, Alberto Pascó-Font 212

CONCLUSIONES: *Juan Antonio Aguirre Roca* 219

PRESENTACIÓN

La Confederación Nacional de Instituciones Empresariales Privadas -CONFIEP- se complace en poner a disposición de los empresarios, funcionarios públicos, y los profesionales del país, la presente publicación sobre la "Política Cambiaria en el Perú y América Latina". En este volúmen se analizan, tanto desde el punto de vista teórico como práctico, así como en base a las experiencias recogidas de varios países, las principales alternativas de manejo de la política cambiaria que podrían adoptarse en un país en desarrollo como el Perú.

A través de este libro, que recoge los planteamientos de los mejores expertos nacionales en el tema de la política de tipo de cambio, CONFIEP desea contribuir al saludable objetivo de promover y enriquecer el diálogo en torno a un importante aspecto de la política económica nacional. Aquí no se trata de presentar recomendaciones específicas o propuestas de política de CONFIEP, sinó de plantear abiertamente los principales temas a ser tomados en cuenta en el diseño de la política cambiaria, con el fin último de perfeccionar o, de ser el caso, modificar las políticas vigentes.

En este volúmen se presenta en primer lugar, el estudio sobre "El Tipo de Cambio: Un Problema de América Latina", el cual fue desarrollado por encargo de CONFIEP, por los economistas Carlos Paredes, Juan M. Cayo y Miguel Saavedra, a mediados de 1995. Asimismo, se incluyen en esta edición los comentarios a dicho trabajo realizados por los economistas Alberto Pascó-Font, Raúl Salazar y Julio Velarde. Finalmente, se presenta también la transcripción del Cónclave de CONFIEP sobre el tema "Política Cambiaria: Un Problema del Perú y América Latina", realizado en Lima en el mes de Noviembre del mismo año, en el cual participaron diversos miembros del Gobierno y del sector privado del país.

Este trabajo se ha realizado en el marco del Proyecto de Planeamiento, Análisis y Ejecución de Políticas -PAPI- gracias al apoyo de la Agencia para el Desarrollo Internacional de los Estados Unidos -USAID-, institución a la cual expresamos nuestro más sincero reconocimiento. Asimismo, deseamos agradecer a los autores de este estudio, así como a las diversas personas e instituciones que hicieron posible esta publicación, especialmente al señor Eduardo Campos, editor de este volúmen, al Dr. Jorge Alarcón, de USAID, a los señores Carlos Gasco y Jorge Vega, del Developing Economies Group -DEG-, Contratista Institucional del Proyecto PAPI, y al Dr. Eduardo Devoto y la señora Carola León, de CONFIEP.

Jorge Picasso Salinas
Presidente de CONFIEP

INTRODUCCIÓN DEL EDITOR

La política cambiaria es un tema de interés más que académico para muchas personas. Después de todo, el tipo de cambio, uno de los precios más importantes en una pequeña economía abierta, afecta el costo de los productos importados y la rentabilidad de las actividades vinculadas a los sectores de exportación e influye en la tasa de inflación, producto y niveles de empleo. Por lo tanto, no es sorprendente que la política cambiaria sea un tema que genere controversias tanto en los círculos académicos como empresariales.

Por tal motivo, el Proyecto de Análisis, Planeamiento y Ejecución de Políticas Económicas (PAPI) en coordinación con CONFIEP encargaron la realización de un estudio que revise una serie de aspectos relacionados al manejo cambiario, sin la intención de presentar recomendaciones de política específicas. Entre los principales aspectos evaluados están los referidos al manejo cambiario en un contexto de entrada masiva de recursos del exterior, los procesos de dolarización y sustitución monetaria inmersas en algunas economías y los *trade-offs* envueltos en la adopción de los regímenes monetario-cambiarios.

En la primera parte de esta publicación se presenta el estudio que los economistas Carlos Paredes, Jaime Saavedra y Juan Miguel Cayo, realizaran por encargo durante los meses de Junio y Setiembre de 1995.

Una vez finalizado el estudio, se solicitó el comentario escrito de los economistas Julio Velarde, Raúl Salazar y Alberto Pascó-Font. Estos comentarios constituyen la Segunda Parte de esta publicación.

Posteriormente, el trabajo fue presentado y discutido en el VI Cónclave de la Confiep "Política Cambiaria: Un Problema del Perú y América Latina", realizado en Lima, el 8 de Noviembre del mismo año. En la Tercera Parte se presenta la transcripción del debate realizado en dicho evento.

El estudio

En el estudio se hace una revisión bastante amplia de la literatura económica referida al tipo de cambio.

En el primer capítulo se explican de manera apropiada los conceptos de tipo de cambio nominal, real y de equilibrio, concluyendo que la teoría de Poder de Paridad de Compra no explica adecuadamente la evolución del tipo de cambio real.

En el segundo capítulo se analiza el efecto de la entrada masiva de capitales sobre las economías. Seguidamente, en el tercer capítulo, se definen e identifican las causas y efectos del problema de sustitución monetaria. Luego, en el cuarto capítulo se evalúan los diversos regímenes cambiarios y los *trade-offs* que enfrentan las autoridades monetarias en relación a la intervención en los mercados cambiarios. Finalmente, los autores revisan la evolución del tipo de cambio y la política cambiaria en algunas experiencias latinoamericanas.

Los comentarios

Julio Velarde resalta algunos aspectos de la política monetaria cambiaria peruana no considerados en el estudio dirigido por Carlos Paredes. Señala que el Banco Central ha venido observando la evolución de los principales indicadores económicos, preocupándose tanto de los agregados monetarios como del tipo de cambio. Indica también que en algunos momentos el énfasis ha sido mayor en el aspecto cambiario, mientras que en otros, como en los últimos meses, el énfasis ha sido mayor en la evolución de los agregados monetarios. En relación al manejo monetario-cambiario actual, Velarde menciona que en un contexto de una entrada masiva de recursos del exterior se debe descartar las medidas restrictivas al ingreso de capitales. Asimismo, destaca el relativo éxito de controlar los agregados monetarios al mismo tiempo de evitar las fluctuaciones excesivas del tipo de cambio gracias a los mecanismos de esterilización. Incluso, expresa la necesidad de continuar con el proceso de esterilización -con papeles de más largo plazo- en el país si es que se tiene la presunción de que este flujo de capitales es temporal.

Raúl Salazar, por su parte, destaca dos aspectos no incorporados en el trabajo de Carlos Paredes. El primero está relacionado a la restricción de los movimientos de capital y el segundo, a los trabajos empíricos sobre el tema cambiario realizados para el caso del Perú. Los otros temas se refieren a la necesidad de implementar una política fiscal y monetaria adecuada en la cual, señala, la reducción del gasto del sector público debiera formar parte de un conjunto de medidas en todos los sectores, sobre todo, considerando que este gasto, en el caso del Perú, es reducido con respecto al registrado en otros países.

Alberto Pascó-Font trata de estimar una balanza de pagos para los próximos cinco años con la finalidad de respaldar o cuestionar la hipótesis de que el tipo de cambio real de equilibrio tiene una tendencia decreciente en el tiempo. Los principales supuestos de sus proyecciones están relacionados al incremento de las exportaciones tradicionales, especialmente de productos mineros y al incremento de las importaciones, considerando el proceso de renovación del *stock* de bienes de capital y de consumo duradero.

A manera de conclusión

Del documento "El Tipo de Cambio: Un Problema de América Latina" y de los comentarios vertidos, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

1 El documento presenta una revisión adecuada de la literatura existente en relación al tema cambiario.

2 En los últimos años ha ocurrido una apreciación del tipo de cambio en el Perú. Sin embargo, es difícil cuantificar la magnitud de tal apreciación. Desde 1990, el ritmo de devaluación se ha mantenido por debajo del crecimiento de los precios a pesar de los esfuerzos del gobierno, especialmente del Banco Central, por revertir esta tendencia. Sin embargo, considerando los significativos cambios introducidos en la economía peruana, en la actualidad es claro que el análisis pertinente sobre el tipo de cambio real debe hacerse hacia adelante (*forward looking*) en vez de hacia atrás (*backward looking*).

3 Para los próximos años, los resultados positivos de la balanza de pagos dependerán del aumento de las exportaciones mineras producto de las inversiones previstas, del acuerdo satisfactorio con los principales acreedores internacionales (banca comercial y Club de París) y del mantenimiento del flujo de inversión extranjera estimulado por la mayor confianza en la economía del país. Si ocurren estos tres eventos, no se debería esperar mayores problemas en las cuentas externas para los próximos años y por lo tanto el tipo de cambio real actual sería perfectamente sostenible en el mediano plazo.

4 Sin embargo, ello no debiera implicar que en el corto plazo el gobierno no se ocupe de eliminar (disminuir) los "sobrecostos" que enfrenta la economía, los cuales limitan el incremento en la productividad en todos los sectores. La eliminación de estos "sobrecostos" (básicamente tributarios, laborales e infraestructura) permitiría generar excedentes que las empresas puedan invertir en mejoras en productividad (nuevas tecnologías y capacitación del personal, por ejemplo).

5 Entre los principales "sobrecostos" que enfrentan los exportadores están los tributarios, tales como el Impuesto Mínimo a la Renta, el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) que se aplica a los combustibles, etc. Los costos laborales están referidos a las contribuciones al Fonavi y al Senati. Sin embargo, la eliminación de estos "sobrecostos" estarán en función de la disponibilidad de la caja fiscal.

6 En el contexto actual, el manejo monetario-cambiario tiene poco margen de maniobra. La necesidad de alcanzar tasas de inflación internacionales dificulta el logro de un mayor tipo de cambio real en el corto plazo. Sin embargo, una mayor

intervención en el mercado cambiario puede lograrse esterilizando estos recursos a través de un mayor ahorro del sector público (ahorro primario) o a través de la profundización de las operaciones de esterilización (colocación de CD del BCR). Los costos financieros de las operaciones del mercado abierto se cubrirían con un mayor esfuerzo fiscal o por una reducción de egresos del Banco Central.

7 Una situación superavitaria de las finanzas públicas favorecería la mejora en el tipo de cambio real básicamente a través de una reducción del gasto público neto (intensivo en bienes y servicios no transables) y de mayores recursos neutralizados en el Banco Central, permitiendo una mayor intervención en el mercado cambiario.

8 En la actualidad, algunos sugieren la imposición de restricciones al movimiento de capitales, tales como impuestos, encajes a los créditos, etc. Sin embargo, la imposición de encajes, impuestos y cualquier otra restricción podría interpretarse como el inicio de un control de los capitales del exterior, generando expectativas adversas en torno a la evolución futura del marco global del programa económico actual.

J. Eduardo Campos Corvacho
Lima, agosto de 1996

EL TIPO DE CAMBIO: UN PROBLEMA DE AMÉRICA LATINA

Carlos Paredes
Juan Miguel Cayo
Jaime Saavedra

CONTENIDO
de la primera parte

INTRODUCCIÓN 5

Capítulo 1

EL TIPO DE CAMBIO: nominal, real y de equilibrio 9

EL TIPO DE CAMBIO NOMINAL 9

EL TIPO DE CAMBIO REAL 11

- Conceptos Generales 11
- Medición del Tipo de Cambio Real 15

EL TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO (TCRE) 20

- La Teoría de la Paridad del Poder de Compra (PPC) 20
- Determinantes del TCR de Equilibrio (TCRE): Un Enfoque Integral 24

DESALINEAMIENTO ENTRE EL TCR Y EL TCRE 33

- Causas del Desalineamiento 33
- Los Costos del Desalineamiento 38
- ¿Qué hacer cuando hay un Desalineamiento? 39

ALGUNAS CONSIDERACIONES ACERCA DE LA EVOLUCIÓN DEL TCR Y LA POLÍTICA CAMBIARIA EN UN CONTEXTO DE REFORMA ESTRUCTURAL 42

- El TCR y la Liberalización Comercial: Algunas Experiencias Latinoamericanas 44
- Costos de la Apreciación Cambiaria 46

Capítulo 2

FLUJO DE CAPITALES **51**

LA MACROECONOMÍA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL 51

- Causas 52
- Efectos 53

¿POR QUÉ PREOCUPARNOS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL? 55

- Efectos de una Reversión en los Flujos de Capitales 56

EL GRADO DE SOSTENIBILIDAD DE LOS FLUJOS DE CAPITAL 57

MEDIDAS PARA ATENUAR LA SALIDA ABRUPTA DE CAPITALES 59

- Métodos Directos 59
- Métodos Indirectos 60
- Métodos que Limitan la Volatilidad 62

HECHOS ESTILIZADOS Y LECCIONES DE POLÍTICA 63

Capítulo 3

DOLARIZACIÓN Y SUSTITUCIÓN MONETARIA **69**

DEFINICIÓN 70

CAUSAS 71

EFECTOS 73

- La Inestabilidad de la Demanda por Dinero y la Autonomía de la Autoridad Monetaria 74
- ¿Alentar la Dolarización? 75
- La Dinámica del Tipo de Cambio y la Balanza de Pagos 77
- El Financiamiento Inflacionario 77
- Sustitución Monetaria y Estabilización 78
- Persistencia del Fenómeno de Dolarización 80

TRABAJOS EMPÍRICOS EN AMÉRICA LATINA 81

Capítulo 4

REGÍMENES CAMBIARIOS: fijación o flotación **85**

FLOTACIÓN CAMBIARIA 86

TIPO DE CAMBIO FIJO O PREDETERMINADO 89

LAS OPCIONES Y LOS *TRADE-OFFS* DEL BANCO CENTRAL 90

Capítulo 5

REFORMAS, FLUJO DE CAPITALES Y MANEJO CAMBIARIO EN AMÉRICA LATINA: Experiencia Reciente **95**

LA CRISIS DEL PESO MEXICANO DE 1994 96
- Evolución de la Economía Mexicana y la Crisis de 1994 96
- Explicaciones de la Crisis 99
- Lecciones de la Crisis 101

EL MANEJO CAMBIARIO EN CHILE 1985-1995 103
- Antecedentes: El período 1975-1981 103
- La Crisis 1982-1985: ¿En qué fallaron las Reformas? 105
- Las Reformas y el "Milagro Chileno" 106
- Evolución Reciente y Desafíos para el Futuro 108

EL AJUSTE BRASILEÑO: EL PLAN REAL 110
- Antecedentes 110
- El Plan Real 112
- El Plan Real un año después 113
- ¿Qué se espera para el Futuro Próximo? 115

EL PLAN CAVALLO: LA LEY DE CONVERTIBILIDAD 116
- La Ley de Convertibilidad y las Reformas Estructurales 117
- El Ingreso de Capitales y la Sobrevaluación Cambiaria 119
- El Plan Cavallo después de la Crisis Mexicana: Restricciones y Perspectivas 121

BIBLIOGRAFÍA 127

INTRODUCCIÓN

Los tomadores de decisiones de política económica constantemente se encuentran lidiando con presiones contradictorias en cuanto al manejo del tipo de cambio. Por un lado, se encuentra la meta de combatir la inflación y, por lo tanto, la conveniencia de mantener un tipo de cambio nominal estable. Por otro, se encuentra la necesidad de contar con un tipo de cambio que no mine la competitividad del sector transable de la economía (exportaciones y productos nacionales que compiten con las importaciones). Esta disyuntiva se hace particularmente difícil en contextos de estabilización con ajuste estructural (liberalización de la economía), como los que han experimentado una serie de países latinoamericanos en los últimos 10 años (Chile, Bolivia y México primero, Argentina, Colombia y Perú desde comienzos de los noventa y, más recientemente, Brasil).

En este documento se analizan una serie de aspectos relacionados al manejo cambiario, en contextos de estabilización y ajuste estructural. El documento muestra una visión analítica de la

compleja problemática envuelta, sin la intención de presentar recomendaciones de políticas específicas como podría ser la opción del tipo de ancla nominal a utilizarse (cambiaria o monetaria) o la decisión de introducir o eliminar controles de capital. En particular, se busca hacer explícitos los diferentes *trade-offs* envueltos en la adopción de políticas cambiarias alternativas. Con este fin, se ha realizado una extensa revisión de la literatura reciente sobre el tema, particularmente relacionada a la experiencia latinoamericana. Se ha tratado de guardar un equilibrio entre la rigurosidad de la teoría y la "legibilidad" del documento. La exposición del tema se ha hecho de modo tal que éste sea accesible a individuos no versados en economía. A pesar de que este documento no está referido al caso peruano exclusivamente, el auditorio del mismo ha obligado a hacer más referencias a la experiencia peruana de lo que sería de esperar en una exposición sobre este problema a nivel latinoamericano.

Los temas centrales de la investigación son las disyuntivas existentes en la adopción de metas monetarias o cambiarias, los costos de la sobrevaluación de la moneda, la sostenibilidad de la tasa de cambio en el largo plazo, la medición del tipo de cambio real, los efectos cambiarios de los flujos de capital y de la sustitución de monedas (dolarización), la administración de crisis cambiarias y las lecciones que se pueden extraer sobre experiencias latinoamericanas recientes.

Este documento se divide en cinco secciones. En la primera se discuten los conceptos de tipo de cambio real (TCR) y de tipo de cambio real de equilibrio (TCRE). Luego se presenta la teoría de la paridad del poder de compra y se analizan los determinantes del TCRE. Se continúa con la problemática de diferencias entre el TCR y el TCRE, planteando los costos del desalineamiento cambiario y sus soluciones. La sección finaliza con algunas consideraciones acerca de la evolución del TCR y la política cambiaria en un contexto de reforma estructural, considerando algunas experiencias específicas en países latinoamericanos.

En la segunda sección se analiza la problemática planteada por los flujos de capital, en particular el impacto que éstos pueden tener en la economía cuando varían en grado significativo. Se discute el tema de la sostenibilidad de los flujos de capital y las opciones para reducir su alto grado de volatilidad en base a la experiencia de otros países de la región. En la tercera sección se aborda el tópico de la sustitución monetaria (dolarización de la economía), explicando sus causas, los efectos que produce dentro de la economía, los retos que plantea al manejo de la política monetaria-cambiaria y la persistencia de este fenómeno una vez que han desaparecido las causas que lo generaron, revisando los principales trabajos empíricos realizados para América Latina.

La cuarta sección presenta una breve discusión de las principales características de los tipos de regímenes cambiarios entre los que tiene que optar la autoridad monetaria: el tipo de cambio fijo o predeterminado y la flotación cambiaria. Finalmente, la última sección revisa algunas experiencias de manejo monetario-cambiario dentro de contextos de estabilización y reforma estructural llevados a cabo en los últimos años en la región. En particular, se presentan reseñas en forma concisa de las experiencias de las economías de Argentina, Brasil, Chile y México sobre este tema.

CAPÍTULO 1

EL TIPO DE CAMBIO: NOMINAL, REAL Y DE EQUILIBRIO

EL TIPO DE CAMBIO NOMINAL

El tipo de cambio nominal (E) es el precio de una moneda extranjera en términos de la moneda nacional. Aun cuando existen tantos tipos de cambio como monedas extranjeras, usualmente se hace referencia al precio de la moneda nacional respecto del dólar norteamericano, debido a que muchas transacciones tanto con el exterior como internas se realizan en esta moneda. En teoría existen fundamentalmente dos arreglos cambiarios extremos: la adopción de un tipo de cambio fijo o la total liberalización del tipo de cambio (también llamado régimen de flotación libre). Entre ambos, sin embargo, existe una serie de regímenes intermedios, siendo el grado de flexibilidad cambiaria una elección de política económica.

En un régimen de tipo de cambio fijo, el Banco Central adquiere el compromiso de comprar y vender moneda extranjera a un precio en moneda nacional previamente establecido, satisfaciendo en todo momento la demanda de dólares de los agentes económicos, así como

Previous Page Blank

comprando dólares cuando éstos quieran deshacerse de sus tenencias de moneda extranjera. En este caso, un aumento del tipo de cambio, es decir un aumento de la cantidad de nuevos soles requerida para comprar un dólar, se denomina devaluación, mientras que una reducción del tipo de cambio se denomina revaluación. En el caso de un régimen cambiario de flotación, en el que el precio de la moneda extranjera se determina de acuerdo a las fluctuaciones de la oferta y la demanda, un aumento del tipo de cambio constituye una depreciación, mientras que una reducción del mismo se denomina apreciación. Nótese que en el caso de un aumento del tipo de cambio, que alude al aumento de la cantidad de soles que se requieren para comprar un dólar, lo que se devalúa o deprecia, es el nuevo sol. En este caso un nuevo sol vale relativamente menos. En contraposición, una disminución del tipo de cambio, es decir, una revaluación o apreciación del nuevo sol implica que se necesita menos de esta moneda para comprar un dólar, por lo que el nuevo sol vale más.

En el caso de un régimen de tipo de cambio fijo, el Banco Central debe mantener reservas de moneda extranjera de modo tal que pueda satisfacer cualquier exceso de demanda de dólares que no haya sido satisfecho por otras instituciones del sistema financiero. Asimismo, debe estar dispuesto a comprar cualquier exceso de oferta de dólares.

En el caso de un régimen de tipo de cambio flexible, el valor del dólar respecto del nuevo sol se determina en el mercado de activos[1]. En la medida que el tipo de cambio es el precio relativo de dos monedas, este precio será una función de la oferta y la demanda de éstas. Si, por ejemplo, en el país se implementa una política monetaria expansiva que no guarda relación con el aumento en la demanda por dinero, se observará un exceso de oferta de la moneda nacional, lo que llevará a una reducción de su precio, es decir, la moneda nacional tenderá a depreciarse, incrementándose el tipo de cambio. En forma similar, un incremento en la demanda de dinero doméstico, que no es satisfecho por un aumento en la oferta de dinero, llevará a que

aumente el precio relativo de la moneda doméstica, es decir, a una apreciación de la moneda.

Dado que el mercado de activos se equilibra más rápido que el mercado de bienes, el equilibrio en el mercado de activos tiene un rol importante en la determinación del tipo de cambio en el corto plazo. Sin embargo, una visión más completa de la dinámica del tipo de cambio necesita del análisis de cómo esta variable afecta el mercado de bienes, ya que el tipo de cambio debe permitir el equilibrio de los diferentes mercados de la economía.

Una manera de analizar la relación entre el tipo de cambio y el mercado de bienes es notando que la oferta de moneda extranjera proviene de las exportaciones y de los flujos de capital extranjero al país, mientras que la demanda está constituida por las importaciones y los flujos de capital hacia el exterior. Las exportaciones y las importaciones a su vez dependen de la evolución del tipo de cambio respecto del resto de precios de la economía, es decir, del precio relativo de los bienes transables respecto de los bienes no transables. En contraposición al tipo de cambio nominal -el precio relativo de dos monedas-, el tipo de cambio real (TCR) es el precio relativo de estos dos tipos de bienes y es crucial para entender la dinámica del mercado de bienes y del mercado cambiario.

EL TIPO DE CAMBIO REAL

Conceptos Generales

A nivel conceptual, la mayor parte de estudios (Dornbusch, 1974; Krueger, 1982) define el tipo de cambio real (TCR) como el precio relativo de bienes transables (PT) respecto de los bienes no transables (PN), como se muestra en la ecuación (1):

$$TCR = PT / PN \qquad (1)$$

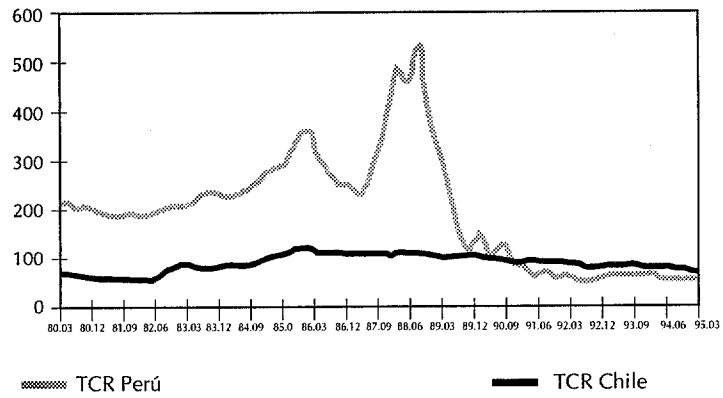
Esta definición es una medida del grado de competitividad de una economía respecto de sus socios comerciales. Así, una reducción de este índice (una apreciación del TCR) indica que los bienes transables se hacen relativamente más baratos que los bienes no transables (usualmente servicios, como la mano de obra). Si se asume que el precio de los no transables aproxima el costo doméstico de producir un bien transable -ya sea bienes exportables o importables-, una apreciación indica que este costo aumenta en términos relativos.

El TCR permanece estable cuando ambos precios evolucionan de manera similar. Es decir, el costo de producir un bien transable aumenta -o disminuye- en la misma proporción que el precio del bien mismo. En este caso, el grado de competitividad es constante. En cambio, un aumento de este índice -es decir, una depreciación del TCR- indica que el precio del bien transable aumenta en relación a los costos de producción, en cuyo caso la competitividad aumenta; esto se puede dar por un aumento en el precio de los transables o por una reducción en el precio de los no transables, lo cual disminuye los costos de producción; en este caso, el país está produciendo transables de manera más eficiente. Obviando por un momento el problema de medición del TCR -que se discute más adelante-, el Gráfico 1 muestra la evolución reciente del TCR en el Perú y Chile.

En el caso chileno, el índice casi se duplicó entre 1980 y 1988, indicando un acelerado aumento de la competitividad de los bienes chilenos en el exterior. En el caso peruano, el TCR se mantuvo relativamente estable entre 1990 y 1994, pero a un nivel muy por debajo de aquel observado en la primera mitad de los ochenta. Esto indicaría una drástica reducción en la competitividad internacional de los bienes transables peruanos. Esta aseveración está, sin embargo, sujeta a que la medición del TCR refleje correctamente la evolución de los costos de producción de los bienes transables, lo cual, como se analiza más adelante, es discutible.

gráfico 1

EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DEL TIPO DE CAMBIO REAL DE PERÚ Y CHILE (base: 1990.III = 100)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A INFORMACIÓN ESTADÍSTICA DEL BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ Y A FMI, INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS

El TCR es un precio relativo y como tal es crucial para asignar los recursos de la economía -capital, trabajo, recursos naturales- a la producción de bienes transables o no transables. Si el TCR se deprecia, el costo de producción de los transables se reduce y, por lo tanto, su producción se hace más rentable. Esto inducirá a que factores de producción fluyan hacia el sector productor de bienes transables desde el sector no transable. Por ejemplo, que se trasladen hacia el sector exportador y abandonen el sector servicios.

Una definición más tradicional y muy utilizada del TCR se basa en la teoría de la paridad del poder de compra (PPC), que se analiza en mayor detalle más adelante. En este caso, el TCR se define como el tipo de cambio nominal por el coeficiente de precios externos sobre precios internos:

$$TCR = (E \times P^*)/P \qquad (2)$$

donde E es el tipo de cambio nominal y P* y P son los niveles de precios externo e interno, respectivamente. Dependiendo de si los precios utilizados son minoristas o mayoristas, el TCR será el precio relativo de canastas de consumo o de producción externas respecto de domésticas[2]. Sin embargo, este indicador refleja sólo de manera parcial el grado de competitividad de la economía, ya que en ambas canastas se incluyen tanto bienes transables como no transables. De otro lado, al no determinar el precio relativo de los bienes transables sobre los no transables tampoco es un indicador de hacia qué sectores deben asignarse recursos. La popularidad de esta definición se basa principalmente en la facilidad de su cálculo, como se verá más adelante. Asimismo, en la medida que no haya cambios importantes en precios relativos y que la evolución de P sea similar a la evolución de los costos, esta definición de TCR puede constituir un buen indicador de la evolución de competitividad.

Finalmente, otra manera de construir el TCR es comparando la evolución de los costos laborales unitarios en el exterior con respecto a los costos laborales en el país. En este caso, el TCR se define como:

$$TCR = CLU^*/CLU = (E \times W^* \times L^*/Q^*)/(W \times L/Q) \qquad (3)$$

donde CLU es el costo laboral por unidad de producto, W son los salarios nominales en el sector transable y L/Q es el número de trabajadores necesarios para generar una unidad de producto, o el inverso de la productividad. Un asterisco denota que el indicador es externo. Por ejemplo, una reducción en el país del coeficiente L/Q, o lo que es lo mismo un aumento en la productividad del trabajo en el país, implica un aumento de la competitividad. Asimismo, un incremento del salario nominal por encima de la depreciación del tipo de cambio nominal implicaría una reducción de la competitividad.

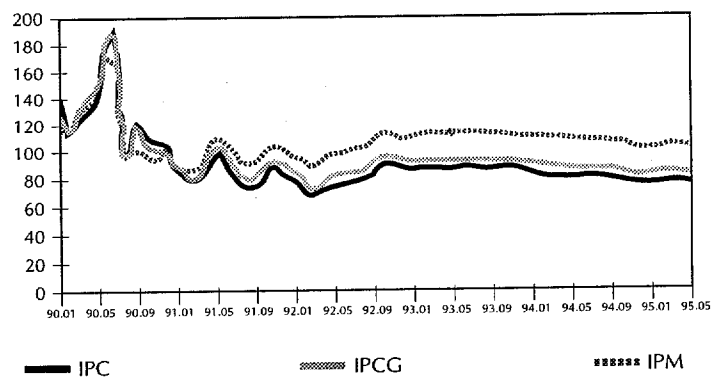
Medición del Tipo de Cambio Real

El TCR se utiliza en las discusiones académicas y de manejo de política como un indicador de competitividad. En este sentido, se ha puesto gran esfuerzo en desarrollar indicadores confiables y de fácil construcción que permitan evaluar la evolución de la competitividad de un país. Sin embargo, la construcción de índices para el TCR confronta una gran variedad de problemas metodológicos.

En la mayor parte de estudios y aplicaciones, el TCR se mide de acuerdo a la definición basada en la paridad del poder de compra (PPC) -ecuación (2)-. El TCR puede construirse utilizando diversos índices de precios: índices de precios al consumidor (IPC), índices de precios al productor o precios mayoristas (IPM) y deflactores del PBI.

gráfico 2

TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL CON DEFLACTORES ALTERNATIVOS
(base: agosto 1990 = 100)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A DATOS DEL INEI Y DE GRADE

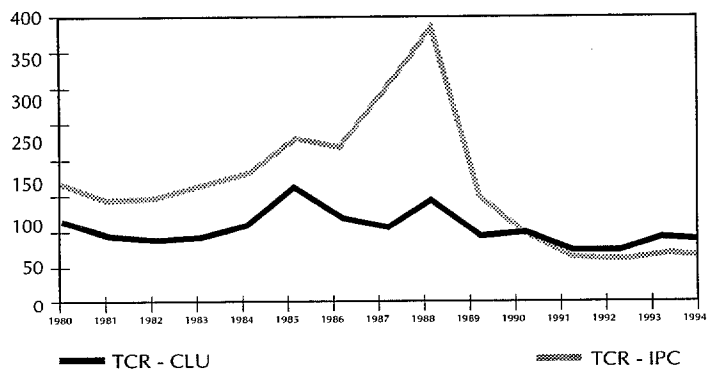
El índice más utilizado en el cálculo del TCR para aproximar el nivel de precios doméstico es el IPC, en tanto es el de más fácil acceso y usualmente es calculado con mayor precisión. Para los defensores de su uso, este indicador permite lograr una medida adecuada del grado de competitividad en tanto incluye una amplia gama de bienes y servicios. Para aproximar el nivel de precios externos se utiliza también el IPC, aun cuando tiene la desventaja de incluir bienes no transables. En este sentido, la utilización de un índice de precios al por mayor para aproximar P y P* tiene la ventaja que incluye mayormente bienes transables. Sin embargo, en la mayor parte de aplicaciones, la utilización de los IPC o los IPM no genera diferencias sustanciales para el cálculo de la evolución del TCR. El Gráfico 2 muestra la evolución del TCR en el Perú utilizando el IPC, el IPM y el IPC de Grade[3]. De otro lado, la utilización de deflactores de PBI para aproximar P tiene la ventaja de que es un indicador de la evolución de los precios de la canasta de producción; sin embargo, usualmente está disponible en series anuales.

Por último, se ha postulado que un mejor indicador del grado de competitividad de un país está dado por la relación de costos laborales unitarios (ver ecuación 3). A diferencia del IPC o del IPM, el índice de los CLU refleja más de cerca qué es lo que está pasando con los costos de las empresas. En un contexto de rápido cambio tecnológico, de reformas estructurales que afecten la productividad de las empresas o de fuertes fluctuaciones en los precios relativos, el TCR construido en base a los índices de los CLU constituye un indicador mucho más confiable que aquel construido en base a los IPC o los IPM. A manera de ejemplo, en el Gráfico 3 se muestra la evolución del TCR en el Perú en base a los CLU y al IPC. Como se puede observar, la apreciación del TCR durante los noventa es mucho menor si se utiliza el índice de los CLU. Esto refleja las mejoras en productividad y caída en salarios reales registradas en la economía peruana que no pueden captarse mediante la utilización del IPC. El

cálculo del TCR utilizando índices de los CLU, sin embargo, no está exento de problemas. Por ejemplo, los cambios en la productividad sólo se refieren a un factor de producción (mano de obra) y, además, no es común disponer de indicadores salariales para el sector transable de la economía[4].

gráfico 3

EVOLUCIÓN DEL TCR EN EL PERÚ EMPLEANDO COMO DEFLACTORES EL CLU Y EL IPC
(base: 1990 = 100)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA

El uso frecuente del concepto de TCR basado en la PPC medido en función a los IPC se debe a que su evolución se puede conocer de manera rápida restando a la depreciación de la moneda el diferencial entre la inflación interna y externa. Si la depreciación de la moneda es menor que el diferencial de inflaciones, el TCR disminuye y la moneda se aprecia en términos reales. En el Perú este fenómeno es usual-

mente denominado "pérdida de paridad". Así, utilizando la ecuación (2) en términos de variaciones porcentuales (Δ%), se puede determinar si se gana o se pierde paridad utilizando la siguiente fórmula:

$$\Delta\%TCR = \Delta\%E + \Delta\%P^* - \Delta\%P \qquad (4)$$

reordenando:

$$\Delta\%TCR = \Delta\%E - (\Delta\%P - \Delta\%P^*) \qquad (4')$$

Es decir, el TCR sube si el crecimiento del tipo de cambio nominal o de los precios externos es mayor al crecimiento de los precios internos. El problema de aproximar la evolución del TCR en base a estas variaciones radica en el tratamiento de la base a partir de la cual se empieza a acumular dichas variaciones.

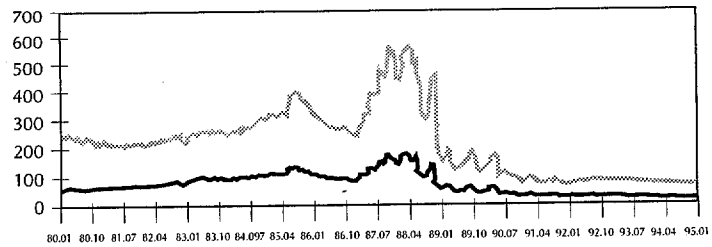
La metodología basada en la PPC evalúa la expresión (4) utilizando índices de precios calculados para un año base a partir del cual se empiezan a acumular las diferencias. Un primer problema se encuentra en la selección de ese año base. La práctica usual consiste en tomar un año en que las cuentas externas hayan estado equilibradas. Un TCR estable necesitaría entonces que la depreciación de la moneda sea igual al exceso de la inflación doméstica sobre la inflación internacional. Si esto sucede, el TCR estaría manteniendo "paridad". Es decir, mantener paridad significa que el TCR tenga un mismo valor a lo largo del tiempo. Sin embargo, mantener paridad no es un objetivo en sí mismo, ya que existen diversos condicionantes estructurales que hacen que el tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) aumente o disminuya. Como se verá más adelante, este tipo de cambio "de paridad" no es conceptualmente el TCRE.

Muchas veces y de manera implícita, se supone que el nivel de TCR del año base es el de equilibrio, y es aquel hacia el cual la autoridad económica debe apuntar si no quiere incurrir en déficits o supe-

rávits externos. Sin embargo, aun cuando el tipo de cambio del año base efectivamente haya sido de equilibrio en su momento, no implica que en el momento actual lo siga siendo. En la coyuntura peruana actual, si el año base es 1990, el tipo de cambio de paridad en julio de 1995 debería ser de S/.3,5 (cuando el tipo de cambio sólo alcanzaba S/.2,2 por dólar). Este tipo de cambio, sin embargo, parecía poco plausible de considerarse como meta intermedia de política dadas las -claramente distintas- condiciones económicas vigentes. El efecto de calcular el TCR utilizando distintos años base se puede ver en el Gráfico 4. Para el Perú, si la base utilizada es julio de 1985, el TCR observado en 1995 estaría al 30% de su supuesto valor de equilibrio. Si en cambio se utiliza como base agosto de 1990, la apreciación es muchísimo menor. El equilibrio de corto plazo de cuenta corriente de la balanza de pagos en el período base es, pues, insuficiente para determinar si un TCR es de equilibrio o no.

gráfico 4

EL AÑO BASE Y EL TCR EN EL PERÚ (deflactor = IPC)



FUENTE: BCR

EL TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO (TCRE)

En esta sección se revisan dos enfoques de determinación del tipo de cambio real de equilibrio. El primero se deriva de la teoría de la paridad del poder de compra. El segundo es un enfoque más integral, que plantea que el tipo de cambio real de equilibrio es aquel que permite lograr simultáneamente el equilibrio interno y externo en el largo plazo.

La Teoría de la Paridad del Poder de Compra (PPC)

El enfoque de la Paridad del Poder de Compra (*Purchasing Power Parity*) postula que el TCRE permanece constante a lo largo del tiempo y, por lo tanto, el tipo de cambio nominal tiende a cancelar diferencias entre la inflación interna y la inflación externa. Existen tres versiones de la PPC en la literatura:

- La Ley de un Solo Precio.
  Los precios de bienes iguales son iguales en los diferentes países cuando se expresan en una misma moneda, asumiendo que no hay costos de transacción y barreras al comercio:

$$Pi = E \times Pi^* \qquad (5)$$

  Empíricamente, se cumple solamente para bienes homogéneos (por ejemplo, *commodities*) transados en mercados organizados (Isard, 1977)[5].

- PPC Absoluta.
  Extiende la ley anterior a una canasta de bienes. Si esta ley se cumple para todos los bienes, también se debe cumplir para gru-

pos de bienes. A partir de esta agregación, la teoría de la PPC es útil para determinar el TCRE. En efecto, el TCRE es aquel que permite igualar el precio de canastas similares de bienes en dos países, y constituye la base teórica para el numerador de la ecuación (2): $P=E \times P^*$.

- PPC Relativa.

  Es una condición más débil que la anterior. Esta versión plantea que los cambios porcentuales en los precios externos (inflación externa, $\Delta\%P^*$) más los cambios porcentuales en el tipo de cambio nominal (depreciación, $\Delta\%E$) deben ser igualados por un cambio porcentual similar en los precios domésticos (inflación interna, $\Delta\%P$):

$$\Delta\%P^* + \Delta\%E = \Delta\%P \qquad (6)$$

reordenando:

$$\Delta\%E = \Delta\%P - \Delta\%P^* \qquad (6')$$

Es decir, la depreciación del tipo de cambio es igual al diferencial entre la inflación interna y la externa.

Bajo esta versión de la PPC, la determinación del tipo de cambio de equilibrio requiere de la elección de un año base en el pasado, en el que presumiblemente las cuentas externas estuvieron en equilibrio. A partir de ese momento, el tipo cambio de equilibrio es el que permite eliminar diferencial de inflaciones (ver ecuación 6'), de modo tal que el TCR permanece constante al nivel del TCR de equilibrio (el del año base). Como se puede apreciar, el tipo de cambio de equilibrio que se obtiene a partir de esta metodología utiliza sólo información del pasado (condiciones del año base y series de inflación y depreciación) y, más importante aún, supone que el TCRE es constante.

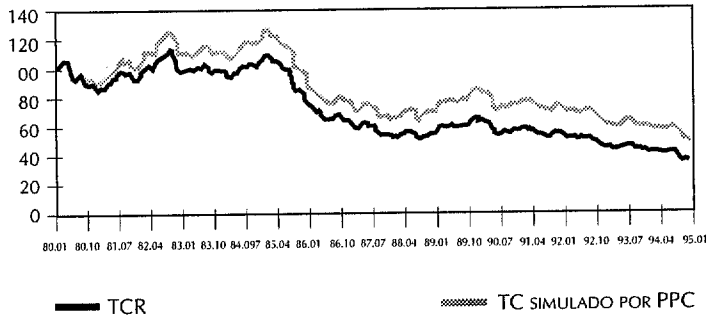
Diversos trabajos empíricos han mostrado que la PPC permite caracterizar de manera razonable el proceso que sigue el tipo de cambio en el largo plazo entre países industrializados, aun cuando falla para caracterizar estas relaciones en el corto plazo (Clark et. al., 1994). Sin embargo, su utilidad para explicar la evolución de precios y tipos de cambio entre países industrializados y países en desarrollo ha probado ser mucho menor.

En el corto plazo, puede haber desviaciones del tipo de cambio nominal de modo tal que el TCR observado difiera del TCRE. En la sección II.4 se discuten varias hipótesis que intentan explicar las desviaciones del TCR de su nivel de equilibrio. Según la PPC, estas desviaciones tenderán a desaparecer en el largo plazo. Esto, sin embargo, es cierto en la medida que el tipo de cambio determinado por la PPC sea efectivamente el de equilibrio. Si la PPC no logra estimar correctamente el tipo de cambio de equilibrio, las desviaciones aparecerán como permanentes y el tipo de cambio aparecería como que no regresa a su nivel de equilibrio por largos períodos de tiempo.

Un ejemplo puede ayudar a explicar una situación de este tipo. Durante la década de los setenta, el tipo de cambio yen/dólar osciló entre 180¥ y 200¥. Durante los ochenta, el valor del yen se comenzó a incrementar paulatinamente, llegando en 1994 a cruzar la barrera de los 100¥ por dólar. Sin embargo, si se utiliza la PPC, y asumiendo como año base 1980 (es decir, asumiendo que el tipo de cambio de ese año era de equilibrio), el tipo de cambio necesario para mantener el TCR constante (en un nivel de 100) en agosto de 1995 era de 170¥ por dólar (ver Gráfico 5). Sin embargo, el tipo de cambio observado en ese momento era de 95¥. Esta diferencia se puede interpretar de dos formas. O el TCR yen/dólar era sumamente bajo y el yen estaba sobrevaluado en cincuenta por ciento, o el tipo de cambio de equilibrio obtenido por la PPC no era el correcto. Aun cuando desviaciones de corto plazo afecten este tipo de cambio, es sumamente difícil que la sobrevaluación del yen (si existía) fuese de tal magnitud. La apreciación del yen no guarda ninguna relación con lo que predice la PPC.

gráfico 5

RELACIÓN YEN / US$ (base: enero 1980 = 100)



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA EN BASE A DATOS DEL FMI, INTERNATIONAL INANCIAL STATISTICS

La lección no es que el yen se encontrase muy alejado de su nivel de equilibrio, si no más bien que la PPC no siempre brinda un buen indicador del TCRE. En efecto, Japón es un país que incrementó su productividad en bienes transables de una manera muy importante durante las últimas décadas. Por este motivo, el nivel de tipo de cambio que Japón necesitaba hace veinte años para ser competitivo y mantener sus cuentas externas equilibradas, era mucho mayor que el que necesita ahora.

Este ejemplo muestra que puede producirse cambios en el TCR de equilibrio que no se pueden capturar utilizando la metodología de la PPC. En general, cambios en la estructura de la economía y en la productividad afectarán el nivel del TCR que mantiene las cuentas externas en equilibrio. La incorporación de estos elementos a la estimación del TCRE es crucial, en tanto cambios drásticos en el TCR pueden no reflejar necesariamente situaciones de desequilibrio -como podría con-

cluirse de la aplicación directa de la PPC-, especialmente en situaciones en las que ha habido cambios estructurales en la economía. Es necesario, entonces, un enfoque que integre los diferentes mercados de la economía para determinar la evolución del TCR de equilibrio.

Determinantes del TCR de Equilibrio (TCRE): Un Enfoque Integral

Uno de los principales problemas del concepto de la PPC está relacionado a la utilización de un único punto en el tiempo. Según este enfoque, el TCRE es aquel que se observó en algún momento y que de prevalecer ahora permitiría equilibrar las cuentas externas. Sin embargo, en la medida en que una economía está sujeta a *shocks* reales y a cambios estructurales e institucionales, el TCRE es más bien un valor que varía en el tiempo de acuerdo a estas variables. En este sentido, lo correcto es discutir sobre la senda o trayectoria del TCRE. Una vez que dicha senda haya sido claramente identificada, se podrá establecer si existe o no un desfase cambiario.

La PPC se basa en precios relativos que equilibran el flujo comercial de bienes y servicios; sin embargo, en el mundo contemporáneo el flujo de capitales es tan o más importante que el comercial, por lo que la estimación del TCRE requiere del uso de información acerca de la disponibilidad presente y futura de estos capitales.

La definición del TCRE que aquí se postula como válida y relevante para la toma de decisiones de política no es aquella que se basa en el diferencial de inflaciones aplicando la PPC. Más bien, el TCRE se define como aquel que es consistente con el equilibrio externo e interno en el mediano plazo.[6]

En primer lugar, el TCRE debe equilibrar las cuentas externas desde un punto de vista intertemporal. No es necesario que se mantenga balance todos los años, sino que los excesos de gastos de divisas de unos años sean compensados por excesos de ingresos en otros años. No importa, tampoco, si registran primero superávits y luego déficits

o viceversa. El TCR es el precio relativo de los bienes transables con respecto a los no transables, y el TCRE es el nivel del TCR que permite equilibrar las cuentas externas en el mediano plazo, es decir, que los resultados en la cuenta corriente de la balanza de pagos a lo largo del tiempo satisfagan la restricción de presupuesto intertemporal[7]. Esto último indica que la suma de todos los resultados de la cuenta corriente de hoy y del futuro debe ser cero en términos de valor presente. Dicho de otra manera, cualquier déficit en cuenta corriente debe ser sostenible, es decir, ser financiado por superávits futuros o por ingresos de capital futuros.

¿Cómo se puede satisfacer esta restricción de presupuesto intertemporal? Una posibilidad extrema es que el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos sea cero todos los años. Sin embargo, la existencia de flujos de capital entre países permite cumplir con la restricción intertemporal de manera menos rígida. En efecto, sólo se requiere que la suma del valor presente de las exportaciones de todos los años futuros sea igual a la suma del valor presente de las importaciones, pues los flujos de capital permiten financiar los diferenciales entre exportaciones e importaciones que se suscitan cada año. Por definición, un país que mantiene su TCR al nivel de equilibrio (es decir TCR = TCRE) cumplirá esta restricción intertemporal.

El equilibrio externo se logra si existe un flujo de capitales que es consistente a lo largo del tiempo con la evolución de la balanza en cuenta corriente -que, a su vez, depende de los patrones de ahorro nacional e inversión doméstica. Por ejemplo, si un país decide aumentar su consumo de bienes importables en el futuro será necesario generar un mayor volumen de exportaciones, ya sea ahora o en el futuro, por lo que el TCRE deberá ser mayor a fin de inducir un aumento de exportaciones. Si el país mantiene un TCR por debajo del TCRE -es decir, un TCR apreciado-, estará generando un déficit en cuenta corriente en el largo plazo. Sin embargo, si el país cuenta con un flujo permanente de capitales externos que pueda financiar

las importaciones no financiadas por exportaciones, estaría incurriendo en un déficit en cuenta corriente **sostenible**, lo cual se considera una situación de equilibrio. Existen muchos casos de países que mantuvieron por largo tiempo persistentes déficits en cuenta corriente como Australia, Suecia, Dinamarca y Noruega entre 1880 y 1913 o Corea y Singapur entre 1960 y 1990. Asimismo, Israel ha podido mantener déficits en cuenta corriente de más del 5% del PBI por varios años debido a la disponibilidad de financiamiento externo de los Estados Unidos.

Un problema que enfrentan los diseñadores de política para determinar si un déficit es sostenible o no es la incertidumbre acerca de la magnitud de los flujos de capitales del que se va a disponer en el futuro. En este sentido, es importante identificar y separar los capitales de largo plazo, cuyo flujo es relativamente predecible y estable, de capitales de corto plazo, que suelen ser más volátiles y reversibles[8]. Sin embargo, como se discute en el próximo capítulo, un trabajo reciente de Claessens, Dooley y Warner (1995) presenta evidencia en el sentido de que la volatilidad de los flujos de capital no es una función del plazo de los mismos.

En segundo lugar, el TCRE debe ser consistente con el equilibrio del mercado interno. Esto requiere que el mercado de bienes no transables esté equilibrado tanto en el período presente como en el futuro. En tanto el mercado de bienes transables se equilibra a través de los flujos comerciales, esta condición es equivalente a que el desempleo se encuentre en su tasa natural o que la economía esté logrando su nivel de producto potencial. Por definición, este nivel de actividad económica es consistente con la estabilidad de la inflación.

Por lo tanto, no hay razón alguna para que el TCRE sea un número fijo -supuesto implícito en los cálculos usuales del tipo de cambio real, en los que el TCR se compara con un período base único-, sino más bien es razonable que éste varíe de período a período a fin de alcanzar el equilibrio en los diferentes mercados. De acuerdo

a cambios en la estructura económica, el TCRE puede bajar o subir. Si el TCR es menor que el TCRE, la economía tenderá en el largo plazo a generar déficits insostenibles en cuenta corriente. Por otro lado, si el TCR es mayor que el TCRE, se generarán superávits continuos. Existe un sinnúmero de *shocks*, tanto internos como externos, que pueden afectar el TCRE. Por ejemplo, en países como Perú y Chile, si el precio de los principales minerales de exportación sube de manera permanente, existe un aumento persistente en el ingreso de divisas y, por lo tanto, el TCR requerido para mantener equilibrio -el TCRE- es menor. El cambio es simétrico si el precio de los minerales baja de manera persistente.

Este mismo efecto se puede dar si se espera que el precio o el volumen exportado de los minerales suba. El país puede importar más ahora, y las exportaciones de otros productos pueden ser menores ahora -lo cual es consistente con un TCRE más bajo-, si existen mayores exportaciones en el futuro que paguen por esas importaciones. Es importante notar que la situación es totalmente distinta si se espera un cambio transitorio de si se espera uno permanente. Si el cambio va a ser transitorio, el TCRE no tiene por qué cambiar, ya que el flujo de ingresos de divisas en el futuro no variará. Si en cambio, el cambio fuera permanente, la economía podrá disponer de mayores ingresos de divisas de ahora en adelante, por lo que el TCRE se reducirá para inducir a la economía a acomodarse de manera permanente a ese nuevo patrón.

- **Fundamentos en la Determinación del TCRE**

  En la sección anterior se estableció que el TCRE era aquel que permite alcanzar el equilibrio externo e interno. Existe, sin embargo, un grupo de variables cuya evolución constituyen *shocks* a estos mercados y, por ende, cambian la trayectoria del TCRE. A estas variables se les denomina usualmente "fundamentos" (*fundamentals*). Edwards (1992) clasifica los fundamen-

tos en dos grupos: fundamentos externos y fundamentos internos. En el primer grupo se encuentran los precios internacionales o términos de intercambio, flujos del exterior y tasas de interés internacionales. Entre los fundamentos internos se encuentran la política de comercio exterior, la normatividad de los flujos de capital, la composición y niveles del gasto público y los cambios tecnológicos. En lo que sigue se analizan algunas de estas variables, así como la manera en que pueden afectar la senda del TCRE. Todos los cambios en fundamentos que se analizan aquí se asumen que tienen un carácter permanente.

Liberalización Comercial

Si se decreta una reducción de las tasas arancelarias de todas las importaciones y suponiendo que esta liberalización es de carácter permanente y, más importante aun, que el público la percibe como tal, la reducción en el precio doméstico de los productos importados generará un aumento en la demanda por estos bienes. Dado un flujo constante de capitales externos, se necesitará una mayor entrada de divisas vía exportaciones tanto hoy como en el futuro para financiar este mayor flujo de importaciones, por lo cual se hará necesaria una depreciación del TCR para equilibrar la cuenta corriente. Es decir, en un país donde se liberaliza el régimen comercial, haciéndolo más abierto, el TCRE se incrementará. En ausencia de intervención, esta depreciación se logra vía la sustitución en el consumo: la reducción en el precio de los importables generará una disminución en la demanda (y en el precio) de los bienes no transables, lo cual, por definición, incrementa el TCR. Así, en una economía competitiva con precios flexibles, se llega al nuevo nivel de TCRE vía el ajuste en los precios de los bienes no transables. Sin embargo, dado que los precios no transables (verbigracia, salarios, tarifas públicas y servicios, en general) son usualmente inflexibles a la baja, lo

usual es que sea el tipo de cambio nominal el que se deprecie o devalúe a fin de obtener el incremento en el TCR[9].

El incremento en el TCRE que se produce tras una liberalización comercial es una conclusión muy importante de política económica, en tanto muestra que un proceso de este tipo requiere de una política macroeconómica que permita alcanzar un TCR más alto. Aquí es importante enfatizar que el TCR no es un instrumento de política económica, sino un precio relativo, es decir, una variable endógena, resultado de la interacción de una serie de otras variables. Por lo tanto, el manejo de la política cambiaria debe estar acompañado de políticas fiscales y monetarias consistentes con el mantenimiento de un tipo de cambio real más alto.

Aumentos en los Flujos de Capital

Un aumento en los flujos de capital hacia el país se puede dar debido a una serie de razones: la liberalización de la cuenta de capitales, cambios en las condiciones económicas y políticas de un país que induzcan un aumento de la inversión directa extranjera o de la inversión de portafolio, o aumentos en la tasa de interés doméstica respecto de la tasa de interés internacional. En el caso de una reducción en los controles de capital que incremente el flujo de divisas hacia el país, se produce un aumento en el gasto y la demanda por todo tipo de bienes. En el caso de los bienes transables, la mayor demanda se puede satisfacer a través de mayores importaciones que pueden ser financiadas con el mayor ingreso de divisas. En el caso de los bienes no transables, en tanto éstos sólo pueden ser producidos en el país, la mayor demanda lleva a un aumento en su precio, por lo que se observa una apreciación del TCRE. Es decir, un país que cuenta con un mayor flujo permanente de capitales requiere de un menor TCR con el fin de mantener equilibrio externo e interno.[10]

El caso de mayor financiamiento externo vía donaciones (ayuda externa) es análogo. Aun cuando las donaciones del exterior permiten al país receptor consumir más en el corto plazo, las exportaciones del país se vuelven menos competitivas y, por lo tanto, el país se vuelve más dependiente de la ayuda externa para cerrar la brecha en la balanza de pagos. El caso contrario es el de un país que enfrenta un menor flujo neto de capitales o una salida neta de capitales. Esto podría deberse a cambios en las condiciones financieras internacionales -por ejemplo, un aumento en la tasa de interés internacional- o cambios en las condiciones internas que hagan al país una plaza menos atractiva para la inversión extranjera. En cualquier caso, ante la reducción en el flujo de capitales el país requeriría de un mayor TCR con el fin de equilibrar los diferentes mercados.

Gasto del Gobierno

Una recomposición en el gasto del gobierno orientada hacia un mayor consumo de bienes no transables incrementará la demanda por estos bienes e inducirá un aumento en su precio. Este aumento y la consecuente apreciación del TCR son necesarios con el fin de reasignar recursos a ese sector y equilibrar el mercado interno (Frenkel y Razin, 1987). Sin embargo, debe notarse que si el aumento en el gasto en bienes no transables implica también un aumento en el gasto total, se debe tomar en cuenta la forma de financiamiento de esta expansión del gasto. Si, por ejemplo, éste se financia a través de un aumento en los impuestos en el presente o a través de un aumento de la deuda pública -equivalente a un aumento de impuestos en el futuro-, se producirá una reducción en el gasto del sector privado, que al reducir la demanda por bienes no transables puede contrarrestar el efecto anterior.

Es importante notar que son los aspectos reales de la política fis-

cal los que afectan el TCRE. Una política fiscal expansiva no financiada por instrumentos de deuda pública o por impuestos, sino vía expansión monetaria, causa más bien un desalineamiento entre el TCRE y el TCR. Esto será analizado en mayor detalle en la sección II.4.

Cambios en Productividad

El TCRE varía también si la productividad crece a diferentes tasas en el sector transable y en el no transable de la economía. Si la productividad en el sector transable crece más rápidamente, el país se volverá más competitivo y el equilibrio de la cuenta corriente se logrará con un TCR menor y viceversa.

- **Concepto y Medición del Tipo de Cambio Real de Equilibrio**

Una de las principales ventajas teóricas de definir el TCRE como aquel nivel del TCR que permite alcanzar tanto el equilibrio externo como el interno, es que permite entender que distintos *shocks* producen movimientos en el TCR y, por lo tanto, que fluctuaciones en el TCR no implican necesariamente un desvío de su valor de equilibrio. Por otro lado, los movimientos del TCR que obedecen a cambios en variables reales y son consistentes con el equilibrio intertemporal de todos los mercados no se dan de manera inmediata. Es decir, no todos los mercados se ajustan inmediatamente. En otras palabras, la adopción de esta definición no implica que el TCR observado sea equivalente al TCRE. Este tipo de cambio de equilibrio no es un número fijo, sino que varía de acuerdo a cambios en la estructura económica. Por lo tanto, es más adecuado hablar de la trayectoria del TCRE que del nivel del TCRE. Este concepto de TCRE es fundamental en un contexto de cambios estructurales, en tanto comparaciones respecto de una base arbitraria pueden resultar inadecuadas.

Es importante notar que aunque el TCRE es una función de variables reales y no de variables monetarias, el TCR observado en el corto plazo, en cambio, sí es una función de ambos tipos de variables. En la medida que el tipo de cambio nominal es una variable que se determina en el mercado de activos, su evolución tenderá a responder rápidamente a cambios en las condiciones de este mercado. Los precios, en cambio, responden a cambios en el mercado de trabajo y en el mercado de bienes, que suelen ser más lentos. Esta diferencia en la velocidad de ajuste de los diferentes mercados lleva a que *shocks* monetarios sí tengan efectos sobre el TCR en el corto plazo. Por este motivo, un manejo inadecuado de la política fiscal y monetaria puede producir una desviación del TCR de su nivel de equilibrio.

Aunque el enfoque integral del TCRE es conceptualmente superior al de la teoría de la paridad del poder de compra, la estimación del TCRE no es trivial, pues requiere incorporar información acerca de la evolución futura de un conjunto de variables. Así por ejemplo, se requiere saber cuál será la disponibilidad de capital en el futuro. Si ésta es alta, entonces se podrá mantener un déficit en cuenta corriente de manera sostenible sin necesidad de un TCR más alto. Si se prevé que un aumento observado en el precio de los productos de exportación se va a mantener en el futuro o, como en el caso peruano actual, se espera que las inversiones en minería tendrán pronta maduración, mantener un TCR bajo e incurrir en déficits en cuenta corriente en el presente puede corresponder a una situación de equilibrio intertemporal. Sin embargo, existe un alto grado de incertidumbre con respecto a estas proyecciones, por lo que la situación deficitaria actual podría no corresponder a la de equilibrio. A pesar de esta limitación, el análisis de los fundamentos del TCRE es más útil para identificar si existe un desalineamiento fuerte del TCR respecto de su nivel de equilibrio que un

cálculo mecánico basado en la PPC.

En suma, si bien el enfoque integral es más rico que el basado en la PPC, también es cierto que su estimación requiere de información acerca de la evolución de variables futuras. En cambio, la PPC sólo requiere de información pasada, por lo que su cálculo es muy sencillo -de ahí su popularidad. Por otro lado, la estimación del TCRE bajo el enfoque integral apunta hacia un rango probable del mismo y condicional al comportamiento (siempre incierto) de los fundamentos. Al decir de Samuelson, la teoría de la PPC constituye una teoría pretenciosa y decepcionante, porque pretende hacer algo que rara vez se puede lograr en economía: dar un número preciso.

DESALINEAMIENTO ENTRE EL TCR Y EL TCRE

La pregunta que se quiere responder en esta sección es ¿qué puede hacer que el TCR se aleje de su valor de equilibrio en el corto plazo? De acuerdo a lo planteado anteriormente, la trayectoria del TCRE es solamente función de variables reales, mientras que el TCR es una función tanto de variables reales como de *shocks* nominales. Son justamente los cambios en las variables nominales los que suelen causar un desalineamiento entre el TCR y su valor de equilibrio. Otra causa de desalineamiento que aquí se explora se encuentra en los cambios transitorios en los fundamentos.

Causas del Desalineamiento

- **Régimen de Tipo de Cambio Fijo**

  Las desviaciones usualmente más persistentes son aquellas gene-

radas por cambios en la política macroeconómica. En el caso que el régimen cambiario sea de tipo de cambio fijo o predeterminado, es indispensable que la política monetaria y fiscal sea consistente con el mantenimiento de un tipo de cambio preestablecido. El ejemplo más usual de política macroeconómica inconsistente con este objetivo se encuentra en el financiamiento interno del déficit fiscal. En repetidas oportunidades y en diversos países latinoamericanos, el déficit fiscal fue financiado domésticamente a través de la creación de dinero. En la medida que este tipo de financiamiento conduce a un aumento de los precios, sobre todo de los bienes no transables, se genera una apreciación del TCR. Asimismo, una política monetaria que expanda el crédito más allá de los requerimientos de demanda de dinero del sector privado también será inconsistente con un tipo de cambio fijo, en tanto habrá una presión de demanda por bienes no transables que apreciaría el TCR. Por su parte, la mayor demanda de bienes transables, se traducirá en un mayor déficit en cuenta corriente. A menos que exista un flujo de capital que lo financie, ocasionaría una pérdida de reservas internacionales y el eventual abandono de este régimen cambiario[11].

El régimen cambiario de minidevaluaciones, usualmente denominado tipo de cambio reptante (*crawling peg*), también requiere que las políticas fiscal y monetaria sean consistentes con la senda que se plantea para el tipo de cambio. Si la tasa de inflación resultante de financiar internamente (vía creación de dinero) el déficit fiscal es mayor que el ritmo de las minidevaluaciones, el TCR se apreciará y se generarán problemas en la balanza de pagos.

- **Régimen de Tipo de Cambio Flexible**

  Bajo un régimen de tipo de cambio flexible o de flotación cambiaria, el tipo de cambio nominal se determina en el mercado de

activos y, por lo tanto, responde de manera rápida a cambios en la oferta y demanda de distintos instrumentos financieros, a cambios en el nivel y composición de los flujos de capital, así como de cambios en las expectativas. Dornbusch (1976) realizó uno de los análisis más conocidos acerca de cómo la política monetaria puede afectar el TCR en el corto plazo, desviándolo de su nivel de equilibrio, aun cuando en el largo plazo, como es el caso de todos los *shocks* monetarios, no genera un efecto real. En su modelo, el tipo de cambio se determina en el mercado de activos, el cual se caracteriza por precios flexibles, mientras que en el mercado de bienes los precios son más bien rígidos. En este contexto, un *shock* monetario expansivo y no previsto por los agentes económicos conducirá a un "sobreajuste" inicial del tipo de cambio nominal respecto de sus valores de largo plazo ("*overshooting*"), para luego apreciarse hacia su nivel de equilibrio de largo plazo.

Dornbusch parte del supuesto de que el retorno esperado de los activos se iguala entre los países en un contexto de movilidad de capitales. Esto significa que se cumple la condición de paridad de las tasas de interés:

$$i - i^* = \Delta\%E^e \qquad (7)$$

donde i es la tasa de interés nominal doméstica, i^* es la tasa de interés nominal foránea y $\Delta\%E^e$ es la tasa de devaluación esperada. Intuitivamente, si un inversionista espera que la moneda de un país se deprecie, éste no estará dispuesto a mantener activos denominados en tal moneda a menos que sea compensado por una mayor tasa de interés.

El modelo supone que en el largo plazo el tipo de cambio real es constante y se determina por consideraciones de PPC. Esto significa que en el largo plazo debe existir proporcionalidad en los

movimientos del tipo de cambio nominal y de los precios. De esta manera, si se produce un shock monetario expansivo, es decir, un incremento en la cantidad de dinero (M), se producirá un incremento proporcional en el nivel de precios (P) y el tipo de cambio nominal (E) en el largo plazo.

En el corto plazo, sin embargo, como los precios no son totalmente flexibles, la cantidad real de dinero (M/P) se incrementa. El equilibrio del mercado monetario requiere que esta expansión en los saldos monetarios reales venga acompañada de una reducción en la tasa de interés doméstica. Esto genera un diferencial de tasas de interés que hace que los capitales salgan del país, causando una depreciación de la moneda doméstica. ¿En cuánto se depreciará inicialmente la moneda (efecto-impacto) producto de este *shock* monetario? En lo necesario para que el equilibrio del mercado de activos se mantenga (la ecuación (7) constituye la condición de equilibrio de este mercado). Para que los inversionistas estén dispuestos a mantener activos denominados en moneda nacional, a pesar del menor retorno, es porque esperan que la moneda doméstica se aprecie; lo cual sólo sucederá si ésta se encuentra sobredevaluada, es decir, que el tipo de cambio se encuentra por encima de su nivel de paridad o de PPC.

Conforme los precios domésticos se empiezan a ajustar al exceso de demanda por bienes inducido por la menor tasa de interés y la devaluación del tipo de cambio, la economía transita hacia su nuevo estado de equilibrio, donde la cantidad real de dinero habrá regresado a sus mismos niveles iniciales y en que las tasas de interés se habrán igualado ($i = i^*$) debido a que el tipo de cambio habrá alcanzado su nivel de equilibrio y, por lo tanto, habrán desaparecido las expectativas de devaluación.

En suma, este modelo muestra cómo una política monetaria inestable puede provocar desalineamientos de corto plazo en el TCR respecto de su nivel de equilibrio de largo plazo.

- **Desalineamiento Estructural**

  Otra forma de desalineamiento es el llamado desalineamiento estructural (Edwards, 1988). Este se da cuando cambios en los determinantes del TCRE -o fundamentos- no se trasladan en el corto plazo al TCR observado. Este tipo de desalineamiento se puede producir cuando se registra un *shock* negativo a los términos de intercambio. La economía necesitará un mayor TCR (un mayor precio relativo de los bienes transables) a fin de mantener equilibrio externo (el TCRE se incrementa). Si el TCR observado no reaccionara en el corto plazo a este *shock* negativo, se produciría un desalineamiento estructural.

  Aquí un punto fundamental es reconocer si el cambio en el determinante del TCRE es de carácter temporal o permanente. La recomendación de política económica puede ser radicalmente distinta en ambos casos. Cuando el cambio en alguno de los fundamentos es temporal, lo más eficiente es hacer frente a este desequilibrio mediante la desacumulación -o acumulación dependiendo del signo del desequilibrio- de reservas internacionales o mediante el endeudamiento externo. Empero, cuando el cambio en los fundamentos es permanente, resulta inadecuado tratar de cubrir la brecha mediante la utilización de las reservas internacionales, pues un problema permanente no puede ser atacado con una solución transitoria: el uso de las reservas es, por definición, transitorio, dado que éstas finalmente se agotan. Los desequilibrios permanentes tienen que enfrentarse con soluciones permanentes.

  Aquí es importante notar que el diseñador de la política económica se enfrenta a dos desafíos. El primero es distinguir entre movimientos del TCR que se deben a movimientos del TCRE o los que no corresponden a un ajuste hacia el equilibrio. El segundo es determinar si la variación de los fundamentos tiene carácter transitorio o permanente. Ambos constituyen retos difí-

ciles, sobre todo cuando sólo se tiene información incompleta y se requiere tomar decisiones en el muy corto plazo.

Los Costos del Desalineamiento

Si el TCR observado no corresponde al TCRE, se dice que el tipo de cambio real está desalineado, es decir, el TCR difiere del nivel de equilibrio. En la mayoría de los casos, un desalineamiento del TCR corresponde a una sobrevaluación de la moneda, es decir, el TCR está por debajo del TCRE, y por tanto desalienta la producción de bienes transables. ¿Qué problemas de largo plazo genera? En el caso de que los mayores incrementos en productividad se den en el sector transable, como parece indicar la evidencia empírica, la sobrevaluación de la moneda tendrá un efecto negativo sobre la tasa de crecimiento de la economía. Asimismo, se estará produciendo una asignación ineficiente de recursos y, en la medida que el capital sea específico para cada sector, se incurrirá en pérdidas no recuperables. Por otro lado, si el mercado de capitales no está lo suficientemente desarrollado, algunos sectores exportadores pueden verse imposibilitados de seguir operando, aun cuando se sepa que el desalineamiento es temporal.

Otro costo importante de mantener una moneda sobrevaluada (el TCR por debajo del TCRE) es que, en la medida que se genera un déficit en cuenta corriente, la posibilidad de que surjan posiciones proteccionistas al interior del país por parte de distintos grupos de presión se acrecienta. Este tipo de reacciones se da tanto en países ricos como en países en desarrollo. El creciente déficit comercial de los Estados Unidos facilitó el surgimiento de múltiples presiones, tanto de sindicatos como de gremios empresariales, para imponer restricciones cuantitativas y para-arancelarias al comercio exterior. En países en desarrollo existen muchos ejemplos de intentos de libe-

ralización del comercio exterior que fracasaron y se revirtieron debido a la generación de déficits abultados en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

¿Qué pasa en el caso contrario, cuando el TCR es muy alto, es decir, cuando la moneda está subvaluada? Un análisis simple indica que los recursos estarían siendo asignados de manera ineficiente. Sin embargo, Krugman (1987) plantea que cuando el TCR está por encima de su valor de equilibrio por un largo período de tiempo, se puede permitir la generación de ventajas comparativas en sectores que previamente no exportaban o no podían competir con importaciones. Si esta subvaluación se lleva a cabo junto a un proceso de liberalización comercial, el aumento en la productividad de estos sectores puede más que compensar el subsidio que el resto de la economía le estaría dando a estos sectores. Este puede ser el caso de Chile durante los ochenta, en donde luego de haberse decretado la apertura comercial, se logró una sustancial depreciación del TCR, la cual junto al incremento de los capitales externos y de inversión doméstica permitió sostener el proceso de crecimiento (ver Riveros, 1994).

¿Qué hacer cuando hay un Desalineamiento?

- **Régimen de Tipo de Cambio Fijo o Predeterminado**
  Cuando el desajuste se ha debido a políticas macroeconómicas inconsistentes, un primer paso es eliminar esta fuente de desequilibrio. Por otro lado, si el desalineamiento se debe a un cambio en una variable real que modifica el TCRE o, si luego de una corrección de la política macroeconómica, el TCR sigue fuera de su senda de equilibrio, el precio de los no transables se ajustará endógenamente hasta que el TCR sea compatible con el equilibrio interno y externo. Si la corrección requerida es una depreciación del TCR, bajo un régimen de tipo de cambio fijo,

se necesitará de una reducción del precio de los no transables. Sin embargo, es sumamente difícil y costoso, dada la poca flexibilidad de los precios a la baja.

Si, por ejemplo, se ha procedido a una reducción del gasto como parte de un proceso de estabilización, esto implica una menor demanda por todos los bienes. En el caso de los bienes transables esto conllevará a una mejora en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En el caso de los no transables, el precio se debería reducir para equilibrar el mercado interno. Sin embargo, la rigidez a la baja de los precios -en particular, la rigidez de los salarios- hace que este proceso normalmente lleve a que se incremente el desempleo. Este fenómeno se observa actualmente en el caso de la Argentina. Es por ello que los procesos de estabilización conllevan, en general, a una mejora de las cuentas externas y un mayor desempleo temporal.

Como reacción a un cambio en uno de los fundamentos que determinan el TCRE o como parte de un programa de estabilización, las autoridades pueden llevar el tipo de cambio a su nuevo valor de equilibrio a través de una devaluación. Esto permite modificar el TCR a través del precio de los bienes transables, sin esperar un ajuste endógeno vía variaciones en el precio de los no transables. El éxito de una devaluación en mejorar la posición externa del país dependerá de qué tan consistentes sean las políticas fiscal y monetaria que la acompañan, vale decir, será efectiva sólo si los precios de los no transables no aumentan en la misma proporción que la devaluación misma[12].

Una devaluación afecta tanto el nivel como la composición del gasto. El efecto sobre el nivel del gasto se produce debido a la reducción en el poder adquisitivo de la moneda nacional. Al disminuirse la capacidad de gasto, el déficit en cuenta corriente tenderá a reducirse. El efecto de reasignación del gasto se da debido a que la devaluación incrementa el precio de los bienes transables y abarata relativamente el de los no transables. Esto

lleva a una reasignación del consumo hacia bienes no transables y lleva a que los recursos de la economía fluyan hacia la producción de transables. Ambos efectos llevan a una mejora en la posición externa del país.

- **Régimen de Flotación Cambiaria**

  Si el tipo de cambio es flexible, el ajuste del TCR hacia la senda del TCRE se puede dar tanto vía un ajuste de los precios no transables como a través de los transables. Hasta mediados de la década de los setenta, la teoría económica daba por descontado que bajo un régimen de tipo flexible, la existencia de suficiente flexibilidad de precios aseguraba la igualdad entre el TCR y el TCRE. De esta manera, cualquier distorsión transitoria en cualquiera de los mercados, se transmitía hacia presiones sobre el tipo de cambio que inmediatamente respondía ajustándose en el sentido y magnitud requeridos.

  Este pensamiento optimista se vio dramáticamente contrastado con la realidad. Cuando se quebró el Acuerdo de Bretton Woods en 1973 y se dejó que los tipos de cambio flotaran libremente, éstos empezaron a fluctuar de manera volátil en comparación con el comportamiento de los fundamentos y con lo que la teoría económica predecía. En estas circunstancias, apareció el trabajo pionero de Dornbusch (1976) reseñado anteriormente. Como se vio, el TCR puede desviarse temporalmente del TCRE de largo plazo debido a distorsiones transitorias en los mercados de bienes o activos. Dornbusch muestra cómo el equilibrio del mercado cambiario (y, por tanto, del mercado de activos) no implica necesariamente que el tipo de cambio se encuentre en su nivel de equilibrio de largo plazo. Por lo tanto, optar por un régimen de tipo de cambio libre o flexible no asegura de manera automática la identificación entre TCR y TCRE.

De lo anterior se deriva una conclusión crucial: el tipo de cambio real que equilibra el mercado de activos en especial, el mercado cambiario no es necesariamente igual al tipo de cambio real de equilibrio de la economía. El TCRE equilibra todos los mercados en un horizonte intertemporal.[13]

De hecho, la experiencia muestra que los desalineamientos pueden ser bastantes persistentes -y, por lo tanto, costosos- mientras las fuentes de la distorsión prevalezcan. En el capítulo II se analizan algunas alternativas de política para lidiar con este desalineamiento cuando la fuente principal de la distorsión es el flujo de capitales, fenómeno que actualmente afecta a muchos de los países de la región, así como de Europa Oriental. En general, se puede afirmar que las políticas fiscal, monetaria y cambiaria pueden operar de manera coordinada a fin de minimizar los efectos de la desalineación o apuntar a corregir la fuente original de la distorsión.

ALGUNAS CONSIDERACIONES ACERCA DE LA EVOLUCIÓN DEL TCR Y LA POLÍTICA CAMBIARIA EN UN CONTEXTO DE REFORMA ESTRUCTURAL

En muchos de los procesos de reforma estructural implementados en América Latina en los últimos años, en particular procesos de liberalización del comercio exterior, se han observado episodios de desalineamiento del TCR respecto de su valor de equilibrio. Entre las herramientas disponibles en muchos de estos casos no se encontraba el tipo de cambio nominal, dado que muchos países prefirieron mantener un tipo de cambio flexible como parte del conjunto de reformas. Aun cuando este régimen cambiario facilita un ajuste de precios relativos, existen otros componentes de la reforma que pueden mover

los precios de una manera incompatible con una reasignación de recursos rápida y poco dolorosa.

Varios estudios históricos acerca de los procesos de liberalización del comercio exterior han concluido que los precios relativos se han movido lo suficientemente rápido como para no crear desempleo. En varios casos de reformas exitosas, los sectores que se contrajeron vieron reducido el empleo, pero los sectores que se expandieron generaron empleo de modo tal que el efecto neto sobre el empleo fue mínimo (Michaely, Choksi y Papageorgiou, 1991). Se ha demostrado, por otro lado, que la condición más importante para que un programa de liberalización sea exitoso es el mantenimiento de un TCR depreciado, que permita mantener el equilibrio externo en un contexto de importaciones más baratas (Edwards, 1995).

Este punto se relaciona en gran medida al problema de la secuencia de las liberalizaciones. Varios autores (McKinnon, 1985; Rodrik, 1992) han planteado que una reforma exitosa requiere que la liberalización de la cuenta corriente preceda a la liberalización de la cuenta de capitales, y que esta última debe realizarse de manera simultánea o después de una reforma del sistema financiero. La razón principal para recomendar esta secuencia se encuentra en la trayectoria del TCR. En la mayor parte de casos, una liberalización muy temprana de la cuenta de capitales conduce a un aumento en el influjo de capitales, genera una apreciación del TCR, llevándolo por debajo de su nivel de equilibrio. Esto es inconsistente con el nivel del TCR que se requiere para el éxito de la reforma comercial. Al respecto, Krueger (1978) plantea que al inicio de un proceso de liberalización es necesario un sobreajuste del tipo de cambio nominal de tal modo que se asegure que el TCR llegue al nivel de equilibrio necesario luego de las reformas. Si el TCR está por debajo de su valor de equilibrio, la señal al mercado no es la adecuada y no conduce a la reasignación de recursos buscada con la reforma.

En la medida que un flujo de capitales del exterior lleve a una apreciación del TCR observado, existe el riesgo de que el proceso de liberalización se revierta ante el incremento en el déficit en cuenta corriente. Si el ajuste en el TCR es débil o toma mucho tiempo y las exportaciones no son lo suficientemente dinámicas, la posibilidad de una reversión es aun mayor. El movimiento del TCR hacia su nueva senda de equilibrio -que implica un TCR más alto que el previo a la reforma comercial- ha sido en muchos casos una condición necesaria para el éxito de las reformas.

El TCR y la Liberalización Comercial: Algunas Experiencias Latinoamericanas

En general, la mayor parte de países latinoamericanos tiene ahora economías mucho más abiertas que hace quince años. El país pionero fue Chile, cuyo proceso de liberalización se dio entre 1974 y 1979. Uruguay implementó una reforma similar a fines de los setenta, mientras que Brasil, México y Colombia lo hicieron a mediados de los ochenta. Perú inició su proceso de apertura en 1990. Un componente que acompañó a muchos procesos de liberalización fue una drástica devaluación nominal con el fin de incrementar el tipo de cambio real y reducir el sesgo antiexportador del período anterior a la reforma. Con el objetivo de mantener el nivel del TCR y evitar que la inflación redujera la competitividad del sector exportador, algunos países adoptaron regímenes de minidevaluaciones o *crawling peg*. Esta fórmula probó ser exitosa en los casos que vino acompañada por un manejo adecuado de la política macroeconómica.

La mayor parte de países latinoamericanos registró incrementos en el TCR durante la década de los ochenta. Esto reflejó la salida de capitales que afligió a la región (la "crisis de la deuda") y el necesario ajuste a este entorno externo adverso. En cambio, durante los noven-

ta, en varias de estas economías se observó una apreciación del TCR, siendo los casos más saltantes los de Argentina, México y Perú. Esto se debió, primero, a la creciente utilización del tipo de cambio como ancla del nivel de precios en un contexto en que la inercia inflacionaria o rigideces en el mercado laboral no permitieron que los precios de los bienes no transables se mantuviesen al mismo nivel que el tipo de cambio. Los casos de Argentina y Nicaragua son ejemplos extremos, donde se adoptó un tipo de cambio fijo. Casos intermedios son los de México y Chile, que usaron un ancla cambiaria menos rígida al fijar bandas cambiarias con un ritmo de minidevaluaciones implícito menor a la inflación, generándose una apreciación gradual y menos fuerte del TCR.

Un segundo factor que explica la apreciación del TCR durante los años noventa es la existencia de un contexto internacional claramente distinto al prevaleciente en la década anterior. La reducción de las tasas de interés en los Estados Unidos, así como los procesos de reforma económica y la mayor estabilidad política en los países de la región indujeron un incremento sustancial en los flujos de capitales hacia América Latina, tanto inversión directa extranjera como inversión de portafolio. El masivo influjo de capitales hacia la región contribuyó a una drástica apreciación del TCR en varios países, en particular México, Perú y, en menor medida, Chile y Colombia (ver capítulo II). Desde el punto de vista del mercado de activos, existe una mayor oferta de divisas que lleva a una reducción en el precio relativo de la moneda extranjera. Desde el punto de vista del mercado de bienes, el influjo de capitales genera un incremento del gasto doméstico. En la medida que parte del gasto incrementa la demanda de bienes no transables, el equilibrio del mercado de bienes requiere de un incremento del precio de los no transables. Nótese que este proceso es independiente del régimen cambiario. Mientras que Perú mantuvo un sistema de flotación sucia, México, Chile y Colombia implementaron regímenes cambiarios predeterminados.

Es difícil cuantificar de manera precisa el efecto del mayor flujo de capitales sobre la apreciación cambiaria, en tanto se dio en un contexto en que los países se encontraban implementando una serie de reformas estructurales y programas de estabilización macroeconómica, cada uno de los cuales afecta el TCRE. Por ejemplo, mientras que la liberalización del comercio exterior requiere de un mayor TCRE, la liberalización del mercado de trabajo y la privatización de empresas públicas que proveen bienes o servicios al sector transable de la economía normalmente conducen a un aumento en la competitividad de este último, lo cual es consistente con un menor TCRE.

Por último, como ya se mencionó en muchos casos, la liberalización se dio junto a un proceso de estabilización, como en México desde 1986, en Perú desde 1990 y en Argentina desde 1991. En este contexto, el incremento en las tasas de interés en términos reales que usualmente se produjo como consecuencia de la estabilización indujo la entrada de capitales y la apreciación del tipo de cambio. Esto, aunque disminuyó la rentabilidad del sector transable de la economía, facilitó la consecución del objetivo antiinflacionario de los gobiernos.

Costos de la Apreciación Cambiaria

El primer problema que esto suscita es que incrementa la posibilidad de reversión de las reformas. Al respecto, Edwards (1989) señala que los episodios de apreciación cambiaria están fuertemente correlacionados con incrementos en el grado de protección. Dado que lo más probable es que las importaciones aumenten luego de la apertura comercial, el mantenimiento de la competitividad del sector exportador es importante a fin de no generar un déficit comercial creciente; más aun teniendo en cuenta que un aumento de la oferta exportable usualmente toma tiempo. No mantener el TCR compatible con un equilibrio externo puede llevar a problemas de

balanza de pagos, que eventualmente puedan revertir el proceso de liberalización.

Un segundo problema, relacionado al primero, es que un pobre desempeño del sector exportador tiene efectos que se irradian al resto de la economía. Por un lado, un buen desempeño exportador facilita el acceso al crédito. Por otro lado, en la medida que el sector exportador sea un sector innovador, cuya expansión genere efectos positivos sobre el resto de la economía, se podrá obtener tasas más altas de crecimiento. Esto lleva a que el beneficio social de la producción de exportables sea mayor que el beneficio privado, lo cual daría racionalidad económica a una intervención de política consistente con un incremento en el TCR, que fomente la producción de bienes transables.

El último argumento es probablemente uno de los más convincentes para facilitar un movimiento en los precios relativos en favor de los transables. La evidencia mundial acumulada muestra que el ritmo de crecimiento de la economía está positivamente correlacionado con el grado de apertura. Los países en desarrollo de más rápido crecimiento son precisamente los países que han incrementado de manera sostenida sus exportaciones. Aun cuando no existe un consenso acerca de los mecanismos a través de los cuales se da esta relación, muchos autores enfatizan el hecho que los mayores incrementos en la productividad se dan en el sector transable, fundamentalmente debido a la competencia externa.[14]

Notas

1 El mercado de activos es aquel en que se transa dinero, bonos, valores, así como otras formas de riqueza. Usualmente, en un país los agentes económicos mantienen dinero doméstico y bonos y valores tanto domésticos como extrajeros. En los países en los que se observan procesos de sustitución de monedas, como el Perú, también se mantiene dinero extranjero.

2 Debe notarse que si se supone que los bienes transables cuestan lo mismo en todos los países y sólo es necesario ajustar por el tipo de cambio, la fórmula (1) se convierte en $TCR = (E \times P_T)\ P_N$.

3 El IPC de Grade tiene en cuenta la sustitución en el consumo que se originó en el Perú debido a los drásticos cambios en precios relativos que se observaron a finales de los ochenta. Dado que el IPC oficial se encuentra distorsionado por este problema, en el caso peruano la decisión de qué índice utilizar para construir la serie TCR es vital, dado que índices alternativos llevan a conclusiones muy diferentes.

4 Por otro lado, se ha planteado también que los salarios son sensibles a cambios cíclicos en la productividad (Maciejewski, 1983)

5 Un ejemplo de la poca validez empírica de la PPC está dado por el Big Mac Index, publicado por The Economist, que muestra cómo los precios de las hamburguesas de la cadena MacDonald's varían en los diferentes países en que ésta opera.

6 Los principales trabajos que han analizado de manera formal los fundamentos de esta definición integral del TCRE se encuentran resumidos en Edwards (1992) y en Williamson (1994). Los trabajos teóricos pioneros que conceptualizaron el TCRE como aquel que permite equilibrar todos los mercados son los de Dornbusch (1974, 1980) y Swan (1963).

7 Una aplicación pionera del enfoque intertemporal de la cuenta corriente de la balanza de pagos se encuentra en Sachs (1981); Razin (1993) presenta una revisión bibliográfica reciente sobre el tema.

8 La crisis mexicana de diciembre de 1994 ha sido parcialmente atribuida a que el déficit en cuenta corriente venía siendo financiado con capitales de corto plazo. En el capítulo III se presenta un análisis del efecto diferenciado que tienen ambos tipos de capitales en la determinación de la sostenibilidad de un déficit en cuenta corriente.

9 La "necesidad" de un mayor TCR luego de la reducción y/o eliminación de medidas proteccionistas es discutido por Balassa (1982), aunque en un contexto de equilibrio parcial. El autor plantea la necesidad de una devaluación con el fin de contrarrestar el déficit en la balanza de pagos resultante de la liberalización. Asimismo, Michaely, Choksi y Papageorgiou (1991), utilizando una muestra de 32 episodios de liberalización, encuentran que la mayoría de episodios que no fueron revertidos fueron acompañados de una depreciación real de la moneda al inicio del programa. Ningún episodio en el que la moneda se apreció fue exitoso, entre los cuales se incluye la experiencia peruana de comienzos de los ochenta.

10 Aquí es también importante diferenciar entre un cambio permanente y uno temporal. Si se produce un incremento transitorio en el flujo de capitales al país, el TCRE no cambia (debido a que desaparecerá en el largo plazo). Sin embargo, en el corto plazo y mientras dure la perturbación, el TCR que equilibra el mercado cambiario puede ser menor que el TCRE debido a la apreciación de la moneda inducida por el influjo de capitales. La experiencia reciente de flujo de capitales y revaluación cambiaria que ha sufrido América Latina en el último quinquenio es un claro ejemplo de esto.

11 Existen varios casos de gobiernos populistas que pretendieron mantener un tipo de cambio fijo a la vez que implementaban políticas macroeconómicas expansivas. No sorprendentemente estos episodios terminaron con una grave apreciación del TCR y una crisis de balanza de pagos. Ejemplos recientes son el régimen de García en el Perú entre 1985 y 1990 y el de Allende en Chile entre 1970 y 1973.

12 Las políticas típicamente inconsistentes con una devaluación exitosa son la expansión del crédito doméstico para financiar déficits fiscales y cuasifiscales, así como políticas de indexación salarial.

13 Establecer la distinción entre "*market clearing*" y "equilibrio" es algo que a veces resulta difícil para los agentes económicos (particularmente para los tomadores de decisiones de política).

14 Sin embargo, debe notarse que este incremento en la productividad sesgado hacia los transables implica que el precio de los no transables tenderá a subir, por lo que en el largo plazo el TCR tenderá a apreciarse.

CAPÍTULO 2

FLUJO DE CAPITALES

LA MACROECONOMÍA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Ha pasado media década desde el resurgimiento de los flujos internacionales de capital hacia los países en desarrollo. De acuerdo a cifras del FMI, unos US$460 billones de capital extranjero se trasladaron hacia los países en desarrollo entre 1990 y 1994, esto es, tres veces y medio los US$ 133 billones de los cinco años previos.

Según Gavin y Leiderman (1995), durante el período 1991-94 México absorbió casi el 45% de los flujos de capital hacia América Latina, mientras que Argentina captó alrededor de 18%. Sin embargo, si los flujos son medidos como porcentaje del PBI, Perú se convierte en el país que captó alrededor de 13% de los flujos de capital durante 1991-94. México y Argentina recibieron 8% y 4% del PBI, respectivamente.

El incremento en el flujo de capitales es beneficioso para los países receptores por cuanto revierte la restricción financiera vivida durante la década de los ochenta. Más aun, estos capitales están diri-

gidos predominantemente al sector privado bajo la forma de inversión directa o de portafolio y no de préstamos. Anteriormente, estos recursos iban primordialmente a financiar el gasto público vía el incremento de la deuda externa.

Causas

Según Calvo-Leiderman-Reinhart (1993) existen dos tipos de causas o factores detrás de estos flujos de capital: factores externos o que empujan ("*push factors*") y factores internos o que jalan ("*pull factors*"). Entre los factores externos, se encuentran las menores tasas de interés internacionales, la recesión en varios países desarrollados y algunos cambios institucionales en los países exportadores de capital. Entre los factores internos, destacan los programas de reforma y liberalización económica, y la consecuente mejora en la calidad crediticia de los países recipientes o "mercados emergentes". Si los factores internos fueran los más importantes, se podría asegurar que los capitales seguirían fluyendo en tanto las políticas económicas internas se mantengan. En cambio, si los factores externos fueran los predominantes, "entonces los recipientes de los flujos estarían a merced de los elementos" (Claessens, S. , 1995). Según Calvo et. al. (1993) y otros estudios como el de Chuhan, Claessens y Mamingi (1993), los factores externos explicarían alrededor del 50% los flujos externos. En este sentido, Gavin y Leiderman (1995) señalan que una de las principales causas para el flujo de capitales es el desbalance ahorro-inversión de los países industrializados.

Por otro lado, es posible que la fuerte demanda por títulos en los mercados emergentes refleje la convicción cada vez mayor de los inversionistas de que puede reducirse el riesgo global de una cartera añadiendo activos de países en desarrollo, aun a pesar de que estos activos tendrían un riesgo mayor que los activos de países industrializados.

Efectos

Estos flujos de capitales son materia de preocupación por sus posibles efectos macroeconómicos. El problema estriba en que si son de naturaleza volátil y de corto plazo (*hot money*) pueden crear inestabilidad en la tasa de inflación y en los tipos de cambio nominal y real. Los grandes influjos de capital están generalmente asociados con una rápida expansión monetaria, presiones inflacionarias, apreciación del tipo de cambio real y ampliación del déficit de la cuenta corriente. "Por tanto, un aumento en los flujos de capital de la magnitud observada en años recientes genera dilemas serios (*trade offs*) para la política económica" (Calvo et. al. 1994, pág. 1). No es sorprendente, entonces, que muchos países desincentiven este "dinero caliente" mediante la eliminación de las imperfecciones de mercado que los atraen o que traten de paliar sus efectos colaterales mediante diferentes tipos de intervenciones gubernamentales.

En un modelo de optimización intertemporal estándar, una reducción temporal en la tasa de interés reduce el precio relativo del consumo presente versus consumo en el futuro. Ello lleva a un incremento en el consumo hoy, un incremento en el déficit de la cuenta corriente y una apreciación real de la moneda. Esta reducción en la tasa de interés puede deberse a una caída en la tasa de interés internacional o al resultado de un programa de estabilización con ancla cambiaria como lo muestran Calvo-Végh (1993) y Végh-Reinhart (1992).

Los flujos de capital, al relajar la restricción financiera de los países, pueden conducir a una reducción en las tasas de interés domésticas y a una expansión del gasto doméstico. La mayor demanda (gasto) se dirige a bienes no transables como a transables. El incremento del gasto en bienes no transables genera presiones inflacionarias y la mayor demanda de bienes transables incrementa el déficit comercial. Ello genera incentivos para reasignar el gasto y la produc-

ción entre los sectores. El efecto final es una apreciación real, mayor producción de no transables, menor tamaño del sector transable y un mayor déficit comercial. La apreciación real ocurre a través de una apreciación real del tipo de cambio nominal (bajo un régimen de tipo de cambio flotante) o mediante un incremento en el precio de los bienes no transables (en un régimen de tipo de cambio fijo o preanunciado). La apreciación real es el resultado del mecanismo de precios en funcionamiento. El flujo de capitales, la magnitud de la apreciación y las consideraciones de oferta y demanda en cada sector determinarán el tamaño final del déficit comercial.

Durante un período de influjos de capital, el Banco Central enfrenta un dilema: "esterilizar" (neutralizar) la entrada de capitales del exterior o aumentar los medios de pago de la economía. Si se permite que el incremento en la oferta monetaria se produzca, las tasas de interés domésticas tenderían a disminuir y los incentivos para mayores flujos de capital se verían reducidos. Bajo esterilización, el ajuste macroeconómico es pospuesto y, como las tasas de interés no se ajustan, el incentivo a nuevos flujos se mantiene. Las pérdidas cuasifiscales pueden, además, ser sustanciales. En parte por esta razón, los intentos de esterilizar el impacto de grandes flujos de capital son usualmente abandonados, o complementados con medidas tendientes a reducir directamente el flujo de capitales de corto plazo.

Otro efecto de un mayor flujo de capitales es el incremento del volumen de fondos intermediados, causando una expansión del sistema financiero doméstico. Este fenómeno se ha presentado en varios países en desarrollo, aunque no está exento de riesgos. Si no existe una adecuada regulación y supervisión bancaria, la rápida expansión de los fondos intermediados puede generar una situación de fragilidad y excesiva exposición del sistema ante una reversión del flujo de capitales.

Finalmente, los flujos de capitales también afectan los precios de los activos en los países recipientes. Como señalan Gavin y

Leiderman (1995), simultáneamente a la apreciación del tipo de cambio real, los países recipientes del influjo de capitales en los años noventa experimentaron reducciones en las tasas de interés y un boom en los precios de los activos". Esto fue particularmente agudo en Argentina, Brasil, Chile, México y Perú. No sólo el precio (en dólares) de las acciones en las respectivas bolsas de valores superaron varias veces la rentabilidad de las bolsas de países desarrollados, sino que también se produjeron incrementos importantes en los precios de otros activos, como los bienes raíces.

¿POR QUÉ PREOCUPARNOS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL?

El problema central con los flujos de capital es su volatilidad. La evolución adversa de algunos indicadores macroeconómicos puede generar que los inversionistas del exterior retiren sus inversiones del país, llevando a vender sus acciones, retirar recursos del sistema financiero y a comprar moneda extranjera para repatriar sus capitales. Ello genera una caída en los precios bursátiles, retiro de depósitos del sistema financiero nacional (eventuales problemas de liquidez) y -dependiendo del régimen cambiario- un incremento en las tasas de interés o una depreciación del tipo de cambio, o ambos. Por otro lado, la mayor entrada de capitales del exterior incentiva la demanda de bienes transables, aumentando el déficit en la balanza comercial. Un aumento en el déficit en cuenta corriente como porcentaje del PBI incrementa la percepción riesgo-país y restringiría el acceso futuro al mercado internacional de capitales.

Adicionalmente, grandes fluctuaciones en los flujos de capital pueden interferir con la efectividad de políticas gubernamentales relacionadas al manejo de la demanda agregada y la liberalización de

los mercados. Por ejemplo, en economías inmersas en procesos de estabilización y que utilizan el tipo de cambio como ancla antiinflacionaria, el flujo masivo de capitales y sus efectos sobre la oferta monetaria ocasionan una pérdida de control monetario (Mundell, 1968). Asimismo, en aquellos países que están implementando una liberalización comercial, la apreciación real que se produce a consecuencia del influjo de capitales puede poner en peligro el éxito de la liberalización, pues se merma la competitividad del sector transable. Ello le puede restar credibilidad y sostenibilidad a las reformas.

Efectos de una Reversión en los Flujos de Capitales

Es necesario enfatizar que las magnitudes y dinámica de los ajustes macroeconómicos diferirán dependiendo del régimen cambiario y del grado de sustituibilidad entre activos (domésticos y foráneos). Bajo un sistema de tipo de cambio flotante, si los activos domésticos y foráneos son sustitutos muy cercanos, una salida de capitales producirá una depreciación muy grande del tipo de cambio (*overshooting*) (Dornbusch, 1976 y Calvo-Rodríguez, 1977). La depreciación inicial será tal que la subsecuente apreciación (necesaria para corregir el *overshooting*) compensará exactamente a los inversionistas foráneos por el diferencial entre las tasas de interés doméstica y extranjera.

Bajo un régimen de tipo de cambio fijo -y nuevamente asumiendo la perfecta sustitución entre los activos domésticos y externos-, la salida de capitales se reflejará en una caída en el nivel de reservas internacionales del Banco Central, en una reducción de la liquidez doméstica y, consecuentemente, en una elevación de las tasas de interés domésticas y una caída en el precio de activos domésticos.

Si los activos domésticos y foráneos distan de ser sustitutos perfectos, las tasas domésticas de interés pueden diferir de las tasas foráneas

corregidas por las expectativas de devaluación. En este caso, los ajustes en tasas de interés (bajo un régimen de tipo de cambio fijo) o en el tipo de cambio (bajo tipo de cambio flexible) serán menos severos que bajo un tipo de cambio flexible, aunque seguirán el mismo patrón.

Estos movimientos bruscos en las tasas de interés y en el tipo de cambio son una fuente importante de incertidumbre para los agentes económicos y pueden tener efectos negativos para el país, si son muy grandes y/o recurrentes. A fin de evitar estas fluctuaciones de precios, la autoridad tendrá que intervenir, ya sea mediante transacciones en el mercado cambiario (bajo tipo de cambio flotante) o mediante la esterilización de los flujos de capital (en el caso de tipo de cambio fijo).

EL GRADO DE SOSTENIBILIDAD DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Autores como Dadush-Dhareshwar-Johannes (1994) consideran que una reversión generalizada de los flujos de capital es poco probable en la actualidad por las siguientes razones: (i) más de la mitad de los flujos de capital toman la forma de inversión directa extranjera; (ii) otra parte toma la forma de bonos, que son más estables que los créditos comerciales; (iii) a pesar del *boom* reciente en los flujos de capital a los países en desarrollo, la magnitud involucrada es todavía pequeña, si se la mide como porcentaje del portafolio de los países de la OECD, y (iv) a pesar de que una elevación en las tasas de interés internacionales puede poner en peligro la sostenibilidad de los flujos de capital, las expectativas de tal incremento son escasas dada la situación macroeconómica actual de los países industrializados.

Sin embargo, hay dos motivos de preocupación. Primero, los indicadores de sostenibilidad de las cuentas externas de varios países -entre ellos México, Argentina y Perú- muestran que se está lle-

gando al límite de estas economías para seguir incurriendo en déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos, pues el coeficiente deuda/exportaciones podría entrar en una senda explosiva[1]. Segundo, existe evidencia de que los mercados de valores de mercados emergentes están sobrevaluados, como lo evidencian los coeficientes precio/utilidades ("*price/earnings ratio*") que más que duplican los de los mercados desarrollados.

Un resultado interesante sobre la sostenibilidad de los flujos de capital se encuentra en el estudio reciente de Claessens, Dooley y Warner (1995), que muestra, en contraposición a la proposición usualmente aceptada, que la inversión extranjera directa no es más estable que los flujos de otros tipos de capital. Los autores concluyen que la inestabilidad de un tipo de flujo de capital está determinada en mayor medida por los cambios que sufra la estructura institucional de los mercados financieros del país receptor que por las características mismas de los flujos. En base al análisis de series de tiempo de la balanza de pagos de cinco países industriales y cinco países en desarrollo, los autores encontraron que, en la mayor parte de los casos, los términos "corto plazo" y "largo plazo" no proveen información alguna sobre las propiedades temporales de estos flujos. Asimismo, mostraron que los flujos de largo plazo son tan volátiles como los flujos de corto plazo y que el conocimiento sobre qué tipo de flujo se trata no permite mejorar la capacidad de predecir el comportamiento de la cuenta de capitales. Los mismos autores también demostraron que, debido a que existe un alto grado de sustituibilidad entre los diversos flujos de capital, sólo tiene sentido analizar la cuenta de capitales en su conjunto, en contraposición a lo que sería un análisis desagregado por tipo de capitales. Esto implica que los programas o políticas orientados a desincentivar el flujo de un particular tipo de capitales en virtud de su supuesta naturaleza volátil serían inapropiadas y, cuando menos, inefectivos. Más bien, lo que se requiere es de políticas macroeconómicas que permitan alcanzar una meta determinada para algún nivel de cuenta corriente y, por lo tanto, para la cuenta agregada de capitales.

MEDIDAS PARA ATENUAR LA SALIDA ABRUPTA DE CAPITALES

Para crear un clima adecuado en materia de sostenibilidad, la medida fundamental es propiciar que la entrada de capitales se destine a financiar proyectos de inversión en vez de planes de consumo, ya que es la única manera de generar recursos para financiar el servicio de los flujos de capital en el futuro.

En un contexto de gran afluencia de capitales, no es suficiente una adecuada combinación de políticas monetaria y fiscal. Si la afluencia de capitales es persistente, resulta necesario introducir otras medidas que mejoren la capacidad de adaptación de la economía mediante una mayor flexibilización de los mercados de factores de producción. Esto incluye la flexibilización del mercado laboral, a fin de que la apreciación del tipo de cambio no lleve a una pérdida de competitividad y no afecte el empleo de manera excesiva. Asimismo, es necesario establecer un marco institucional apropiado para canalizar el flujo de capitales. Esto implica mejorar la regulación y supervisión del mercado financiero doméstico y de valores a fin de evitar crisis financieras.

Métodos Directos

Si el flujo de capitales es causado por una imperfección del mercado o por políticas inconsistentes, los países pueden intentar eliminar la distorsión que genera el referido flujo. Por ejemplo, si el flujo es incentivado por mantener altas tasas de interés domésticas y a la vez se provee de protección cambiaria mediante un *swap* en el Banco Central (caso Chile en 1990), sería recomendable modificar estas políticas. Otro ejemplo es la existencia de un seguro de depósitos gratuito y la presencia de altas tasas de interés con un tipo de cambio fijo o predeterminado.

Puede que el flujo de capitales sea causado por una combinación ineficiente de políticas: política fiscal laxa y política monetaria muy estricta. En este caso, bastaría cambiar el *mix* hacia una política monetaria más laxa y una fiscal más estricta, a fin de reducir las tasas de interés domésticas y desincentivar los flujos de capital. Otras medidas directas están dadas por las restricciones a los flujos de capital, como son: límites al endeudamiento externo, encajes a los préstamos del exterior, límites a la inversión directa extranjera e impuestos, entre otros. Sin embargo, según estudios del FMI (Mathieson-Rojas Suárez, 1993 y Schadler et. al., 1993), estas medidas han probado funcionar sólo en el corto plazo.

Una opción de política económica es sencillamente dejar que el tipo de cambio real se aprecie. La ventaja es que tal apreciación se realiza mediante una apreciación nominal antes que mediante una aceleración de la inflación. La desventaja es que castiga al sector transable de la economía.

Métodos Indirectos

- **Intervención del Banco Central**
  Esta puede ser esterilizada o no esterilizada. Si es esterilizada, el Banco Central trata de recoger el dinero que inyectó a la economía al realizar las compras de moneda extranjera. Esta esterilización se puede lograr a través de incrementos en el encajes o mediante la imposición de límites al crédito bancario, como en Chile y Malasia. Sin embargo, el espacio para la esterilización es reducido cuando el tipo de cambio es fijo o predeterminado y la movilidad de capitales y la sustituibilidad entre activos son muy altas. Además, generalmente este tipo de intervención incrementa el déficit cuasifiscal del Banco Central. Un problema adicional es que la intervención esterilizada puede evitar que el diferencial entre la tasa de interés doméstica y la externa se

acorte, promoviendo un mayor influjo de capitales, introduciendo así un efecto "bola de nieve".

La intervención no esterilizada puede ser deseable si existe una demanda por dinero insatisfecha que la autoridad monetaria quiera acomodar. En tal caso, el rápido crecimiento monetario no sería inflacionario. Además, tiene la ventaja que no genera una carga cuasifiscal. El problema, sin embargo, es que la monetización genera el riesgo de incrementar la vulnerabilidad del sistema financiero a reversiones en los flujos de capital. La reciente recesión argentina y el debilitamiento de su sistema bancario es un claro ejemplo de este problema.

- **Ajuste fiscal**

  Una política fiscal restrictiva tiene dos efectos: uno sobre el nivel del gasto y otro sobre la composición del mismo. El efecto sobre el gasto está referido a la compensación del efecto del flujo de capitales sobre la demanda agregada. Los efectos del mayor flujo de capitales pueden verse compensados con una mayor austeridad fiscal a fin de compensar el crecimiento del gasto del sector privado. El segundo efecto está referido a mantener el tipo de cambio real más alto que en caso contrario, debido al supuesto de que el gasto fiscal tiende a ser más intensivo en bienes no transables que el gasto privado. Dado que el sector público gasta más en bienes y servicios del sector no transable, un recorte del gasto público tiende a reducir el precio relativo de los no transables y, por lo tanto, a mejorar el tipo de cambio real.

- **Liberalización de la Cuenta Corriente**

  Ayuda a aliviar la presión sobre la economía doméstica al volcar el gasto agregado hacia los bienes transables. La experiencia muestra que en todos los casos de apertura comercial y de la cuenta corriente, las importaciones de bienes y servicios se han incrementado de manera sustantiva.

- **Liberalización de la Salida de Capitales**
  Ello permitiría a agentes domésticos, como los fondos de pensiones, a invertir afuera. Esto puede, en parte, compensar el flujo de capitales (ejemplo: Chile). A este respecto, es importante mencionar que el orden de liberalización de los mercados juega un rol importante para el éxito de los procesos de apertura económica. McKinnon (op. cit.) discute el tema y concluye que a fin de evitar la revaluación causada por los flujos de capitales, la reforma de la cuenta comercial debe preceder a la reforma de la balanza de capitales. La fase ulterior de la liberalización debería ser la de permitir la salida de capitales.

- **Modificación del Régimen Cambiario**
  Al moverse hacia un régimen de tipo de cambio flexible o ampliando la banda de fluctuación en un sistema predeterminado, se incrementa el riesgo cambiario de todos los agentes, desincentivando la entrada de capital especulativo. Los ejemplos de Chile, que adoptó un esquema de flotación "sucia" con una banda de fluctuación a mediados de la década de los ochenta y la reciente ampliación de bandas ejecutada por Brasil, apuntan en esta dirección.

Métodos que Limitan la Volatilidad

- **Restringir la Remesa de Capitales y Barreras a la Entrada de Capitales**
  El propósito de esta política es reducir el riesgo de reversión limitando la cantidad de recursos que los inversionistas pueden repatriar en un período de tiempo. Por otro lado, Chile y México han gravado impuestos al endeudamiento externo de corto plazo a fin de desincentivar los influjos supuestamente especulativos.

Por ejemplo, Chile gravó con un encaje mínimo los préstamos internacionales intermediados a través del sistema financiero.

- **Levantar las Restricciones a la Salida de Capitales**
  Una política alternativa es permitir a los residentes invertir en activos externos, sin restricciones. Los inversionistas extranjeros, por ejemplo, pueden percibir el país como menos riesgoso (en el sentido de no verse obligado a permanecer más allá del horizonte de inversión planeado) y fomentar así el flujo de capitales. Labán-Larraín (1994) sostienen que esta medida genera más entradas de capitales al incrementar la confianza de los inversionistas extranjeros.

- **Mantener Objetivos Fiscales y Monetarios de Largo Plazo**
  Ello permite hacer a la economía menos vulnerable a los *shocks* externos y constituye una señal de buen manejo a los inversionistas, entre otros.
  En suma, como señalan Corbo y Hernández, lidiar contra el riesgo de una potencial reversión en los flujos de capital "no es tanto un asunto de restringir la salida de los capitales, como de construir mecanismos de absorción de *shocks* de manera que los efectos negativos de un eventual shock negativo a la economía sean minimizados" (Corbo-Hernández, 1994, pág. 9).

HECHOS ESTILIZADOS Y LECCIONES DE POLÍTICA

En la medida de que los diferentes países respondieron a este fenómeno con diferentes instrumentos y obtuvieron diferentes resultados, los principales hechos estilizados constituyen un rico acervo de experiencias y lecciones de política:

(i) Una parte sustancial de los flujos de capital se canalizó hacia la acumulación de reservas internacionales. Como señala Calvo et. al. (1994), el gran incremento en los *stocks* de reservas oficiales de los países recipientes es un indicador del grado de intervención en el mercado cambiario por parte de las autoridades monetarias y la renuencia a permitir la apreciación de la moneda doméstica. Para América Latina como un todo, la participación de la acumulación de reservas en el total de influjos de capital cayó del 50% en 1991 a 40% en 1992, y a un 30% en 1993. Ello implica que los flujos de capital han estado asociados con el financiamiento de crecientes déficits en la cuenta corriente. En 1994, las reservas oficiales de la región se redujeron a pesar de que los flujos de capital se mantuvieron casi inalterados.

(ii) En la mayoría de los países los flujos de capital estuvieron asociados con crecientes déficits en las cuentas corrientes. Las tasas de inversión aumentaron, mientras las tasas de ahorro disminuyeron. "La mayoría de países de la región experimentó un deterioro en la cuenta corriente durante el período 1990-1994. Pero tal deterioro fue sustancialmente mayor en países en los que el tipo de cambio se apreció que en países donde ello no ocurrió" (Gavin-Leiderman, op. cit. pág. 11).

(iii) Los flujos de capital vinieron acompañados por una aceleración en el gasto de consumo privado, especialmente por el *boom* del consumo de bienes importados durables.

(iv) En muchos de los países se registró un incremento en el crecimiento de los saldos monetarios reales. En Chile y Filipinas tal crecimiento fue casi nulo, mientras en Argentina sí fue muy significativo. Las diferencias entre países se deben a variaciones en el grado de esterilización de los flujos de capital.

(v) El surgimiento de flujos de portafolio vino acompañado de un marcado incremento en los precios de las acciones bursátiles y los bienes raíces en los países recipientes.

(vi) La evidencia respecto del comportamiento del tipo de cambio real es mixta. Aunque en la mayoría de países de América Latina se registró una apreciación del tipo de cambio real, en Asia tal efecto fue mucho menor. Un factor que explica esta diferencia es la composición de la demanda agregada. En Asia la inversión creció mucho más durante el período que en América Latina, donde los flujos financiaron más *booms* de consumo y permitieron un menor ahorro privado. Si la inversión tiene un mayor componente importado que el consumo, ceteris paribus, se explicaría la diferencia en el comportamiento del tipo de cambio entre ambas regiones. En el caso de América Latina existe una clara asociación empírica entre la disponibilidad de capital internacional y el tipo de cambio real. El tipo de cambio real se apreció considerablemente en Argentina, Colombia, Ecuador, México y Uruguay. Chile, por su parte, experimentó una menor apreciación real. Es importante notar que este fenómeno es común tanto a países que operaban bajo un régimen de tipo de cambio flexible, así como bajo tipo de cambio fijo (Gavin-Leiderman, op. cit.).

(vii) En general, la mayoría de los países evitó un incremento significativo de la inflación. Asimismo, es importante notar que los países que recibieron los mayores flujos de capitales no han sido los que sufrieron la mayor apreciación cambiaria. (Corbo-Hernández, op. cit.).

(viii) Aquellos países que realizaron un ajuste fiscal importante son aquellos que pudieron combatir mejor la apreciación cambiaria (Malasia, Chile, Indonesia y Tailandia). Por el contrario, aquellos que no ajustaron las finanzas públicas sufrieron de un mayor grado de apreciación cambiaria; a pesar de no ser los que recibieron un mayor flujo de capitales (Argentina, México, Filipinas y Corea). En este sentido, una política fiscal restrictiva parece ser la política más efectiva para evitar una gran apreciación del tipo de cambio

real (Corbo-Hernández, op. cit. y De la Dehesa, 1994).

Sin embargo, al respecto, Gavin y Leiderman hacen las siguientes reflexiones: "A veces se argumenta que la política fiscal debe ser restrictiva en respuesta a influjos de capital con el fin de prevenir un recalentamiento de la economía doméstica y para moderar la apreciación asociada del tipo de cambio real. Al mismo tiempo, a veces se argumenta que la política fiscal debe ser restrictiva en respuesta a la salida de capitales a fin de promover el ajuste hacia un nivel más bajo de financiamiento externo. ¿Cuál es entonces la respuesta apropiada de la política fiscal a variaciones en el flujo de capitales? Más aun, dada la relativa lentitud con que la política fiscal puede ajustarse y la gran velocidad que toman los cambios en la disponibilidad de capital en el mercado internacional, ¿es factible una respuesta fiscal adecuada?" Gavin-Leiderman, op. cit. pág. 15).

(ix) Las experiencias de Chile y Colombia muestran que una intervención esterilizada tiende a exacerbar los flujos de capitales antes que a reducirlos. Ello ocurre porque se tiende a incrementar el diferencial entre las tasas de interés doméstica y externa. El uso de intervenciones esterilizadas ha mostrado no ser una herramienta efectiva más allá del corto plazo. En el mediano y largo plazo, esta política tiende a empeorar el déficit cuasifiscal del Banco Central, lo que se puede constituir como una fuente de ataques especulativos contra el tipo de cambio. Al comparar las experiencias de Indonesia, Tailandia y Malasia, por una lado, y Colombia, Corea, México y Filipinas, por el otro, la intervención esterilizada parece ser más efectiva cuando viene acompañada de restricción fiscal (Corbo-Hernández, op. cit).

(x) Cuando la cuenta corriente está en déficit y, además, se encuentra sobrefinanciada, es decir, que los capitales de largo plazo exceden el déficit de la cuenta corriente y, más aun, éste viene acompañado por capitales de corto plazo se está frente a un caso

en el que el incremento de los flujos de capital es temporal. Para Dadush, Dhareshwar y Johannes (op.cit.), en esta situación no parece apropiado incurrir en los grandes costos de ajuste que significa primero enfrentar una revaluación y luego devaluación del tipo de cambio real. De hecho, en estas circunstancias, la revaluación del tipo de cambio real constituye una admisión implícita del fracaso de política para luchar con el problema de fondo. El permitir que el tipo de cambio se revalúe puede ser el recurso más sencillo, pero también el potencialmente más dañino en el largo plazo.

Notas

1 Podemos determinar el criterio de sostenibilidad del sector externo de una economía sobre la base del coeficiente asintótico deuda /exportaciones (*Asymptotic Liabilities/Export ratio*, ALE). El ALE se define como el déficit de la cuenta corriente como proporción de las exportaciones, dividido entre la tasa de crecimiento de las exportaciones. De esta manera, si el déficit de la cuenta corriente -como proporción de las exportaciones- es excesivamente alto, llegará un momento en que la economía será incapaz de servir sus pasivos. Se puede demostrar que el flujo de fondos sostenible es directamente proporcional a la diferencia entre el crecimiento de las exportaciones y la tasa de interés internacional. (Ver Dadush, Dhareshwar-Johannes, op. cit).

CAPÍTULO 3

DOLARIZACIÓN Y SUSTITUCIÓN MONETARIA

El fenómeno de dolarización, entendido como la utilización del dólar (moneda extranjera) por los residentes de un país como unidad de cuenta y reserva de valor, es recurrente en países que han atravesado por largos períodos de alta inflación y represión financiera. La sustitución monetaria -que podría catalogarse como un proceso más avanzado de dolarización, pues incluye la adopción de la moneda extranjera como medio de cambio- tiene importantes implicancias sobre las finanzas públicas, el nivel y variabilidad de la inflación, la autonomía monetaria, la balanza de pagos y el tipo de cambio. Algunas de las más importantes son:

- Su presencia es la razón detrás de la alta variabilidad de la inflación observada en países latinoamericanos (Calvo y Végh, 1992);
- La pérdida de la autonomía monetaria, considerando la transmisión internacional de inflación aún con regímenes de tipo de cambio flexible (McKinnon, 1982; Daniel, 1985; Miles, 1978).
- La inestabilidad de la demanda por dinero.

- La dinámica que han seguido las economías latinoamericanas en los recientes procesos de estabilización llevados a cabo. La expansión-hoy-día-recesión-mañana que está asociada a planes que utilizan el tipo de cambio como ancla nominal, así como las recesiones iniciales que se asocian a procesos que usan la cantidad nominal de dinero como ancla serían explicadas en modelos que incluyen el componente de sustitución monetaria (Calvo y Végh, 1990).

El enfoque tradicional teórico establece que la sustitución monetaria responde a cambios en el diferencial de tasas de interés nominales o a diferenciales de inflación. Asimismo, este enfoque supone que el fenómeno es simétrico en el sentido de que una vez que se revierten los factores que conllevan a su surgimiento -como medidas de política económica inconsistentes que conducen a procesos inflacionarios y crisis de balanza de pagos- el proceso también se revertirá. Sin embargo, no ha sido así en la práctica. En muchos países latinoamericanos, como México, Argentina, Bolivia, Uruguay y Perú, aun después de programas de estabilización exitosos, la dolarización se ha mantenido y en algunos casos aumentado, caracterizándose así por su fuerte persistencia.

DEFINICIÓN

No existe un consenso generalizado en cuanto a la definición de sustitución monetaria; la discusión surge en torno a qué funciones del dinero interno son las que han sido reemplazadas por el uso de la moneda de otro país. Las monedas son bienes transables por excelencia, pueden ser fácilmente transportados de un país a otro y algunas de ellas gozan de prestigio en todo el mundo (como el dólar). Esto ha llevado a que monedas que exhiben poca capacidad de guardar valor -

debido a una gran inflación- sean reemplazadas por monedas más "fuertes". Así, el término "dolarización" ha sido utilizado para describir la sustitución del dinero nacional por el dólar como reserva de valor o unidad de cuenta. La literatura económica, en general, considera que la "sustitución monetaria" implica la sustitución de moneda doméstica por dinero foráneo como medio de pago. Por lo tanto, una economía en la que la moneda extranjera sirve como unidad de cuenta y/o depósito de valor, se dice que está "dolarizada", aunque no necesariamente está sujeta a sustitución monetaria.

Sin embargo, en la práctica, la dolarización está íntimamente ligada a la sustitución monetaria. La experiencia muestra que la sustitución monetaria es la última etapa de un proceso que se inicia con la pérdida de las otras funciones del dinero doméstico. En países con alta inflación, el dinero extranjero es utilizado primero como unidad de cuenta -sobre todo para el caso de bienes de consumo durables y bienes inmuebles- y reserva de valor y, sólo posteriormente, como medio de pago. Por lo tanto, la dolarización usualmente precede a la sustitución monetaria. Por otro lado, con respecto a la medición del fenómeno, dado que normalmente no existen datos de la cantidad de dinero extranjero circulando en la economía, los coeficientes de dolarización (cuasidinero en el sistema financiero nacional denominado en moneda extranjera como proporción del total) se han utilizado comúnmente como variables *proxy* (véase por ejemplo, Savastano, 1992). Evidentemente, esto puede conducir a una subestimación de la magnitud real del fenómeno.

CAUSAS

La sustitución monetaria es usualmente la consecuencia final de la alta inflación. Cuando la inflación aumenta y llega a niveles muy altos, la moneda doméstica pierde su función de medio de cambio y

entonces se produce la sustitución monetaria. Sachs (1986) señala que en el caso de la hiperinflación boliviana, la inflación fue detenida antes que se alcanzara ese punto. En contraposición, Sargent (1982) señala que la moneda extranjera era mantenida en grandes cantidades para fines transaccionales durante la hiperinflación alemana.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que no hay razones muy fuertes para suponer que los motivos que llevan a las personas a "dolarizar" su portafolio de activos, no sean las mismas que impulsan a usar el dinero foráneo como medio de cambio, principalmente en países donde la situación económica ha llevado a una pérdida considerable del valor de su moneda.

Desde la perspectiva de los países subdesarrollados, Tanzi y Blejer (1982) llaman la atención acerca del rol que debe jugar la tasa de interés con el fin de evitar o reducir la sustitución monetaria. El rendimiento nominal sobre los activos tiene que ser mayor o igual que la devaluación más la tasa de interés nominal internacional a fin de evitar el proceso de sustitución monetaria. En su opinión, este fenómeno debe ser combatido debido a que es nocivo para los países por las siguientes razones: a) tiende a crear o agravar las dificultades de la balanza de pagos; b) el dinero puede ser un factor importante en la función de producción de un país y así la reducción del *stock* de dinero nacional puede tener efectos reales negativos; c) se reduce la independencia del Banco Central y, por lo tanto, aumentan las dificultades que deben afrontar las autoridades al momento de implementar programas de estabilización, y d) al reducirse el stock real de dinero nacional, disminuye la base del impuesto inflación y, por lo tanto, se puede generar una mayor variabilidad en el nivel de precios.

Asimismo, factores institucionales también juegan un rol preponderante en el proceso de dolarización, como lo enfatiza Savastano (1992) en un estudio de la dolarización en cuatro países latinoamericanos (Bolivia, México, Perú y Uruguay). En todos los casos, se permitió la tenencia de activos financieros denominados en dólares des-

pués de un período de serios desbalances externos. Y en todos -salvo Uruguay- el proceso de dolarización terminó de manera abrupta, cuando se dictó la conversión de facto de tales depósitos a moneda doméstica. Sin embargo, el proceso de dolarización no puede ser eliminado si no se revierten las causas que lo generaron.

EFECTOS

Los primeros estudios sobre la sustitución monetaria analizaron el fenómeno a partir de la inestabilidad de la demanda de dinero que se observaba en muchos países debido a las tenencias de saldos reales de moneda extranjera por parte de los residentes de un país.[1] Este fenómeno implicaba que la autoridad monetaria perdía el control sobre la oferta monetaria e, incluso, que la inflación internacional podía transmitirse aún con un régimen de tipo de cambio flexible. Otra línea de investigación asociada a la anterior es la inestabilidad de la velocidad de circulación del dinero en las economías desarrolladas. La aparente inestabilidad se explicó por el hecho que los agentes domésticos mantenían dinero de otros países dentro de sus *stocks* de activos, y la proporción del dinero extranjero dentro del portafolio se alteraba ante cambios en los costos de oportunidad relativos.

Desde la perspectiva de los países en desarrollo, el primer intento de analizar los efectos de sustitución monetaria fue el de Calvo y Rodríguez (1977), quienes concluyeron que la variabilidad que se presenta en los tipos de cambio reales era explicada por la presencia de sustitución monetaria. Los autores muestran que un incremento de la oferta monetaria podría producir una depreciación del tipo de cambio real mayor que la requerida por el equilibrio de largo plazo (*overshooting*).

Otros estudios se han centrado en el tema de la dolarización y el financiamiento inflacionario. La dolarización reduce la base del

impuesto inflación, por lo que se requiere un mayor nivel de inflación para satisfacer las mismas necesidades de financiamiento del gobierno.

A continuación se resumen los principales resultados de estas líneas de investigación:

La Inestabilidad de la Demanda por Dinero y la Autonomía de la Autoridad Monetaria

La inquietud por la sustitución monetaria surgió a partir de la evidencia existente sobre la inestabilidad de la demanda por dinero en los países desarrollados. McKinnon (1982) analiza la independencia de la política monetaria frente a cambios en las ofertas de dinero de otros países, sosteniendo que el diseño de la política monetaria en los EE.UU. se había basado exclusivamente en objetivos monetarios denominados en moneda nacional. Esto se debía a que supuestamente el régimen de tipo de cambio flexible permitía garantizar la autonomía monetaria nacional para todos los países. El autor concluye que la inestabilidad en la demanda por dinero se debe a que generalmente las autoridades monetarias no consideran la moneda extranjera que mantienen los residentes en sus portafolios. McKinnon afirma que la falta de una correlación uno a uno entre el crecimiento monetario y la inflación se explicaría por la presencia de la sustitución monetaria, por lo que un mejor predictor de la inflación en Estados Unidos sería el crecimiento de la oferta monetaria mundial, con lo que así la inflación seguiría siendo un fenómeno monetario.

Bajo un régimen de tipo de cambio fijo, o predeterminado, la independencia monetaria de un país se pierde, porque al fijarse una meta cambiaria la autoridad monetaria se compromete a defender el tipo de cambio, por lo que debe estar listo a intervenir activamente en el mercado cambiario. En este contexto, de ocurrir una expansión monetaria en el resto del mundo se genera inflación y déficit en

balanza de pagos en ese bloque, pero también se produce un superávit de balanza de pagos para el país en cuestión y la monetización de esta ganancia de reservas internacionales llevará a que la oferta monetaria del país se incremente, así como sus precios domésticos. Este es el mecanismo de transmisión internacional de la inflación que señala Miles (1978). Para el caso de tipos de cambio flexibles, el saldo de la balanza de pagos es siempre cero, por lo que no existe un flujo de monedas entre los bancos centrales, ni hay transmisión internacional de inflación. Este sistema es, en principio, inconsistente con la intervención de los bancos centrales a fin de mantener el valor de sus monedas y ello permite que los países mantengan su independencia monetaria. Miles señala que en todos los países existe una proporción de agentes que mantiene dinero extranjero para fines comerciales y/o de turismo, especialmente en zonas fronterizas y que este hecho implica una pérdida de autonomía monetaria. La transmisión internacional de la inflación dependerá del grado de sustitución monetaria. En este contexto, aun bajo un sistema de tipo de cambio flexible, se pierde la autonomía o independencia monetaria.

Por otro lado, Girton y Roper (1981) concluyen que la presencia de sustitución monetaria sería la responsable de producir variaciones anticipadas en el tipo de cambio y en mayor magnitud de la necesaria para equilibrar el TCR. Cuando se prevé una devaluación los agentes demandarán mayor cantidad de dinero extranjero, lo cual implica una huida de la moneda local, produciendo un aumento en el tipo de cambio por encima de lo que se requiere en el largo plazo (*overshooting*), por lo que esta sobrereacción del tipo de cambio será proporcional al grado de sustitución monetaria.

¿Alentar la Dolarización?

Tal como lo mencionan Calvo y Végh (1992), la discusión

sobre si la sustitución monetaria debe ser reforzada o no es una cuestión controversial. En este sentido, algunos autores sostienen que la dolarización total de la economía asegura que la autoridad monetaria no pueda recurrir al impuesto inflación, lo que representa un compromiso creíble con la estabilización (Cuckierman, Kiegel y Liviatan, 1992). Esta solución fue adoptada por Panamá, logrando hacer converger su tasa de inflación interna con aquella de los Estados Unidos. En tal sentido, la dolarización total puede considerarse como un extremo de la fijación de tipo de cambio, con la ventaja de otorgar un nivel de credibilidad más fuerte.

La crítica más fuerte contra esta dolarización total está en que obliga al sector financiero a operar sin un "prestamista de última instancia", función que normalmente cumplen los bancos centrales. Autores optimistas señalan que ello obliga a una extraordinaria disciplina al sistema financiero. Pero la experiencia muestra lo útil que es tener un Banco Central detrás que pueda acudir en apoyo del sistema financiero ante un eventual colapso, lo cual se dificulta con el proceso de dolarización. Esto es particularmente válido cuando se intenta atacar la alta inflación mediante la dolarización total.

De otro lado, Rostowski (1992) considera que, contrariamente a lo que señalan Calvo y Végh, la sustitución monetaria no empeora la recesión inicial de los programas de ajuste que se basan en ancla monetaria. Argumenta que la disponibilidad de una segunda moneda implica que el nivel de la liquidez es mayor en la etapa previa al inicio del proceso de estabilización, por lo que la menor tasa de crecimiento del dinero nacional post-estabilización tendrá un menor efecto recesivo que en el caso de que no existiese esta segunda moneda.

Finalmente, cabe preguntarse si la dolarización debe ser combatida. Lo cierto es que el uso creciente de la moneda doméstica debe reflejar la confianza del público en las políticas del gobierno y no la imposición de medidas de facto, como la convertibilidad obligatoria de los depósitos en moneda extranjera a moneda nacional.

La Dinámica del Tipo de Cambio y la Balanza de Pagos

El trabajo pionero de Calvo y Rodríguez (1977) presenta un modelo de dos sectores (transables y no transables) en el cual, dentro de un contexto de total flexibilidad de precios y expectativas racionales, muestra que un incremento de la oferta monetaria podría producir una depreciación del tipo de cambio real mayor que la requerida por el equilibrio de largo plazo ("*overshooting*"). Uno de los principales supuestos para este resultado es que el dinero foráneo es el único activo transable internacionalmente que pueden mantener los residentes de un país, lo cual es consistente con cierto grado de movilidad de capitales. Además, suponen que el dinero doméstico (del país pequeño) no es mantenido por residentes en el extranjero, con lo cual ante un crecimiento de la oferta monetaria doméstica, aumenta la demanda por dinero extranjero (debido a la expectativa de mayor tasa de inflación interna) y para cubrir esa mayor demanda se debe de aumentar la oferta de dinero externo, lográndose tal incremento a través de superávits en la balanza de pagos, lo que a su vez implica una depreciación del tipo de cambio real. Por lo tanto, la presencia de sustitución monetaria puede llevar a movimientos más pronunciados en el tipo de cambio real.

El Financiamiento Inflacionario

La idea tradicional es que la presencia de sustitución monetaria incrementa la elasticidad de la demanda por dinero nacional, lo que conlleva que la inflación requerida para financiar un nivel dado de déficit fiscal sea mayor. Ello implica que la tasa de inflación que maximiza la recaudación del impuesto inflación sea menor que en ausencia de sustitución monetaria (Khan-Ramírez Rojas, 1986). Imrohoroglu (1991) analiza para varios grados de sustitución moneta-

ria la forma de la curva de Laffer y concluye que cuando existe un alto grado de sustitución entre monedas, la curva de Laffer se hace más pronunciada, con su pico alrededor de la tasa exógena de inflación internacional. Asimismo, algunos trabajos muestran cómo la sustitución monetaria no sólo lleva a una mayor inflación, sino a una mayor volatilidad en la inflación (McNelis y Asilis, 1992 y Rojas-Suárez, 1992).

Por otro lado, dado que pasarse de la moneda doméstica a la extranjera genera costos, la sustitución monetaria puede tener implicancias sobre la distribución del ingreso. Como muestra el trabajo de Sturzenegger (1992), donde se asume un costo fijo al paso de una moneda a otra (costo de transacción), sólo los agentes de ingresos altos pueden encontrar la forma de deshacerse de la moneda doméstica (reduciendo así su pago de impuesto inflación), mientras los agentes de bajos ingresos se convierten en los sectores que más impuesto inflacionario pagan.

Sustitución Monetaria y Estabilización

Modelos recientes intentan racionalizar la dinámica de los procesos de estabilización llevados a cabo durante la década pasada. Calvo y Végh (1990) desarrollaron un modelo que trata de explicar la dinámica macroeconómica bajo dos tipos de programas de estabilización: aquellos basados en una meta para el tipo de cambio nominal y aquellos basados en una meta monetaria. Bajo ciertos supuestos razonables, que incluyen la presencia de sustitución monetaria, los autores demuestran que la elección de la meta también constituye una elección entre "expansión primero y recesión después" (en el caso de las estabilizaciones basadas en el tipo de cambio) o "recesión ahora y expansión después" (para el caso del ancla monetaria).

En el caso de estabilización basada en el tipo de cambio -si la

estabilización es percibida como temporal- la estabilidad transitoria del tipo de cambio lleva a que disminuya la tasa de interés nominal, lo cual disminuye el precio efectivo del consumo. Como este fenómeno es percibido como transitorio, los agentes aumentan su demanda por bienes transables (anticipando un incremento en el precio relativo de los mismos en el futuro y la disminución del *stock* de reservas internacionales del país). Al fijarse el tipo de cambio, el precio de los transables estará dado en el corto plazo, y ya que la inflación de los bienes no transables no cesa de inmediato -e incluso puede aumentar debido a la monetización del influjo de capitales- se produce una apreciación del tipo de cambio real junto con una economía recalentada. Conforme el precio de los no transables se incrementa, el exceso de demanda de bienes no transables se comienza a revertir, con lo que la economía presenta una fase recesiva luego de la expansión inicial.

Para el caso de programas con tipo de cambio flexible, en donde se tiene una meta monetaria, se suscita un incremento de las tasas de interés nominal que induce a una sustitución desde la moneda extranjera hacia la moneda nacional. Ello conduce a una recesión inicial, ya que si los precios son rígidos a la baja, la única forma de equilibrar el mercado monetario es a través de una reducción del producto. En estos programas, las expectativas juegan un rol preponderante. Específicamente, mientras mayor sea el grado de elasticidad de sustitución entre las dos monedas, mayor será el traslado desde la moneda extranjera hacia la doméstica como resultado de la reducción de la inflación esperada y, por tanto, mayor la apreciación real y la recesión asociada. Por ello, Calvo y Végh concluyen que ante la existencia de un fenómeno de sustitución monetaria, es preferible adoptar un ancla cambiaria, particularmente si una temprana desaceleración de la inflación contribuye a otorgar mayor credibilidad al programa de estabilización.

Persistencia del Fenómeno de Dolarización

Un hecho estilizado en el proceso de sustitución monetaria en América Latina es su fuerte persistencia. Rodríguez y Guidotti (1992) consideran que existe un ingrediente de "histeresis" detrás de este fenómeno de persistencia, y que evita que el fenómeno sea fácilmente revertido. Guidotti y Rodríguez encuentran que en los casos de Bolivia y Argentina la dolarización no se revirtió aun cuando las causas que la ocasionaron cesaron[2]. Como señala Vílchez (1995), el hecho de que la finalización drástica de períodos de dolarización sólo se haya producido a través de confiscaciones de depósitos denominados en moneda extranjera dentro del sistema financiero constituye evidencia adicional de la persistencia de la sustitución monetaria.

Los autores establecen una banda de niveles de inflación, en que si se produce el cambio hacia la moneda extranjera es porque la inflación sobrepasó una cota superior. De otro lado, si un mercado está dominado por operaciones con moneda extranjera, sólo ocurrirá el cambio hacia la moneda nacional si la inflación es menor que la cota inferior. Sugieren, además, que el incremento de la velocidad de circulación del dinero no sólo está positivamente correlacionada con incrementos de la tasa de inflación, sino también con el nivel de inflación. Así, un país con inflación alta tendrá una velocidad de circulación que irá siempre creciendo junto con un aumento de la dolarización. Este modelo permite destacar el papel que juega la política fiscal para enfrentar el problema. Sólo la imposición y perseverancia de la disciplina fiscal que evita el financiamiento inflacionario de los déficits, logra revertir el proceso de sustitución monetaria. Los autores sugieren que el proceso se revertirá sólo cuando el nivel de inflación interno sea inferior al internacional.

Recientes modelos que intentan explicar la fuerte persistencia del proceso de dolarización incluyen los de Arrau (1990) y Arrau et. al. (1991), en donde la presencia de innovaciones financieras, así

como el desarrollo de nuevos instrumentos de ahorro pueden ocasionar que la demanda de dinero nacional permanezca en niveles bajos aun cuando la inflación y, por lo tanto, las tasas de interés nominales se hayan reducido. Para el caso del Perú, la presencia cada vez mayor de tarjetas de crédito y el desarrollo de todo un sistema de pagos en moneda extranjera para todo tipo de transacciones, puede llevar a que el proceso de sustitución monetaria no se revierta.

TRABAJOS EMPÍRICOS EN AMÉRICA LATINA

Ortiz (1983) se pregunta en qué medida la existencia de depósitos denominados en dólares en México (los denominados Mexdollars) podría haber generado un fenómeno de sustitución monetaria. Si la demanda por moneda doméstica estuviera influenciada por variables foráneas, un grado sustancial de inestabilidad podría ser importado de afuera aun cuando las autoridades monetarias siguieran políticas macroeconómicas consistentes. El autor intenta explicar y cuantificar las principales fuerzas que determinan el comportamiento del fenómeno de dolarización, así como los problemas de inestabilidad monetaria causados por la presencia de sustitución monetaria.

Al investigar econométricamente las causas de la dolarización, el autor encontró que el coeficiente depósito en dólares/depósitos en pesos, era afectado por las expectativas de devaluación, así como otros factores relacionados al riesgo cambiario. Por otro lado, estimó funciones de demanda para agregados monetarios en pesos y dólares, encontrando que las tasas de interés externas no afectaban significativamente la demanda por pesos, por lo que no encontró evidencia de sustitución monetaria. Es decir, los problemas de inestabilidad asociados a la hipótesis de sustitución monetaria no eran empíricamente

significativos en el caso de México. Por el contrario, en la medida en que los Mexdollars eran sustitutos cercanos de los dólares mantenidos en el exterior, el mercado de Mexdollars constituía un factor estabilizador desde el punto de vista de balanza de pagos.

Rogers (1992) realizó estimaciones y obtuvo resultados robustos en un modelo con un tratamiento más sofisticado de las series temporales y encontró una correlación negativa entre la devaluación y los depósitos en moneda extranjera (Mexdollars). La explicación de este resultado estaría dada por el hecho del permanente riesgo de inconvertibilidad: ante una elevación de la tasa de la devaluación -que viene asociada a crisis de balanza de pagos- los agentes optan por retirar sus depósitos denominados en moneda extranjera del sistema financiero ante el peligro de que éstos sean confiscados para combatir la crisis de balanza de pagos.

Uno de los primeros trabajos realizados en torno a este fenómeno para América Latina fue el de Ramírez-Rojas (1985), en el que se identifica al nivel de riqueza real, factores institucionales, devaluación esperada y los diferenciales de retorno de la moneda doméstica y externa como determinantes del fenómeno de sustitución monetaria. Tomando como variable dependiente la proporción de dinero nacional (M2) con respecto a los depósitos en moneda extranjera (convertido a moneda nacional), el autor muestra que la devaluación esperada presenta signo negativo y encuentra que entre los efectos macroeconómicos de la sustitución monetaria se descubre que ante la anticipación de un crecimiento monetario, los agentes demandan una mayor cantidad de dinero extranjero, ocasionando un déficit en balanza de pagos y una depreciación del tipo de cambio real, una reducción de los saldos reales en moneda nacional y un mayor efecto inflacionario, confirmando la validez empírica del modelo de Calvo y Rodríguez.

La estimación realizada por Agénor y Khan (1992) para diez países en desarrollo, entre los que se encuentran Brasil, Ecuador y

México, indica que la tasa de interés externa y las expectativas de devaluación son determinantes en el comportamiento del coeficiente dinero doméstico/liquidez total para estos países.

En la misma óptica, Rojas-Suárez (1992) estima un modelo autorregresivo dinámico de sustitución monetaria para el Perú, en el que se incluye como regresores rezagos del ratio de dinero doméstico a dinero extranjero. La idea es que cuando los agentes realizan el cambio de la moneda nacional a la extranjera, el proceso inflacionario se agudiza. Rojas-Suárez encuentra que los valores rezagados del coeficiente dinero doméstico/dinero extranjero se incrementa en el período agosto 1985 - junio 1990, precisamente cuando la inflación se incrementó.

McNelis y Nickelsburg (1988, 1989) analizaron las experiencias de sustitución monetaria y dolarización en Argentina, Chile, Ecuador y Perú. Estos autores muestran que conforme los depósitos en dólares fueron creciendo, la oferta monetaria doméstica fue progresivamente perdiendo poder predictivo del proceso inflacionario. Argumentan, además, que incluso pequeños déficits pueden generar tasas de inflación crecientes y muy volátiles. De esta forma, el impuesto inflacionario deviene en un instrumento precario de financiamiento para el gobierno, ya que la presencia de sustitución monetaria puede llevar a una rápida desmonetización (en términos de la moneda doméstica) y en una severa reducción de la base para el señoriaje.

En general, todos los trabajos concluyen que la presencia de la sustitución monetaria en los países de América Latina produce una serie de efectos negativos; entre ellos, incrementa la variabilidad de la inflación y la volatilidad del tipo de cambio real, aumenta la dificultad para absorber *shocks* externos y para implementar programas de estabilización, se pierde autonomía monetaria y se incrementa la regresividad de la inflación. Finalmente, el fenómeno ha probado ser persistente más allá de la desaparición de las causas que la originaron.

Notas

1 Entre estos se puede citar a Miles (1978), Girton y Rooper (1981).

2 En el caso de Bolivia, la dolarización de la economía no se revirtió luego del exitoso plan de estabilización de 1985. Actualmente, alrededor del 80% de los depósitos del sistema financiero se encuentra denominado en dólares.

CAPÍTULO 4

REGÍMENES CAMBIARIOS: FIJACIÓN O FLOTACIÓN

Luego de revisar el concepto de tipo de cambio real (TCR), su crucial importancia para el desempeño de la economía, y analizado los efectos de los flujos de capitales y la sustitución monetaria sobre el comportamiento del tipo de cambio y sobre la capacidad de manejo monetario o cambiario por parte del Banco Central, en esta sección se estudiará la elección del régimen cambiario por parte de las autoridades monetarias.

Antes de proceder es conveniente hacer una aclaración respecto a los alcances de la decisión sobre qué régimen cambiario escoger. Como se explicó en la segunda sección, variables monetarias no tienen efectos sobre el tipo de cambio real de equilibrio (TCRE). Esto no es sorprendente, pues el TCRE es, por definición, un concepto de largo plazo. Y en el largo plazo no es lógico que se puedan afectar precios relativos o variables reales con el hecho de imprimir más o menos dinero (cuyo costo marginal es, para todo fin práctico, igual a cero). Sin embargo, las variables monetarias tienen efectos sobre precios relativos o el sector real en el corto plazo. De hecho, la política monetaria constituye un instrumento crucial para el manejo de la demanda agregada y tiene efec-

tos importantes sobre la economía real en el corto plazo.

De la misma manera, el régimen de tipo de cambio nominal no puede tener efectos sobre el TCRE, pero sí afecta la evolución del TCR en el corto plazo (ver Mussa, 1976). Por lo tanto, la selección del régimen cambiario puede resultar crucial para el desenvolvimiento de la economía en el corto plazo, o en períodos de transición como lo es un programa de estabilización macroeconómica. Como se vió en la revisión de la literatura, la dinámica macroeconómica de la estabilización (en términos del PBI, empleo, tasas de interés y el tipo de cambio real) es sustancialmente diferente si se utiliza un ancla monetaria en vez de un ancla cambiaria. En principio, al final del proceso las variables macroeconómicas llegarán a los mismos valores, pero su transición hacia su estado final (*steady state*) habrá sido muy diferente bajo los dos regímenes cambiarios. Por lo tanto, la selección del régimen cambiario no es una decisión trivial para las autoridades, cuyos horizontes temporales usualmente son más reducidos que los períodos de transición a los que se ha hecho alusión.

En el mundo real existe una multiplicidad de arreglos cambiarios: fijación con respecto a una moneda o a una canasta de monedas, minidevaluaciones (*crawling peg*), bandas para el tipo de cambio, flotación sucia y flotación menos sucia (la flotación limpia parece estar limitada a los libros de texto) e, incluso, existen tipos de cambio múltiples (que constituyen una variación del tipo de cambio fijo). Sin embargo, todos ellos pueden clasificarse como pertenecientes a un régimen de flotación o a un régimen de fijación o de tipo de cambio predeterminado.

FLOTACIÓN CAMBIARIA

Bajo este régimen, el Banco Central no tiene compromiso alguno con defender una determinada tasa de cambio, por lo que, en principio,

la autoridad monetaria no tendría por qué intervenir en el mercado cambiario a fin de regular o influenciar el comportamiento del tipo de cambio. Como su propio nombre lo indica, el tipo de cambio flota, fluctúa, y de esta manera equilibra el mercado cambiario (que, como se discutió anteriormente, no implica necesariamente que el tipo de cambio del mercado corresponde al tipo de cambio de equilibrio de largo plazo). Bajo este sistema, el Banco Central puede perseguir una meta monetaria independiente. Esta meta puede ser algún agregado monetario (base monetaria o emisión primaria, M1, o alguna otra definición de pasivos monetarios del sistema financiero) o alguna tasa de interés.

El optar por regular la oferta de dinero, que corresponde a la opción de flotar el tipo de cambio, supone que las autoridades pueden predecir con cierto grado de certeza el comportamiento de la demanda por dinero. Esto requiere que la demanda por dinero sea una función estable y predictible. Si esto fuese así, este régimen tiene la gran ventaja que las autoridades pueden regular el crédito del sistema financiero y suavizar el ciclo económico mediante un manejo apropiado de la demanda agregada.

El gran atractivo de contar con independencia monetaria reside en que supuestamente se puede perseguir una meta inflacionaria independiente. La teoría cuantitativa del dinero y el enfoque monetario del tipo de cambio son los fundamentos teóricos de aquellos que favorecen la adopción de este régimen cambiario. Al controlar la oferta de dinero y conocer la demanda por el mismo, el establecimiento de una meta monetaria permitirá alcanzar la meta de inflación que deseen las autoridades.

En la medida que la demanda por dinero es inestable o difícil de predecir, entonces el tratar de regular la oferta de dinero se vuelve menos atractiva como opción. Asimismo, la presencia de sustitución monetaria dificulta la adopción de esta alternativa. En este contexto, la teoría cuantitativa del dinero se vuelve menos útil; de hecho, bajo sustitución monetaria tanto la moneda extranjera (el dólar) como el dinero

nacional están cumpliendo con las funciones del dinero, por lo que cabe preguntarse ¿cuál es el agregado monetario relevante que debe guiar la intervención de las autoridades monetarias?

Bajo este régimen, cualquier perturbación o *shock* a la demanda por dinero (ya sea transitorio o permanente) tiene efectos sobre el mercado cambiario. Por ejemplo, un incremento en la incertidumbre o en la percepción del riesgo debido a un acontecimiento político adverso conduce a una retracción en la demanda por dinero nacional (o, lo que es lo mismo, una corrida hacia el dólar) y un incremento en el tipo de cambio. En la medida que el Banco Central no reaccione restringiendo la liquidez y aumentando las tasas de interés (lo cual implicaría abandonar su meta monetaria previamente establecida), el *shock* en el mercado monetario se traducirá en una perturbación en el mercado cambiario.

En forma alternativa, las autoridades monetarias pueden fijarse como meta intermedia un objetivo para alguna tasa de interés doméstica. Esta opción tiene la ventaja que al controlar la tasa de interés, las autoridades influyen más directamente sobre los dos componentes privados del gasto agregado (consumo e inversión privada) y, por lo tanto, sobre el nivel de actividad económica. Evidentemente, la aserción anterior es correcta en la medida que el consumo privado (y, por lo tanto, el ahorro privado) y la inversión privada respondan a cambios en las tasas de interés. En la medida que existan restricciones de liquidez o que el sistema financiero se encuentre altamente dolarizado, el grado de control que se tenga sobre las tasas de interés domésticas (en moneda nacional) pierde importancia para fines del manejo de la demanda agregada por parte de las autoridades.

En cualquier caso, si las autoridades monetarias optan por una meta intermedia de tasa de interés, el tipo de cambio y/o la oferta monetaria se vuelven endógenas, pues son las variables que deben ajustarse para equilibrar el mercado monetario y el cambiario ante *shocks* en las variables que afectan la demanda y oferta de dinero nacional.

TIPO DE CAMBIO FIJO O PREDETERMINADO

Bajo este régimen, el Banco Central se compromete con cierta meta cambiaria; ésta puede ser mantener un tipo de cambio totalmente fijo con respecto a otra moneda (como en la Argentina de Cavallo), mantener el tipo de cambio dentro de cierta banda (como en Chile o México), implantar un sistema de minidevaluaciones preanunciado (como el famoso experimento con las "tablitas" del cono sur a fines de los setenta) o un sistema de minidevaluaciones no preanunciado, ni sujeto a una regla invariable.

La característica más importante de este sistema es el compromiso de defender una determinada meta cambiaria, por lo que las autoridades monetarias deben estar listas a intervenir en el mercado cambiario, vendiendo o comprando divisas a fin de cumplir con la meta cambiaria. Estas intervenciones equivalen a retirar o inyectar dinero nacional del mercado monetario, respectivamente. Por lo tanto, bajo este régimen se pierde la independencia monetaria (la oferta monetaria se vuelve endógena) y, para los defensores de la teoría cuantitativa del dinero, al perderse el control sobre la oferta monetaria, se pierde el control sobre la inflación.

Sin embargo, puede argüirse que al ganarse control sobre el tipo de cambio se incrementa la posibilidad de lidiar con la inflación, pues se está afectando directamente la evolución de los precios de los bienes transables. En una economía abierta, como son la mayor parte de las economías latinoamericanas, esta potestad es realmente importante, pues el peso relativo de los transables es mayor que en las economías más cerradas. Por otro lado, el manejo cambiario también permite incrementar el control sobre las tasas de interés. En economías con un alto grado de movilidad de capitales, el arbitraje lleva a que las tasas de interés domésticas sean una función de las tasas de interés internacionales, la expectativa sobre la evolución futura del tipo de cambio y el riesgo país (condición de paridad de tasas de interés). Claramente, un mayor

control sobre las tasas de interés permite mejorar el manejo de la demanda agregada.

Evidentemente, para poder defender una determinada meta cambiaria es necesario contar con las divisas suficientes para intervenir en el mercado cambiario. La eventualidad de un ataque especulativo contra la moneda hace que las autoridades monetarias tengan que mantener un mínimo de reservas internacionales para enfrentar estos posibles ataques a la moneda. Cuando se acaban las reservas, la defensa del tipo de cambio se vuelve imposible y la economía entra en una crisis de balanza de pagos. Por esta razón, muchos países que recientemente trataron de estabilizar sus economías partiendo de una situación de escasez de reservas, solicitaron apoyo a la comunidad financiera internacional para constituir un fondo para la estabilización de su moneda (verbigracia, del tipo de cambio).

LAS OPCIONES Y LOS *TRADE-OFFS* DEL BANCO CENTRAL[1]

La discusión anterior debe dejar en claro que el Banco Central no tiene la opción de intervenir o de no hacerlo, las autoridades monetarias tienen que intervenir en algún mercado. Pueden intervenir en el mercado monetario y/o en el mercado cambiario con una regla definida, explícita y estable o pueden intervenir de manera errática. No se trata de si intervenir o no, sino de cuál es la mejor manera de intervenir y en cuál mercado.

Aún en los casos extremos de cerrar el Banco Central, como en Panamá, o de adoptar una Junta de Convertibilidad ("*Currency Board*"), no se deja de intervenir. En el primero de estos casos lo único que se estaría haciendo es delegar las funciones de la autoridad monetaria a otra institución, tal vez el Banco Central de otro país o una instancia

supranacional, como podría ocurrir en la Unión Europea. En el caso del *Currency Board*, esta opción constituye en sí misma una regla de intervención. Se opta por la convertibilidad a un tipo de cambio fijo. Evidentemente, en una economía monetaria se requiere de una institución o una regla que regule la moneda, y este rol lo cumple el Banco Central. Bajo un tipo de cambio flexible, la oferta monetaria la determina el Banco Central; bajo un tipo de cambio fijo (fijado por el Banco Central), la oferta monetaria la determinan los agentes económicos (es endógena).

Esta aclaración es conveniente hacerla porque algunos piensan que la opción de flotar implica que la autoridad monetaria decide no intervenir, mientras que la opción de fijar corresponde a la opción de intervenir, cuando lo cierto es que la opción de flotar equivale a decidir intervenir en un mercado diferente que el cambiario. En efecto, bajo el sistema de flotación, el Banco Central interviene en el mercado monetario y lo que suceda con el tipo de cambio depende de la forma que intervenga esta institución en este mercado. Si la oferta monetaria crece por encima de la demanda el tipo de cambio subirá y viceversa. No es que bajo flotación las acciones de las autoridades monetarias no afecten al tipo de cambio. El tipo de cambio no es necesariamente más o menos natural o artificial bajo un sistema u otro.

La opción entre un régimen y otro depende de una serie de factores: la tasa de inflación de la cual se parte, nivel de reservas internacionales, grado de movilidad de capitales, situación fiscal, grado de apertura de la economía, nivel del tipo de cambio real (sub o sobrevaluación inicial), grado de credibilidad del programa económico, entre otros. Optar por una meta monetaria implica aceptar una mayor volatilidad del tipo de cambio y de las tasas de interés. En una economía con un alto grado de sustitución monetaria y de dolarización del sistema financiero, estas fluctuaciones pueden ser significativas y perjudiciales tanto para la rentabilidad del sector transable de la economía como para la salud del sistema financiero. Por otro lado, bajo un tipo de cambio fijo,

shocks a la demanda por dinero pueden producir movimientos fuertes en la disponibilidad de crédito y en el nivel de actividad económica. Asimismo, la reacción de las autoridades para evitar un colapso cambiario puede llevar a movimientos muy bruscos en la tasa de interés doméstica (como los que se registraron cuando el sistema monetario de la Comunidad Europea se tambaleó ante la secuencia de ataques especulativos a diferentes monedas europeas).

Tradicionalmente se pensaba que la adopción de un tipo de cambio fijo o predeterminado impone mayores restricciones a las autoridades en el campo fiscal. La razón se encuentra en el hecho de que el financiamiento interno del déficit fiscal lleva a una expansión monetaria por encima del crecimiento de la demanda por dinero y a una consecuente pérdida de reservas. Eventualmente, las reservas se acaban y la crisis de balanza de pagos se produce, con la consecuente depreciación del tipo de cambio y aumento de la inflación. En contraposición, bajo un tipo de cambio flexible, el excesivo crecimiento monetario se traduce en una depreciación del tipo de cambio y en mayor inflación en el corto plazo. Dado que bajo flotación las autoridades no han asumido compromiso alguno con el tipo de cambio, la depreciación no causa necesariamente pérdida de credibilidad. Tornell y Velasco (1994) han cuestionado los fundamentos teóricos y la relevancia empírica de este argumento. Demuestran que ningún régimen impone mayor disciplina necesariamente, sino que ésta depende de la preferencia temporal de las autoridades (¿qué prefieren, inflación hoy día o mañana?).

Finalmente, es conveniente recordar que la discusión teórica en torno a la flotación o fijación cambiaria es muy amplia, pero inconclusa. Hay muchos argumentos teóricos a favor y en contra de uno u otro sistema cambiario (independencia monetaria y de meta inflacionaria, imposición de disciplina fiscal). Sin embargo, la adopción de un régimen para un país en un contexto específico dependerá de las condiciones particulares de ese contexto. Asimismo, la experiencia histórica al respecto también es bastante mixta. Ha habido períodos exito-

sos de fijación (el Patrón Oro en el siglo XIX, la era de Bretton Woods en las tres décadas que siguieron a la Segunda Guerra Mundial) y experiencias desastrosas con este sistema (simplemente hay que ver la larga lista de crisis de balanza de pagos en diferentes países del mundo). Argumentar que debemos optar por la flotación, porque éste es un sistema superior a la fijación es simple desconocimiento de la teoría económica y de lo acontecido en algunas economías.

Notas

1 Esta sección se basa en Paredes (1995), donde se discuten estos conceptos a la luz de la experiencia peruana a mediados de los noventa.

2 Para una discusión sobre las juntas de convertibilidad y su relevancia para América Latina, referirse a Banco Mundial (1993).

CAPÍTULO 5

REFORMAS, FLUJO DE CAPITALES Y MANEJO CAMBIARIO EN AMÉRICA LATINA: Experiencia Reciente

En esta sección se presenta la experiencia reciente con distintos regímenes cambiarios en algunos países de América Latina. Las economías de México, Brasil, Chile y Argentina son analizadas por considerar que son los casos más interesantes y aleccionadores en función de los temas abordados anteriormente. México constituye el caso de un régimen cambiario predeterminado en el que la inconsistencia de las políticas macroeconómicas internas y el régimen cambiario desencadenó una crisis cambiaria y económica de grandes consecuencias. Es, además, un episodio donde se conjugan ciertos ingredientes de reforma estructural, apertura comercial y abultado influjo de capitales. Chile es un caso sumamente pedagógico porque a lo largo de las últimas dos décadas ha experimentado con dos regímenes cambiarios muy distintos y con diferentes resultados. A fines de los setenta se embarcó en un régimen de tipo de cambio fijo que, merced a políticas internas inconsistentes, derivó en una profunda crisis cambiaria. Desde mediados de

los ochenta, en cambio, Chile optó por un régimen de flotación sucia con banda que le resultó exitoso en términos de la consecución del equilibrio interno y desarrollo del sector exportador y que generó un desarrollo económico sin precedentes en esa nación. Brasil es otro caso muy interesante por tratarse de una economía en la que en los últimos años experimentó con casi todos los regímenes posibles, generalmente con desalentadores resultados. Sólo el último programa de estabilización, el denominado Plan Real, parece haber encontrado la solución a los desequilibrios endémicos de la economía brasileña. En esta sección se pasa revista a los principales aspectos del Plan Real y el nuevo régimen cambiario prevaleciente. Finalmente, la economía argentina constituye un caso extremo de fijación del tipo de cambio nominal. El llamado Plan de Convertibilidad contuvo de manera simultánea ingredientes de reforma monetaria, estructural y cambiaria sumamente radicales. Aquí se analiza sus aspectos más resaltantes y se discute las perspectivas de este régimen monetario-cambiario extremo.

LA CRISIS DEL PESO MEXICANO DE 1994

La crisis financiera de México, que se hizo evidente con la devaluación del peso en diciembre de 1994, constituyó uno de los acontecimientos recientes de mayor relevancia para las economías de América Latina. Esta crisis puso de manifiesto la importancia de tener presente tanto factores de corto como de largo plazo cuando se analiza el desempeño macroeconómico.

Evolución de la Economía Mexicana y la Crisis de 1994

Desde una perspectiva de largo plazo, Osk y Van Wijnbergen (1994) distinguen cuatro etapas en la historia económica de México:

(a) 1950 - 60: endeudamiento internacional estable, baja inflación y crecimiento sostenido; (b) 1960 - 82: explosivo endeudamiento internacional con la banca comercial; (c) 1982 - 90: restricción severa de acceso al crédito internacional con fuga de capitales (ocasionada por la crisis de la deuda desatada en agosto de 1982) y alta inflación; (d) 1990 - en adelante: retorno masivo de capitales. La característica distintiva de este último período radica en que la afluencia de capitales no tomó la forma de préstamos bancarios, sino que estuvo dominada por la inversión directa extranjera (IDE) y, sobre todo, por la inversión de portafolio que, a diferencia de las etapas anteriores, financió al sector privado doméstico.

Para entender la crisis de fines de 1994 es conveniente referirse al gobierno del presidente Salinas (1987-1993). Durante este período se persistió con el esfuerzo de estabilización y se introdujeron una serie de reformas estructurales -reestructuración del Estado (privatizaciones), liberalización comercial y financiera-, que significó un cambio drástico respecto a la estrategia anterior de crecimiento hacia adentro con alta intervención estatal. La estabilización de 1987 consistió en políticas fiscales y monetarias restrictivas, el congelamiento temporal de precios y salarios públicos, así como la fijación del tipo de cambio, que sirvió de ancla nominal del programa y eje de la estrategia de estabilización.

Un elemento clave para el éxito del programa fue la puesta en marcha de un acuerdo explícito entre el sector público y el privado, denominado *pacto*. Las cuentas fiscales mejoraron significativamente gracias al exitoso manejo de la deuda externa, la que fue reestructurada gracias a la implementación del Plan Brady y que permitió reducir significativamente el servicio de la deuda. En cuanto a la política monetaria, ésta estuvo condicionada por la fijación del tipo de cambio, aunque se esterilizaron parcialmente los flujos de capital. De otro lado, producto de la liberalización del sistema financiero, se eliminaron los controles al crédito y se dejaron libres las tasas de interés.

El período 1990-1993 se caracterizó por la reducción sostenida de la inflación, un ajuste de las cuentas fiscales, el crecimiento del PBI (2,9% anual en promedio), y por un incremento de la productividad. Esto último fue resultado de las políticas de tipo estructural y de la liberalización comercial que permitió un incremento de las exportaciones manufactureras a pesar de la sobrevaluación del peso. No obstante, el crecimiento de las importaciones fue más rápido que el de las exportaciones, generándose crecientes déficits en cuenta corriente. Asimismo, se observó una tendencia declinante del ahorro nacional, el cual pasó de 18,7% del PBI en 1990 a 14,1% en 1993 y una masiva afluencia de capitales, mayor de la necesaria para compensar el déficit en la cuenta corriente, lo cual condujo a una acumulación notable de reservas internacionales. Los precios de los activos en el mercado bursátil se incrementaron de manera sostenida durante este período, aunque probablemente respondiendo más a burbujas especulativas -ocasionadas por el exceso de demanda de activos debido al influjo de capitales- que a cambios en los fundamentos.

De 1994 en adelante, México estuvo afectado por una serie de *shocks* adversos internos (de carácter político) y externos (como el incremento de las tasas de interés internacionales), generándose un clima de incertidumbre que junto a la situación de las cuentas externas desembocó en la crisis financiera de diciembre de ese año. En este período, el flujo de capitales externos se redujo al punto que éstos no fueron suficientes para financiar el déficit en cuenta corriente, lo cual se reflejó en una pérdida de reservas por primera vez desde 1990. Al parecer, para los encargados de la política económica, la apreciación del TCR, registrada hasta fines de 1994, no constituía un problema de preocupación. Se argumentó que el crecimiento de las exportaciones y la acumulación de reservas eran razones suficientes para no devaluar la moneda doméstica[1]. Se pensaba que las ganancias de la productividad compensarían la apreciación del peso, corrigiendo tarde o temprano el abultado déficit comercial. Sin embargo, como ha sido mencionado por muchos ana-

listas de la crisis mexicana, el punto débil de la política de Salinas fue el déficit en la cuenta corriente, principalmente porque este desequilibrio se financió con flujos de capital externo de corto plazo, generalmente especulativos y sumamente sensibles a cambios en tasas de interés y eventos políticos. La reducción y eventual reversión en este flujo de capitales llevó a una pérdida significativa de reservas[2] y a la devaluación del peso.[3]

Esta crisis marcó el inicio del gobierno de Zedillo, que había asumido el poder a comienzos de diciembre de 1994. La devaluación efectiva de más de 30% entre diciembre y marzo desembocó en una grave restricción de liquidez en los primeros meses de 1995. En el caso del sector público, se incrementó el valor de la deuda externa en pesos, así como el costo del servicio de la misma. Asimismo, se incrementaron los pagos por amortizaciones netas de deuda pública de corta maduración, denominados Tesobonos (pasivo denominado en dólares a pagarse en pesos). Estos problemas de liquidez se dieron también en el sector privado debido a que buena parte de las empresas estaban endeudadas en moneda extranjera.

Explicaciones de la Crisis

Varios son los factores que se postulan como causas de la crisis que se desencadenó a fines de 1994, entre ellos están las inconsistencias de la política económica y *shocks* políticos adversos.

Algunos analistas sostenían en 1994 que la situación externa era insostenible, por lo que era necesario un cambio en la política macroeconómica, principalmente una realineación del tipo de cambio real para cerrar la creciente brecha en la cuenta corriente. Un programa de estabilización, como el implementado por México, basado en la fijación del tipo de cambio nominal y con alta movilidad de capitales, conduce a una caída en la tasa de interés real y una expansión de la demanda agre-

gada, incrementando el déficit en cuenta corriente y provocando una apreciación del tipo de cambio real. Esta situación tiende a volverse insostenible, más aun cuando no existen reservas internacionales suficientes para defender el tipo de cambio nominal. La razón para llevar a cabo la devaluación en diciembre fue la drástica reducción del *stock* de reservas internacionales, que en ese mes había disminuido a US$6,7 miles de millones, equivalentes a un mes de importaciones. Al mismo tiempo, los vencimientos de Tesobonos para los primeros meses de 1995 eran muy altos.

Varios hechos asociados deben mencionarse respecto a la situación externa que enfrentaba México. Por un lado, como consecuencia de los abultados influjos de capital y la remonetización de la economía, el consumo creció significativamente.[4] Asimismo, la inversión creció hasta 1993, año en que se redujo debido a la incertidumbre originada por el retraso en la firma del NAFTA. Por su parte, el ahorro nacional venía disminuyendo de manera sostenida desde 1988.[5] Esto se explicó por la caída en el ahorro privado, cuyo correlato fue el incremento del consumo, que no fue compensado por un aumento del ahorro público. El creciente desequilibrio entre ahorro e inversión se reflejó en el aumento del déficit en la cuenta corriente.

De otro lado, la economía mexicana estuvo sujeta a varios *shocks* internos durante 1994, que tuvieron repercusión en la formación de expectativas y en las decisiones de portafolio de los inversionistas extranjeros. Entre los *shocks* que originaron un clima de incertidumbre para los inversionistas se encuentran, en el plano político, los levantamientos en Chiapas en enero y diciembre y los asesinatos de Colosio (candidato del PRI a la presidencia) en marzo y de Massieu (segundo en la jerarquía del partido gobiernista) en setiembre. Estos eventos incrementaron la percepción riesgo-país y presionaron al alza de las tasas de interés[6].

En el plano financiero y como consecuencia de la creciente incertidumbre, los inversionistas nacionales y extranjeros cambiaron sus tenencias de activos pasando de Cetes (pasivo gubernamental denomi-

nado en moneda doméstica) a Tesobonos, mientras que gran parte de la inversión extranjera de portafolio se concentró en este instrumento financiero de corta maduración[7]. A diciembre de 1994, las tenencias de Tesobonos ascendieron a US$28 mil millones, de los cuales US$17 mil millones estuvieron en manos de extranjeros, mientras que las tenencias de Cetes ascendieron a US$9 mil millones, la mayoría en manos de agentes nacionales.

Debe notarse, sin embargo, que la deuda pública total -interna y externa- era en 1993 alrededor de 30% del PBI, muy por debajo del promedio de deuda pública para países de la OCED, que se sitúa alrededor del 65%. Esto muestra que la crisis no se dio en un contexto de insolvencia sino por la percepción de que el gobierno no iba a poder cumplir con sus obligaciones de corto plazo (problemas de liquidez). De otro lado, al no existir reservas internacionales, los bancos privados tampoco tendrían la liquidez necesaria para cumplir con sus obligaciones denominadas en dólares.

Lecciones de la Crisis

La reciente crisis de México evidencia que su economía era altamente vulnerable a cambios tanto en el plano económico como político, pues dependía del flujo de capitales externos para financiar un fuerte déficit en la cuenta corriente y por el alto componente de corto plazo de la deuda pública. Cuando las expectativas de los inversionistas extranjeros se revirtieron, se produjo la crisis y la economía mexicana enfrentó una severa restricción de liquidez. Varias son las lecciones que deja la reciente experiencia mexicana:

- Utilizar un ancla cambiaria rígida como mecanismo de estabilización de precios es peligroso en la medida que conduce a la sobrevaluación de la moneda nacional (reducción del TCR) y pérdida de competitividad, sobre todo cuando existe alta movilidad de capitales.

- La experiencia mexicana muestra los graves peligros de incurrir en una fuerte sobrevaluación de la moneda (es decir, que el TCR observado se encuentre muy por debajo del TCRE).
- Aunque los programas de reforma estructural permiten un incremento de la productividad, eliminando del mercado a aquellas empresas que no son capaces de ajustarse, se debe tener presente que las ganancias de productividad pueden no ser suficientes para detener un creciente déficit comercial si el tipo de cambio real se aprecia de manera sostenida.
- No basta con anunciar que se defenderá cierto nivel de tipo de cambio, sino mostrar de manera creíble que es factible hacerlo.
- El manejo de la información económica es importante en la medida que es clave en la formación de expectativas.
- Es importante mantener el déficit en cuenta corriente en niveles sostenibles en el largo plazo.
- El ahorro interno debe crecer en la medida que se incrementa la inversión y con ella las necesidades de financiamiento. Más aun, si el ahorro del sector privado disminuye debido a un *boom* de consumo, es necesaria la generación de un mayor ahorro del sector público.
- La composición de los flujos de capital aparece como algo crucial para el manejo de política económica en el corto plazo. Asimismo, es importante tener en cuenta que el capital especulativo doméstico es tan volátil como el externo.
- La composición y denominación de la deuda pública interna tiene repercusiones para la balanza de pagos debido a los flujos de capitales. Es recomendable no mantener un alto componente de deuda pública en instrumentos de corta maduración.
- Finalmente, la experiencia mexicana muestra que es necesario mantener un nivel de reservas internacionales consistente con los vencimientos de instrumentos de deuda, tanto pública como privada, denominados o ligados a una moneda extranjera.

EL MANEJO CAMBIARIO EN CHILE 1985-1995

La evolución de la economía chilena en los últimos diez años ha sido notable. Esta creció a una tasa promedio anual superior al 6% (4,5% per cápita), lo que permitió reducir drásticamente el desempleo (inferior al 6% actualmente) y la pobreza (desde 42% de la población en 1988 a un 32% en 1994). Las tasas de ahorro interno e inversión (ambas superiores del 26% del PBI) son de las más altas en América Latina, mientras que las cuentas externas son superavitarias, con exportaciones que superaron los US$16 mil millones e importaciones por poco más de US$ 14 mil millones en 1995. Además, el manejo adecuado de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal permitió reducir la inflación desde un promedio de 18-20% en la segunda mitad de los ochenta hasta tasas de un dígito (alrededor del 8%) actualmente. Sin embargo, estos logros sólo se alcanzaron después de pasar por una severa crisis a comienzos de los ochenta.

Antecedentes: El Período 1975-1981

El gobierno militar presidido por el general Pinochet lanzó en 1973 un programa de estabilización macroeconómica e inició un amplio conjunto de profundas y prolongadas reformas que abarcaron todos los ámbitos de la economía y las instituciones, todas ellas guiadas por el mismo espíritu: liberalización de los mercados y mayor espacio para la iniciativa privada.

A pesar de que las reformas fueron extensivas e intensivas, éstas se tomaron a velocidades diferentes, y no todas simultáneamente. Es decir, la secuencia de la liberalización fue un aspecto crucial. Se dio prioridad a las reformas del comercio exterior, sector público (incluyendo la transferencia de las empresas del sector público al sector privado) y los mercados financieros domésticos (entre 1974 y 1977), mientras

que la reforma previsional, la legislación laboral, la cuenta de capitales de la balanza de pagos, la salud y la educación fueron posteriores (entre 1979 y 1982).

La reforma comercial consistió en la eliminación inmediata de toda restricción y barrera no arancelaria a las importaciones y el progresivo tránsito hacia un arancel flat del 10%, meta que se consiguió en 1979. Un factor fundamental en este proceso de apertura fue el manejo cambiario por parte del Banco Central. Luego de la unificación de tipos de cambio, se optó por un sistema de tipo de cambio reptante (*crawling peg*), el cual junto al manejo adecuado de la política macroeconómica permitió aumentar rápidamente el tipo de cambio real efectivo en más de 45% entre 1974 y 1975. Hasta principios de 1976, cada vez que los aranceles eran reducidos de acuerdo al cronograma establecido, las autoridades devaluaban el peso de manera de compensar la pérdida de protección para el sector productor de importables.

Sin embargo, a partir de 1976 la política cambiaria se reorientó hacia la estabilización de precios, lo que culminó con un tipo de cambio fijo en julio de 1979. Ello coincidió con la remoción de los controles de capitales por parte de Chile, el reciclaje de los petrodólares a nivel mundial y un incremento significativo del flujo de capitales extranjeros a Chile. No sorprendentemente, la entrada masiva de capitales condujo a una apreciación real del peso. En definitiva, el TCR disminuyó más del 45% entre 1975 y 1981 (especialmente después de 1978), minando el efecto deseado de la liberalización del comercio sobre la producción de bienes transables y condujo, más bien, al *boom* de sectores no transables, como la construcción.

Como resultado de esta primera etapa de reformas, el PBI se recuperó rápidamente de la recesión de 1975, cuando el PBI cayó en 12,9% como consecuencia directa de las estrictas medidas de ajuste. Durante este período el crecimiento promedio superó el 7% y entró en franco auge entre 1978 y 1981, tras lo cual se volvió a caer en una severa crisis. La inflación descendió desde el 376% de 1974 a 9,5% en 1981

y las tasas de interés reales aumentaron de manera muy significativa. Las tasas activas reales de corto plazo alcanzaron 64,2% en 1976 y bajaron a 42,3% en 1978 y a 38,9% en 1981. Entre los factores que explican la persistencia de estas altas tasas de interés se encuentran: inflación variable, riesgo-país, estrechez de liquidez y la falta de credibilidad en el mantenimiento del tipo de cambio fijo y la reforma comercial (ver Barandiarán, 1980 y Calvo, 1986).

La Crisis 1982-85: ¿En qué fallaron las Reformas?

En 1982 el PBI cayó 14,2% (15,8% en términos per cápita), mientras que la tasa de desempleo aumentó a casi un 30%. Como señala Morandé (1993), muchos se preguntaban cómo se podía producir dos recesiones tan agudas en tan poco tiempo y bajo escenarios tan distintos.

Como se mencionó anteriormente, la recesión de 1975 fue producto de la estrechez fiscal y monetaria impuesta por el programa de estabilización. El episodio de 1981-82 fue más complejo. A pesar de que las políticas monetaria y fiscal se manejaron con relativa disciplina, ésta no fue tan férrea como aquella de la primera etapa. Más aun, durante este período se observó una fuerte expansión del gasto privado, que fue cubierto de manera creciente por endeudamiento externo (sólo en 1981, éste creció en más de US$4,0 mil millones). La reforma financiera y la liberalización acelerada de la cuenta de capitales permitieron el crecimiento desmesurado del endeudamiento externo privado, sin el debido control o supervisión de las autoridades. A esto se debe aunar la política de fijación cambiaria que conllevó a una importante sobrevaluación del peso.

Con el inicio de la crisis de la deuda en 1982 y la suspensión abrupta de los flujos de capitales hacia América Latina, el gobierno chileno se vio forzado a realizar un ajuste. Pero los costos de este proceso probarían ser muy altos debido a dos restricciones autoimpuestas:

(i) la fijación del tipo de cambio a una paridad constante, y (ii) el mecanismo de indexación salarial. Estas restricciones, que impedían el necesario incremento en el tipo de cambio real, llevaron a que el ajuste se tradujese en una profunda recesión. De hecho, el mantenimiento del tipo de cambio fijo y la indexación salarial cuando el flujo de capitales cesó profundizaron la severidad de la recesión y llevaron a una crisis financiera.

Las Reformas y el "Milagro Chileno"

La crisis de 1982-83 llevó a que se hicieran importantes reformas macroeconómicas, entre las cuales sobresale la modificación de la política cambiaria. Luego de mantener fijo el tipo de cambio durante tres años, el peso se devaluó 15% en junio de 1982. A esta devaluación inicial siguió un período de flotación de dos meses, para finalmente establecer un sistema de minidevaluaciones o *crawling peg*. La devaluación acumulada entre junio y diciembre de 1982 fue del orden del 100%, lo cual permitió incrementar significativamente el tipo de cambio real. El *crawling peg* implementado desde entonces ajustó el tipo de cambio nominal de acuerdo al diferencial entre la inflación doméstica y una estimación arbitraria de la inflación mundial, con el fin de mantener un tipo de cambio real alto y relativamente constante.

Merced a esta política se consiguió una depreciación real del peso cercana al 50% entre 1982 y 1987. La inflación subió de 9,5% en 1981 a 23% entre 1982 y 1985 y desde entonces osciló alrededor del 15% con tendencia a la baja en los últimos años. Además, la eliminación de la indexación salarial permitió el necesario ajuste en precios relativos, facilitando el incremento de la relación transables/no transables. Es importante notar que el gobierno hizo explícito el objetivo de mantener un tipo de cambio real "alto y estable" y al cual se subordinó la política cambiaria y monetaria del Banco Central.

Uno de los problemas que trajo consigo la crisis financiera es que el Banco Central tuvo que acudir en apoyo del sistema financiero como prestamista de última instancia, lo que generó un déficit cuasifiscal importante y condicionó fuertemente la política monetaria para los siguientes años. En 1985, un nuevo equipo económico inició una etapa de *fine-tunning*, de la política monetaria y cambiaria, que tuvo como instrumento operacional la tasa de interés de corto plazo de los papeles del Banco Central (indexados a la inflación pasada) y el tipo de cambio nominal de corto plazo. Este *fine-tunning* fue un cambio importante respecto de la política monetaria pasiva de la etapa pre-crisis.

La consecución simultánea de una inflación relativamente baja y un tipo de cambio real alto en un contexto de un cuantioso déficit cuasifiscal fue facilitada por varios factores: en el frente externo, por el cese del ingreso de capitales y la menor acumulación de reservas internacionales (factor exógeno), y en el frente interno el Banco Central pudo evitar la monetización de su déficit cuasifiscal mediante la emisión de deuda interna. La pregunta clave aquí es: ¿por qué no se suscitó mayor inflación a pesar de esta forma de financiación?[8]. Morandé señala la coincidencia de dos elementos: (i) la reforma previsional iniciada en 1981 generó un flujo permanente de ahorro privado forzado y de largo plazo, que por ley tenía que invertirse mayoritariamente en papeles del Tesoro y del Banco Central, y (ii) una deuda pública interna casi inexistente en el período pre-depresión, lo que evitó generar tensiones en el mercado financiero doméstico.

Por otro lado, es importante señalar que los aranceles sufrieron una modificación transitoria, pasándose del arancel flat de 10% hacia un esquema en cascada con un máximo de 35% en 1984 para luego regresar a un flat del 20% en 1985 y luego a 15% en 1987. Asimismo, la reforma financiera también fue importante, sobre todo en lo referente a la supervisión y regulación de las operaciones, a fin de prevenir el sobreendeudamiento. Por su parte, un agresivo programa de conversión de deuda externa por inversión permitió reducir su deuda

externa total de US$ 17,7 mil millones en 1986 a US$ 13,5 mil millones en 1989.

La recuperación de la economía chilena fue espectacular, el PBI se mantuvo creciendo por encima del 7% como promedio hasta 1992. En 1991 las exportaciones agroindustriales eran casi cinco veces las de 1982 y veinticinco veces las de 1974. Otros sectores industriales también experimentaron importantes tasas de crecimiento en sus exportaciones, demostrando una creciente inclinación hacia los mercados mundiales.

Evolución Reciente y Desafíos para el Futuro

A partir de 1989 el acceso al mercado voluntario de crédito se recuperó y la situación del sector externo se hizo holgada. Esto generó presiones hacia una reducción del tipo de cambio real. Más aún, las tasas domésticas de interés no se redujeron en la medida de lo deseable, lo que atrajo un gran influjo de capitales hacia Chile. En 1990 se modificó ligeramente el régimen cambiario con la imposición de un mecanismo de bandas cambiarias, dentro de las cuales el tipo de cambio fluctúa libremente. Al principio, esta banda tenía una ligera pendiente positiva, revelando el deseo de la autoridad de mantener un tipo de cambio real alto. Pero tan pronto cuando el tipo de cambio empezó a pegarse al extremo inferior de la banda, el mecanismo de bandas se convirtió en un "piso" defendido por el Banco Central, que en repetidas oportunidades tuvo que ampliar la banda y dejar caer el tipo de cambio real. Asimismo, se trató de limitar el ingreso de capitales de corto plazo mediante la imposición de un encaje obligatorio del 30% al endeudamiento externo por parte de los bancos.

Durante el período 1991-94 los flujos de capital promediaron 6% del PBI. Contrariamente a lo ocurrido en el resto de la región, el TCR se apreció sólo ligeramente, en parte por el éxito de las medidas impuestas para limitar un mayor ingreso de capitales. Por su parte, las expor-

tabla 1

CHILE: FLUJOS DE CAPITAL Y TIPO DE CAMBIO REAL

	1991	1992	1993	1994
Tipo de cambio real (1990 = 100)	93,8	86,7	85,8	83,2
Flujo total de capitales (% PBI)	3,6	7,6	6,1	8,7
Flujo de capital de largo plazo (% PBI)	3,5	2,5	4,3	5,6
Inversión extranjera directa neta (% PBI)	1,8	0,9	1,5	2,6
Inversión chilena en el exterior (US$ Millones)	99,0	350,0	411,0	876,0
Tasa de interés real de depósitos (%)	5,4	5,3	6,4	6,4

FUENTE: BANCO CENTRAL DE CHILE. TOMADO DE MORANDÉ (1995)

taciones siguieron expandiéndose y diversificándose tanto en términos de mercados como de productos.

¿Fue la apreciación real un fenómeno transitorio e imputable al diferencial de tasas de interés o reflejó, más bien, el éxito exportador de Chile y su ganancia de productividad? En el último caso, el haber mantenido la política prevaleciente hasta entonces hubiese significado sacrificar la posibilidad de una menor inflación y de mayores ganancias de productividad -y eventualmente mejores salarios reales-.

De hecho, las presiones revaluatorias se mantuvieron. Las altas tasas de interés atrajeron cada vez más capitales, mientras que la política de esterilización impidió que se redujesen los intereses. Este círculo vicioso no pudo ser roto con medidas tímidas de apertura de capitales, como la autorización a que las AFP, bancos y compañías de seguros inviertan en el exterior. En esta coyuntura, el Banco Central acumuló alrededor de US$12 mil millones a fines de 1994 y sufrió importantes pérdidas cuasifiscales. Ello llevó a la autoridad monetaria a abandonar sus objetivos de tipo de cambio real, ampliando el ancho de la banda a +/- 10%, lo que implicó reducir el piso de la banda. En pocas semanas el tipo de cambio nominal se apreció en 15%. Además, las empresas

chilenas empezaron a colocar ADR, como una forma de evadir los controles al endeudamiento de corto plazo[9].

En 1995, Chile creció por decimosegundo año consecutivo, alcanzando la tasa de crecimiento más alta de la región. Asimismo, la inflación anual fue de un solo dígito por segundo año consecutivo. Por otro lado, la balanza comercial y la cuenta corriente registraron un superávit producto del crecimiento de las exportaciones y el alto precio del cobre. En estas circunstancias no es sorprendente que el peso haya continuado registrando una apreciación real. A pesar de los controles al ingreso de capitales, el flujo se mantiene importante atraído por la estabilidad y remarcable dinamismo de la economía chilena. En el caso chileno la apreciación real parece obedecer a una reducción en el TCRE, por lo que luchar contra ella puede resultar altamente costoso e inefectivo.

EL AJUSTE BRASILEÑO: EL PLAN REAL

Antecedentes

Brasil cuenta con una larga tradición inflacionaria. En años recientes ha experimentado con una amplia gama de programas de ajuste, desde los programas heterodoxos (tipo Plan Cruzado I y II) hasta el reciente Plan Real, pasando por algunos otros experimentos, como el Plan Collor. Para que un programa de estabilización sea exitoso debe contar con los siguientes ingredientes mínimos: (i) solución del problema presupuestal, (ii) eliminación de los componentes inerciales de la inflación y (iii) introducción de una o más anclas nominales para el nivel de precios, al inicio del programa. En Brasil, los diferentes programas de alguna manera carecieron de alguno de estos ingredientes.

De hecho, Brasil es un caso especial debido al contenido inercial de formación de precios usando intensiva y extensivamente mecanismos de indexación "hacia atrás" (*backward looking*). El uso intensivo de cláusulas de indexación a la inflación pasada, tanto en salarios como en contratos en general, lleva a que la inflación presente sea función de la inflación pasada (como en el caso de Chile a fines de los setenta y principios de los ochenta). En tales casos, la estabilización del tipo de cambio y la eliminación del problema fiscal no son suficientes para acabar con la alta inflación. La indexación hacia atrás lleva a que el tipo de cambio real efectivo se sobrevalúe y a que el gobierno se vea obligado a devaluar su moneda.

Por esta razón, los programas ortodoxos recomendados por el FMI en los ochenta no lograron reducir de manera duradera la persistente inflación brasileña. La inercia inflacionaria constituía una fuente autogeneradora de inflación, aun cuando el fisco lograba superávit fiscales y se estabilizaba el tipo de cambio. Los planes heterodoxos de mediados de la década pasada (Plan Cruzado I y II), en cambio, pusieron demasiado énfasis en la estabilización del tipo de cambio y en la eliminación de los mecanismos de indexación, pero no enfrentaron correctamente la causa fundamental de la inflación: el problema fiscal. Los controles de precios, salarios y tipo de cambio colapsaron cuando la situación fiscal se volvió insostenible y la maquinaria inflacionaria volvió a echarse a andar.[10]

El Plan Collor, puesto en ejecución en 1990, se basó principalmente en el recorte del déficit presupuestal, lo que resultó insuficiente por las tres razones antedichas: la inercia de precios y salarios, al reducido tamaño de la base monetaria no constituyendo un ancla nominal y la endogenidad de la política monetaria. Sin embargo, el manejo ortodoxo de las cuentas fiscales dejó un importante y positivo legado: el déficit operacional en 1991-1993 fue prácticamente nulo, comparado con los déficits de la segunda mitad de los ochenta, que alcanzaron un promedio del 5% del PBI.

El Plan Real

El Plan Real, gestado y promovido por el ministro Fernando Henrique Cardoso, constituyó un intento de romper con la inercia inflacionaria sin hacer uso de controles de precios o salarios. El elemento central fue la introducción de una nueva moneda, ligada o fijada al dólar norteamericano. Se partió del supuesto que la fijación del tipo de cambio del Cruzeiro (la moneda anterior) no llevaría a la estabilidad de precios debido al problema de la inercia inflacionaria.

El Plan Real se implementó en tres fases. En la primera (enero-febrero 1994), la situación fiscal mejoró mediante la aprobación de una serie de medidas de recorte fiscal por parte del Congreso que aseguraría la consecución de un déficit nulo para 1994. En la segunda fase, que empezó en marzo de 1994, los precios, salarios e impuestos fueron redenominados en una nueva unidad de cuenta, la URV (Unidad de Referencia de Valor) y se prohibió la indexación en los contratos salariales en URV por los próximos doce meses.

Durante el período marzo-junio de 1994, la URV fue equivalente al dólar para todo efecto de unidad de cuenta, pues se fijó uno a uno con el dólar. El tipo de cambio cruzeiro/URV era básicamente el tipo de cambio cruzeiro/dólar. Todos los precios y salarios se recalcularon a URV en marzo de 1994, aun cuando las transacciones se seguían haciendo en cruzeiros reales, basados en el tipo de cambio de mercado. La inflación en URV (o sea en dólares) se mantuvo alrededor de 2% mensual frente al 40-45% mensual de la inflación en cruzeiros.

En la tercera etapa iniciada el 1 de julio de 1994 se introdujo la nueva moneda, el Real, que estuvo inicialmente fijada al dólar. Todos los precios en URV fueron automáticamente convertidos a precios en Reales (al tipo de cambio de 1 por 1) y, de esta forma, se pasó de la alta inflación en cruzeiros (46% en mayo) a niveles inferiores al 2% mensual en adelante.

Desde el inicio del Plan Real, los analistas se preguntaron hasta

cuándo duraría esta estabilidad de precios. Desde el punto de vista de los fundamentos, se auguraba una buena probabilidad de ser duradero en la medida que Cardoso (elegido después Presidente del Brasil) lograra el apoyo en el Congreso para las reformas que requería la economía brasileña. La inercia se había eliminado con la introducción del URV y la prohibición de nuevos mecanismos de indexación. Sin embargo, persistía el problema de la desmonetización de la economía y la falta de control monetario por parte del Banco Central.

El Plan Real un año después

Un año después de la introducción de la nueva moneda, el Plan Real ha alcanzado un éxito relativo. Exito por cuanto logró apartar al Brasil del camino seguro de la hiperinflación. A diferencia de los programas más ortodoxos o convencionales de estabilización de demanda, el Plan Real se basó fundamentalmente en la utilización del tipo de cambio nominal como ancla del nivel de precios, a la vez que se implantaban políticas monetarias y fiscales relativamente restrictivas (aunque menos austeras que aquellas incluidas en los programas auspiciados por el FMI). De hecho, las metas monetarias ya han sido abandonadas.

Como se mencionó, la inflación se redujo inmediatamente después de la introducción del Real, desde una tasa mensual promedio del 40% durante la primera mitad de 1994 a una tasa mensual promedio de 1,7% en los siguientes doce meses. A julio de 1995 la inflación acumulada de los últimos doce meses había disminuido al 24,9%. Esta reducción significativa en la inflación aumentó los ingresos reales de los brasileños y condujo a un incremento significativo en la demanda doméstica. El PBI creció 5,7% en 1994 y 10,5% durante el primer trimestre de 1995. Ante este panorama, el gobierno se vio forzado a disminuir el ritmo de crecimiento de la economía mediante la imposición de impuestos del 70% a los automóviles y otros bienes durables, así como

la adopción de una serie de medidas monetarias tendientes a incrementar los encajes sobre los depósitos a la vista y a plazo; la imposición de cuotas y restricciones cuantitativas a las importaciones provenientes de Argentina; y alterar su política de tipo de cambio mediante la adopción de una banda formal y más depreciada para el tipo de cambio. La política restrictiva del gobierno logró reducir la tasa de crecimiento anual del producto a 5,8% en el segundo trimestre del año.

Después de años de presentar superávits cuantiosos en la balanza comercial, a partir de noviembre de 1994 Brasil empezó a registrar déficits comerciales. En efecto, se pasó de un superávit comercial de US$ 4,2 mil millones en el tercer trimestre de 1994 a un déficit de US$700 millones en el cuarto trimestre. Esta tendencia negativa continuó en la primera mitad de 1995, en que se registró un déficit acumulado de US$ 4,3 mil millones. Ello constituyó para algunos una prueba fehaciente de que el tipo de cambio se encontraba sobrevaluado.

Desde la introducción en julio de 1994 hasta marzo de 1995, sólo por diferencial con la inflación de los EE.UU., el real se apreció en 17,2%. Aun antes del efecto tequila, los exportadores brasileños estaban reclamando una modificación en la política cambiaria. El gobierno, por su parte, temeroso por el costo inflacionario de la devaluación, opuso resistencia. Finalmente, la aparición de los desequilibrios externos precipitaron su decisión de una devaluación manejada.

El 6 de marzo de 1995 las autoridades brasileñas lanzaron señales poco claras al mercado al ampliar la banda de fluctuación de 0,84 - 0,86 a 0,86 - 0,90 reales por dólar. La banda se volvió a modificar el 2 de mayo a 0,86 - 0,98 reales por dólar y, además, se mencionó la utilización de "bandas flexibles" de devaluación. El mercado inmediatamente resolvió iniciar un ataque especulativo sobre el real a fin de conocer el verdadero compromiso del Banco Central. Luego de cuantiosas y costosas intervenciones, el Banco Central tuvo que ceder y volver a modificar la banda a 0,91 - 0,99 reales por dólar. Sin embargo, los altos retornos locales atrajeron masivamente al capital externo (US$ 5,7 mil

millones en el mes de julio de 1995), presionando continuamente al dólar hacia la baja.

Muchos de los elementos de la coyuntura económica del Brasil fueron previstos por los diseñadores del Plan Real, incluyendo la incursión en un déficit transitorio de la cuenta corriente, considerado natural en este tipo de programa en la medida en que la utilización del tipo de cambio como ancla nominal y la apertura de la economía incentivaban la demanda por productos importados. Más aun, bajo este esquema, el incremento de las importaciones constituye una herramienta fundamental en la lucha contra la inflación. Sin embargo, los diseñadores del Plan Real no pudieron pronosticar el colapso del programa mexicano y las consecuentes restricciones que enfrentarían para obtener financiamiento externo.

¿Qué se espera para el Futuro Próximo?

Resulta claro que el éxito o fracaso final del Plan Real dependerá de la evolución de las cuentas fiscales. Es decir, resuelto en gran medida el componente inercial y lo del ancla de precios, resta establecer un adecuado y duradero equilibrio en las cuentas presupuestales, lo cual requiere de una reorganización profunda del Estado. Ello no es una tarea sencilla, pues involucra la aprobación por parte del Congreso de una serie de reformas de índole tributario, de asignación de gasto y de seguridad social. Además, implica la implementación de algunas reformas ya aprobadas, tales como la eliminación de las prácticas discriminatorias en contra del capital extranjero y el fin del monopolio estatal en la distribución del gas y el petróleo, la operación de los puertos, la telefonía y las telecomunicaciones.

Solamente una vez que se produzca la reorganización cabal del Estado brasileño, Brasil podría abandonar la utilización del tipo de cambio como instrumento antiinflacionario y optar por dejarlo flotar más

libremente. Entretanto, en el próximo futuro, el gobierno sólo podrá elegir entre el menor de dos males: menor crecimiento o mayor inflación. Cardoso requiere de un crecimiento moderadamente alto a fin de mantener el apoyo popular, que constituye un arma fundamental en sus negociaciones con el Congreso. Pero para ello debe estar dispuesto a relajar, al menos en el corto plazo, ciertas metas de inflación.

Además, el presidente Cardoso ha tenido que introducir últimamente medidas arancelarias y cuantitativas de restricción a las importaciones a fin de frenarlas, en un intento de transformar nuevamente los déficits externos en superávits. Obviamente, ello implica un retroceso -aunque sea temporal- en el espíritu liberal del programa económico. Para algunos, estas medidas constituyen una muestra de pragmatismo; para otros, en cambio, erosiona la credibilidad del programa. El futuro dirá quién tuvo la razón.

EL PLAN CAVALLO: LA LEY DE CONVERTIBILIDAD

A mediados de 1989, Carlos Saúl Menem asumió la Presidencia de Argentina, en medio de una severa crisis económica que algunos tipifican como hiperinflación (la inflación alcanzó 200% en el mes de julio de 1989). Tras unos intentos fallidos de estabilizar la economía durante su primer año y medio de gobierno, en abril de 1991 el nuevo ministro de Economía, Domingo Cavallo, puso en marcha un agresivo programa de estabilización macroeconómica destinado a reducir drásticamente la inflación. Este programa vino acompañado por una serie de reformas orientadas a liberalizar la economía. Bajo el programa de Cavallo no sólo se modificó las reglas de la política monetaria, sino que se desreguló los mercados, incluyendo el mercado financiero y el mercado de valores, se reformó el sector público e inició un agresivo programa de privatización de empresas públicas.

La Ley de Convertibilidad y las Reformas Estructurales

El ingrediente fundamental del Plan Cavallo lo constituyó la llamada Ley de Convertibilidad. Esta estableció que la base monetaria tenía que estar respaldada uno a uno con las reservas internacionales del Banco Central[11] y además el tipo de cambio se fijaba a la par que el dólar, es decir, que un peso era equivalente a un dólar. El rango de ley de esta norma implica que cualquier variación en el tipo de cambio tendrá que ser aprobado por el Congreso, lo cual constituye una fuente de credibilidad del programa y hace más fuerte el compromiso del gobierno en el sentido de renunciar a las devaluaciones como herramienta de política.

De otro lado, la economía fue desindexada y se desreguló totalmente el mercado cambiario. Se eliminaron las restricciones a la compra/venta de moneda extranjera, dándose fin a una ley que duró sesenta años y que establecía la obligatoriedad por parte de los exportadores de vender sus divisas al Estado (a través del Banco Central) al precio establecido por el gobierno. Ahora, los contratos se pueden realizar en pesos o dólares indistintamente.

El mercado financiero también fue liberalizado, levantándose la prohibición que existía desde hacía diez años de nuevas entradas al mercado. En lo que respecta al mercado de valores, el gobierno suprimió los impuestos que gravaban las transferencias de acciones.

El mercado laboral también fue flexibilizado, estableciéndose por ley que cualquier incremento de salarios tenía que venir acompañado de una correspondiente ganancia de productividad. Además, los procesos de negociación colectiva se harían a nivel de firmas y no de sectores, y debían estar precedidos por compromisos de ganancia de productividad.

En la práctica, la Ley de Convertibilidad convirtió al Banco Central en un *currency board*. Por ley, se prohibieron muchas de las operaciones de préstamo que usualmente realiza todo Banco Central. Se prohibió el otorgamiento de crédito al sector público para financiar el défi-

cit presupuestal y se restringieron severamente las operaciones de redescuento con la banca comercial, así como las operaciones de mercado abierto. Además, se redujo significativamente el rol de "prestamista de última instancia" del Banco Central, eliminándose la posibilidad de establecer cualquier esquema de seguro de depósitos avalado por la autoridad monetaria. En su lugar, los bancos fueron incentivados a formar un fondo de seguro de depósitos con recursos propios.[12]

El Plan de Convertibilidad tuvo resultados impresionantes. La tasa de inflación cayó de 1 344% en 1990 a 4% en 1994 y a 3% en 1995. En lo que respecta al sector fiscal, también hubo importantes avances. Mientras que en 1988 el déficit fiscal alcanzaba US$6,1 mil millones, en 1991 éste se había eliminado, lográndose un superávit de US$200 millones. Aquí es importante resaltar el efecto positivo que tuvo la aplicación generalizada del impuesto al valor agregado (IVA) a casi todas las actividades económicas y la elevación de su tasa al 18%. Las tasas marginales de impuestos a las utilidades y los ingresos también fueron elevadas y se redujeron ostensiblemente las exoneraciones tributarias. Asimismo, se incrementaron las penas a los evasores tributarios.

Durante el período 1991-1994 los ingresos fiscales se incrementaron 65% en términos nominales, sin embargo el ahorro en cuenta corriente fue casi nulo debido a un incremento similar en los gastos. La reforma de la seguridad social, que transformó el esquema de reparto prevaleciente, modificándolo hacia un esquema de capitalización privado, también restó posibilidades de financiamiento al sector público, obligando a una mayor disciplina fiscal. Sin embargo, durante el segundo semestre de 1994 el sector público no financiero alcanzó un déficit global por primera vez desde 1991 (aunque sólo ascendente al 0,09% del PBI). La Ley de Reforma del Estado fue particularmente importante para darle credibilidad al programa. Esta ley fijó las bases para un agresivo programa de privatización de empresas públicas, que permitieron balancear las cuentas fiscales, especialmente en los dos primeros años de la puesta en ejecución del programa de estabilización.

El período 1991-94 se caracterizó por un alto crecimiento del PBI, el cual alcanzó una tasa promedio del 7,7%. Este se vio inducido básicamente por el *boom* del consumo privado, el cual creció en 35% durante el período. La reducción de la inflación, el aumento de los ingresos reales y el rápido incremento del crédito de consumo para bienes durables y automóviles explicaron este fenómeno. La inversión, en cambio, si bien se incrementó al 20% del PBI, aún se encuentra a niveles inferiores al inicio de los años ochenta.

Las tasas de interés también registraron una reducción importante. El Plan Cavallo logró reducir las tasas de interés por depósitos a plazo de manera proporcional a la reducción de la inflación. En diciembre de 1991, la tasa que se pagaba por depósitos a 30 días había disminuido a 0,8%. En comparación, bajo el Plan Austral (que también fijó el tipo de cambio), la misma tasa permanecía entre 4 y 5%, aun después de nueve meses de ajuste. Esta menor tasa de interés no sólo reflejó una mayor credibilidad en el programa, sino que, además, coadyuvó a la rápida recuperación de la actividad económica.

El Ingreso de Capitales y la Sobrevaluación Cambiaria

De hecho, la estabilidad macroeconómica, la liberalización económica y la apertura al mercado financiero internacional crearon un clima de confianza para los inversionistas extranjeros y muchos residentes que empezaron a repatriar los capitales que durante años estuvieron fugando de Argentina. Y aun cuando la inflación cayó abruptamente, ello no impidió que el tipo de cambio se retrase ostensiblemente. Ello erosionó de manera significativa la competitividad del sector exportador y llevó a que Argentina sea excesivamente dependiente del flujo de capitales.

Como contraparte del incremento de absorción interna, la economía viene registrando déficits en su balanza comercial desde 1992. Este

alcanzó US$5,8 mil millones en 1994, mientras que el déficit de la cuenta corriente también se incrementó progresivamente, cerrando el año 1994 en US$10,5 mil millones (3,5% del PBI). Entre 1991 y 1994 el déficit acumulado de la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó US$29,5 mil millones. Si a esto se le suma la ganancia de reservas internacionales obtenida en el período, se llega a un financiamiento externo del orden de US$ 41,2 mil millones. Tal como se aprecia en la siguiente tabla, esta cifra duplica el flujo de capitales que ingresó a Argentina entre 1982 y 1990.

tabla 2

ARGENTINA: DÉFICIT EXTERNO Y FLUJO DE CAPITALES ENTRE 1980 Y 1994 (US$ MILLONES)

AÑO	DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE	VARIACION EN LAS RESERVAS INTERNACIONALES	FLUJO DE CAPITALES
1980	4 768	-2 796	1 972
1981	4 714	-3 521	1 193
1982	2 358	-715	1 643
1983	2 461	1 684	4 145
1984	2 391	99	2 490
1985	953	2 017	2 970
1986	2 859	-514	2 345
1987	4 238	-1 274	2 964
1988	1 572	1 916	3 533
1989	1 292	-1 559	-267
1990	-1 789	2,751	962
1991	2 803	1 880	4 683
1992	8 311	4 337	12 648
1993	8 300	3 808	12 108
1994	10 074	1 634	11 708
Acum. 82- 90	16 335	4 450	20 785
Acum. 91- 944 768	29 488	11 659	41 147

Cabe resaltar que a diferencia de lo sucedido en la década anterior, la mayor parte de este flujo de capital se dirigió al sector privado. Mientras que entre 1982 y 1990 el sector privado exportó capitales por US$12 mil millones, entre 1991 y 1994 este mismo sector captó capitales del exterior en el orden de los US$30 mil millones.

En lo que respecta a la dolarización del sistema financiero, una de las consecuencias más importantes del gran influjo de capitales fue la dolarización de los depósitos. El total de depósitos en dólares alcanzaba 10% del total de depósitos privados en 1988, se elevó a 28% a fines de 1990 y a 43% en junio de 1991. En diciembre de 1994, después de cuatro años de convertibilidad, el coeficiente de "Argendólares" a depósitos totales (excluyendo depósitos a la vista) alcanzó 65,3%.

El incremento del flujo de capitales también afectó la evolución de la Bolsa de Valores de Buenos Aires. La capitalización total subió desde US$ 5,3 mil millones en el primer trimestre de 1991 a US$ 25,5 mil millones en el segundo trimestre de 1992. Luego de una baja transitoria de precios, la capitalización llegó a su punto máximo de US$ 46,8 mil millones en el tercer trimestre de 1994. De ahí en adelante, se produjo un estancamiento por los problemas fiscales que empezó a atravesar el gobierno y por los efectos negativos derivados de la crisis mexicana.

El Plan Cavallo después de la Crisis Mexicana: Restricciones y Perspectivas

La crisis mexicana afectó duramente el programa de estabilización argentino. Sin embargo, es importante señalar que aun antes de la devaluación mexicana, la paridad del peso argentino estuvo sujeta a presiones. El déficit en la cuenta corriente registrado en 1994 (alrededor de US$ 10 mil millones) y el deterioro de las cuentas fiscales (excluyendo los ingresos por privatización) ratificaron la percepción del mer-

cado de que el peso se encontraba sobrevaluado, a pesar de la indiscutida ganancia de productividad y del crecimiento del sector exportador registrado durante la primera mitad de los noventa.

A pesar de las debilidades propias del programa argentino, el "efecto tequila" hizo patente los riesgos que enfrentan todos los países que, como Argentina, dependen del flujo de capitales externo para financiar su crecimiento. De hecho, como consecuencia de este cese temporal en el financiamiento externo, el PBI disminuyó en 1995.

La estabilidad del sistema financiero se vio afectada por una corrida de depósitos, la cual generó una fuerte caída en los precios de las acciones en la Bolsa y se generó un estado de pánico. Entre fines de diciembre de 1994 (inicio de la crisis) y mediados de mayo de 1995, los retiros del sistema ascendieron a US$ 7,8 mil millones. La salud del sistema se vio también perjudicada debido a que el porcentaje de cartera pesada de los bancos se incrementó en 26% en el período diciembre-abril.

Tres factores ayudaron a restaurar la confianza en el Plan de Convertibilidad y evitar su colapso: la reelección del Presidente Menem (y el mantenimiento del ministro Cavallo al frente del equipo económico), el paquete de ayuda financiera acordado con el FMI y la implementación de un programa de ajuste e intervención sobre el sistema financiero argentino.

Por el "efecto tequila", el Banco Central perdió reservas internacionales hasta US$ 6 mil millones entre diciembre y marzo de 1995. Ante tal coyuntura, al gobierno sólo le quedaron dos alternativas: o devaluar el peso, lo que implicaba poner fin al régimen de la convertibilidad y hubiese constituido una señal muy negativa para los inversionistas, o acudir a los organismos multilaterales de crédito para aliviar la situación financiera de corto plazo. Es así que durante el período enero-abril de 1995 el gobierno implantó una serie de medidas fiscales y monetarias tendientes a ganar credibilidad y posibilitar un acuerdo con el FMI. Estas medidas incluyeron:

- El incremento de impuestos, particularmente el IVA que fue incrementado del 18% al 21%.
- Se incrementaron los aranceles y se redujeron los subsidios a la exportación.
- Se incrementaron los impuestos a los ingresos de las personas y se redujeron los salarios en la administración pública.

Con estas medidas, el FMI otorgó un préstamo a la Argentina de US$8 mil millones para hacer frente a sus dificultades, paquete que, sin duda, salvó del colapso el Plan de Convertibilidad.

La experiencia argentina mostró de forma fehaciente los costos y rigideces de un *currency board*. Casi por definición, el Banco Central había tenido que abandonar su rol de prestamista de última instancia dejando al sistema financiero en una situación muy vulnerable.

Inicialmente, el gobierno fue reacio a violar abiertamente la Ley de Convertibilidad (y acudir en ayuda del sistema bancario) por los problemas de credibilidad que esto implicaba. Pero pronto la situación se hizo insostenible y el Banco Central tuvo que intervenir, para lo cual se aprobó una nueva ley orgánica en abril de 1995. El Banco Central adoptó las siguientes medidas: (i) redujo los requerimientos de encaje, los cuales fueron igualados para los depósitos en pesos y dólares, (ii) se permitió a las instituciones financieras constituir sus reservas de encaje por depósitos en pesos totalmente en dólares, reduciendo el riesgo cambiario de los bancos. Esta medida profundizó la dolarización del sistema, hecho que a juicio de las autoridades era positivo para la estabilidad.[33] (iii) El Banco Central procedió a otorgar préstamos a instituciones bancarias mediante *swaps* (por el 20% de bonos públicos que son factibles de ser contabilizados como respaldo a la base monetaria), de forma que el Banco Central otorgaba liquidez a bancos en problemas y éstos entregaban a cambio papeles de deuda pública.

Desde 1993, las autoridades monetarias han venido fortaleciendo el sistema bancario bajo los lineamientos generales del Acuerdo de

Basilea. Existía consenso en el sentido de que el sistema bancario argentino era ineficiente, que había crecido en exceso (54% entre 1991-1994 versus 34% del PBI) y que era demasiado vulnerable a una reversión de los flujos de capital. Por ello, el gobierno promovió la capitalización de los bancos y la concentración de la industria bancaria, a fin de eliminar los bancos más pequeños e ineficientes. La crisis de México y su impacto sobre la economía argentina aceleraron este proceso, pasando de 205 instituciones financieras en diciembre de 1994 a 155 a mediados de 1995. Al inicio de la crisis, el coeficiente capital/depósitos estaba en 12%, por encima de lo que el propio Acuerdo de Basilea recomienda (8%). Además, se había incentivado la diversificación de portafolios, provisión de la cartera pesada y establecido requerimientos de reservas de acuerdo al riesgo de los activos. De esta manera, cuando se presentó la crisis, el sector financiero estaba en mejor situación que la que hubiera estado si la crisis se presentaba 18 meses antes.

A casi un año de la crisis, el Plan Cavallo sigue bajo presión. El desempleo aumentó de 10,8% en diciembre de 1994 a 18,6% a fines del primer semestre de 1995. Las perspectivas no son claras y su sostenibilidad dependerá de qué tan fortalecido salga el sector financiero de la crisis, del éxito del paquete de ajuste fiscal y de la reducción de la brecha ahorro-inversión doméstica.

Notas

1 Las exportaciones de manufacturas incrementaron su participación en el PBI al tiempo que se reducía la importancia de las exportaciones petroleras. Por otro lado, con la firma del Tratado de Libre Comercio (NAFTA, por sus siglas en inglés) se esperaba que la afluencia de capitales se incrementara.

2 Si bien las reservas internacionales brutas cayeron de US$16,8 a US$6,7 miles de millones entre el tercer y cuarto trimestre de 1994, debe mencionarse que entre el primer y segundo trimestre de ese año se habían perdido aproximadamente US$10 mil millones.

3 Esta se produjo el 20 de diciembre. Las autoridades encargadas del manejo de la política económica previeron inicialmente una devaluación del 14% y que el tipo de cambio pasaría de 3,5 a 4,0 pesos por dólar. Sin embargo, estas expectativas fueron desbordadas por la realidad y el tipo de cambio pasó a 5,5 pesos por dólar en enero de 1995, equivalente a una devaluación de 30%.

4 El crédito para consumo de la banca comercial creció en 236% en términos reales, entre marzo de 1989 y abril de 1992.

5 El ahorro privado cayó de 12,1% del PBI en 1990 a 9,1% en 1994, mientras que el ahorro público se redujo de 6,6% a 4,6% del PBI en el mismo período.

6 El aumento de la tasa de interés se hizo efectivo recién en diciembre, cuando se percibió la posibilidad de que el gobierno no cumpliera con sus obligaciones.

7 Entre marzo y octubre, alrededor de US$13 mil millones fueron convertidos en Tesobonos.

8 Sargent y Wallace (1982) mostraron cómo un déficit financiado con deuda interna puede ser tan inflacionario como un déficit financiado con emisión monetaria, si es que los agentes son racionales y anticipan que esa nueva deuda se traducirá en el futuro en mayor emisión o impuesto inflacionario.

9 Todavía existe un encaje del 30% a las inversiones inferiores a un año. Estos fondos no son remunerados.

10 Es interesante notar que la mayor parte de los controles de precios y tarifas afectaban los bienes y servicios provistos por las empresas públicas, lo que redundaba en un mayor déficit público, que al final se financiaba con emisión de dinero.

11 De las cuales hasta 20% podía corresponder a bonos del gobierno denominados en dólares.

12 Sin embargo, este esquema probó ser poco práctico. En abril de 1995, en medio del efecto tequila, las autoridades se vieron forzadas a reducir la rigidez de su política monetaria.

13 De acuerdo a esta idea, en el caso de una corrida especulativa en contra del peso, los inversionistas podían sustituir depósitos en dólares por depósitos en pesos y aun permanecer en el sistema, evitando la fuga de capitales.

BIBLIOGRAFÍA

Agenor, Pierre-Richard y Moshin Kahn (1992): "Foreign Currency Deposits and the Demand for Money in Developing Countries", International Monetary Fund, Working Paper 92/1, febrero.

Arrau, Patricio (1990): "Intertemporal Substitution in a Monetary Framework. Evidence from Chile and Mexico", World Bank, Working Paper WPS 549, diciembre.

Arrau, Patricio, José de Gregorio, Carmen Reinhart y Peter Wickman (1991): "The Demand for Money in Developing Countries. Assesing the Role of Financial Innovation", World Bank, Working Paper, WPS 721, julio.

Balassa, Bela (1982): "Development Strategies in Semi Industrial Economies", Oxford University Press.

Baldwin, Richard E., and Richard K. Lyons (1994): "Exchange Rate Hysteresis? Large versus Small Policy Misalignments", *European Economic Review*, January, 38, 1-22.

Barandiarán, E. (1988): "La Gran Recesión de 1982", en F. Morandé y K. Schmidt-Hebbel (eds.) Del Auge a la Crisis de 1982. ILADES, Chile.

Calvo, Guillermo (1985): "Currency Substitution and the Real Exchange Rate: The Utility Maximization Approach", *Journal of International Money and Finance*, Vol 4, pp 175-188.

Calvo, Guillermo (1988): "The Effects of Currency Substitution on the Response of the Current Account to Supply Shocks", International Monetary Fund, Working Paper Nº 88/5.

Calvo, Guillermo (1991): "Temporary Stabilization Policy. The Case of Flexibility Prices and Exchange Rates". *Journal of Economics Dynamics and Control*, Vol 15, pp 193-213.

Calvo, Guillermo (1994): "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990´s: Causes and Effects", IADB Working Paper 302. November.

Calvo, Guillermo (1994a): "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues", *Contemporary Economic Policy*, July, 12, 54 - 66.

Calvo, Guillermo y Carlos A. Rodríguez (1977): "A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations", *Journal of Political Economy*, Vol 85, Nº 3, pp. 617-625.

Calvo, Guillermo, Leiderman, L. Reinhart, C. (1993): "Capital Inflows to Latin America: the Role of External Factors". *IMF Staff Papers*, Mar., pp 108 - 51.

Calvo, Guillermo y Carlos Végh (1990): "Credibility and the Dynamics of Stabilization Policy: A Basic Framework", IMF Working Paper Nº 90/110, Washington.

Calvo, Guillermo y Carlos Végh (1992): "Currency Substitution in Developing Countries: an Introduction", *Revista de Análisis Económico*, Vol 7, Nº 1, junio, pp 3-28.

Calvo, Guillermo y Carlos Végh (1993): "Exchange-Rate Based Stabilization under Imperfect Credibility" en Frisch Helmut - Worgotter Andreas (eds). Londres, Mc Millan Press, Mayo.

Chuhan, P., Claessens, S., Mamingi, N. (1993): "Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of External and Domestic Factors" mimeo. World Bank, mayo.

Claessens, S., Dooley, M., Worner A. (1995): "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold? The World Bank Economic Review, enero.

Clark, Peter, L. Bartolini, T. Bayoumi y S. Symanski (1994): "Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Framework for Analysis" International Monetary Fund, Washington D.C.

Corbo, Vittorio, Stanley Fischer (1993): "Lessons from the Chilean Stabilization and Recovery" mimeo. FMI.

Dadush, U., Dhareshwaar, A., Johannes, R. (1994): "Are Private Capital Flows to Developing Countries Sustainable ?". World Bank Policy Research Working Paper 1397, diciembre.

Daniel, Betty (1985): "Monetary Autonomy and Exchange Rate Dynamics under Currency Substitution". *Journal of International Economics*, Vol 19, pp 119-139.

De la Dehesa, G. (1994): "La Reciente Afluencia Masiva de Capital Privado hacia los Países en Desarrollo ¿Es viable?" Conferencia Per Jacobsson. Asoc. Española de Banca Privada.

Dornbusch, Rudiger (1974): "Tariffs and Non-traded Goods" en *Journal of International Economics* 4.

Dornbusch, Rudiger (1976): "Expectations and Exchange Rate Dynamics" en *Journal of Political Economy* 84, diciembre.

Dornbusch, Rudiger (1980): "Open Economy Macroeconomics" New York, Basic Books.

Dornbusch, Rudiger, Federico Sturzenegger y Holger Wolf (1990): "Extreme Inflation: Dynamics and Stabilization", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990, Nº 2, pp 1-84.

Dornbusch, Rudiger y Sebastian Edwards (1995): "Reform, Recovery and Growth: Latin America and the Middle East", Chicago, The University of Chicago Press.

Edwards, Sebastian (1988): "Exchange Rate Misalignment in Developing Countries" The Johns Hopkins University Press. Baltimore.

Edwards, Sebastian (1989): "Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries" The MIT Press, Cambridge.

Edwards, Sebastian (1991): "Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt-Equity Swaps in Developing Countries," in Capital Flows in the World Economy, Horst Siebert, de., Tübingen: Mohr, 255-81.

Edwards, Sebastián y S. J. Burki (1985): "Latin America after Mexico: Quickening the Pace" mimeo, The World Bank, junio.

Engel, Charles (1989): "The Trade Balance and Real Exchange Rate under Currency Substitution", *Journal of International Money and Finance*, Vol 8, pp 47-58.

Fanelli, José María, Lucio Simpson (1995): "Capital Inflows and Capital Markets: The Argentine Experience in the Nineties". Mimeo CEDES. Buenos Aires. Agosto.

Frenkel, Jacob y Asaf Razin (1987): "Fiscal Policies in the World Economy", Cambridge, The MIT Press.

Gavin, Michael, Leiderman, Leonardo (1995): " The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America: Experiences and Policy Issues" mimeo, BID, abril.

Gavin, Michael y Leonardo Leiderman (1995): "The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues", documento preparado por la Oficina del Economista Jefe del BID para el seminario "International Capital Flows: Perspectives and Policy Issues", Jerusalén, abril.

Gooptu, Sudarshan (1993): "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets" in *Portfolio Investment in Developing Countries*, Stijn Claessens and Sudarshan Gooptu eds., Washington; World Bank, 45-77.

Guidotti, Pablo y Carlos Rodríguez (1992): "Dollarization in Latin America. Gresham´s Law in Reserve?" IMF Staff Papers, Vol 39, Nº 3, setiembre. pp 518-544.

Harvey, Campbell (1993): "Portfolio Enhancement using Emergin Markets and Conditioning Information" en Claessens, S. y Goopto, S, eds., *Portfolio Investment in Developing Countries*, World Bank Discusion Paper 228.

Harvey, Campbell (1995): "The Risk Exposure of Emerging Markets" *World Bank Economic Review* 9(1).

Isard, Peter (1977): "How Far Can We Push the Law of One Price?" en *American Economic Review*, Vol. 67, diciembre, pp. 942-948.

Krueger, Anne (1987): "Exchange Rate Determination", Oxford University Press.

Krugman, Paul (1987): "The Narrow Moving Band, the Dutch Disease and the Competitive Consequences of Mrs. Thatcher: Notes on Trade in Presence of Dynamic Scale Economies". *Journal of Development Economics*, 27.

Labán, Raúl and Felipe Larraín (1994): "Can a Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?", mimeo, Pontificia Universidad Católica de Chile, Enero.

Liviatan, Nissan (1981): "Monetary Expansion and Real Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, Vol 89, Nº6, pp 1218-1227.

McKinnon, Ronald (1982): "Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard", *American Economic Review*, Vol 72, Nº3, junio.

McKinnon, Ronald (1985): "The Order of Economic Liberalization", Cambridge, The MIT Press.

McNelis, Paul y Carlos Asilis (1992): "A Dynamic Simulation Analysis of Currency Substitution in a Optimizing Framework with Transaction Costs", *Revista de Análisis Económico*, Vol 7, Nº1, pp 139-152.

McNelis, Paul y Nickelsburg, Gerald (1988): "El Fenómeno de la Dolarización. Evidencia de series temporales en Argentina y Chile". Estudios, Fundación Mediterránea, Córdoba, Argentina.

McNelis, Paul y Nickelsburg, Gerald (1989): "Money, Prices and Dollarization: Evidence from Ecuador and Perú". *Revista de Análisis Económico*. Vol 4, N°_3, junio.

Milles, Marc (1978): "Currency Substitution, Flexible Exchange Rates and Monetary Independence", *American Economic Review*, Vol 68, Nº 3, junio pp 428-436.

Montiel, Peter (1993): "Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates", Policy Research Working Paper WPS 1103, The World Bank, Febrero.

Morandé, Felipe (1993): "Estabilización y Reforma Estructural: El Caso Chileno" CIEDLA, Fundación Konrad Adenauer.

Morandé, Felipe (1995): "Desafíos para la Economía Chilena" mimeo.

Obstfeld, Maurice (1986): "Capital Flows, the Current Account and the Real Exchange Rate: The Consequences of Stabilization and Liberalization," in Sebastian Edwards and Liaquat Ahamed, eds., *Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries*, Chicago: University of Chicago Press, 1986, 201-34.

Oks D. y S. van Wijnbergen (1994): "Mexico after the Debt Crisis: Is Growth Sustainable? The World Bank, Policy Research Working Paper 1378, noviembre.

Ortiz, Guillermo (1983): "Currency Substitution in Mexico. The Dollarization Problem", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 15, Nº 2, mayo, pp. 174-185.

Ramírez Rojas, C.L. (1985): "Currency Substitution in Argentina, Mexico and Uruguay", *IMF Staff Papers*, Vol 32, pp. 629-667.

Razin, Assaf (1993): "The Dynamic-Optimizing Approach to the Current Account: Theory and Evidence" NBER Working Paper Nº 4334.

Reinhart C., Végh, C. (1992): "Intertemporal Consumption Substitution and Inflation Stabilization: An Empirical Investigation" mimeo, FMI, Junio 1994.

Repetto, Andrea (1992): "Determinantes de Largo Plazo del Tipo de Cambio Real: Una Aplicación al Caso Chileno " en Colección Estudios CIEPLAN No. 32.

Riveros, Luis (1994): "Chile's Structural Adjustment: Relevant Policy Lessons for Latin America", mimeo., Universidad de Chile.

Rogers, John (1992a): "Foreing Inflation Transmission under Flexible Exchange Rates and Currency Substitution", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 22, Nº 2, mayo, pp 195-208.

Rojas-Suárez, Liliana (1992): "Currency Substitution and Inflation in Perú", *Revista de Análisis Económico*, Vol 7, Nº 1, pp 153-176.

Rostowski, Janek (1992): "The Benefits of Currency Substitution during High Inflation and Stabilization". *Revista de Análisis Económico*, Vol 7, Nº 1, pp 91-107.

Sachs, Jeffrey (1981): "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 70s". Brooking Papers on Economic Activity" Nº 1, Vol. 12.

Sachs, Jeffrey y Alvaro Zini (1994): "Brazilian Inflation and the Plan Real" mimeo. Harvard University.

Sargent, Thomas (1982): "The Ends of Four Big Inflations" en *Inflation: Causes and Effects*, Univ. of Chicago Press.

Savastano, Miguel (1992): "The Pattern of Currency Substitution in Latin America: An Overview", *Revista de Análisis Económico*, Vol 7, Nº 1, junio, pp 29-72.

Savastano, Miguel, J. Roldós y J. Santaella (1995): "Factors Behind the Financial Crisis in Mexico, Anexo I del *World Economic Outlook*, FMI.

Sturzenegger, Federico (1992): "Currency Substitution and The Regressivity of Inflationary Taxation", *Revista de Análisis Económico*, Vol 7, Nº 1, junio, pp 177-192.

Swan, T.W. (1968): "Longer run Problems of the Balance of Payments" en *Readings in International Economics*, editado por R.E. Caves y H.G. Johnson, Homewood, Irwin.

Swiss Bank Corporation "*The Latin American Advisor*", varios números.

Tanzi, Vito y Mario Blejer (1982): "Inflation, Interest Rate Policy and Curency Substitution in Developing Economies: A Discussion of Some Major Issues", *World Development*, Vol 10, Nº 9, pp 781-789.

The Economist (1995): varios números.

Végh, Carlos (1989): "The Optimal Inflation Tax in the Presence of Currency Substitution", *Journal of Monetary Economics*, Vol 24, pp 139-146.

Vílchez, William (1995): "Dinámica de la Sustitución Monetaria en el Perú: Teoría y evidencia empírica". Monetaria, Vol. XVIII, N°3. CEMLA.

Weintraub, Sidney (1995): "Mexico's Foreign Economic Policy: From Administration to Dissappointment", mimeo, enero.

Weintraub, Sidney (1995): "The Mexican Economy after Devaluation", mimeo.

Williamson, John (ed.) (1994): "Estimating Equilibrium Exchange Rates", Institute for International Economics, Washington, D.C.

COMENTARIOS

Julio Velarde
Raúl Salazar
Alberto Pascó-Font

CONTENIDO
de la segunda parte

COMENTARIOS AL TRABAJO
"EL TIPO DE CAMBIO: UN PROBLEMA DE AMÉRICA LATINA"
Julio Velarde 135

COMENTARIOS AL TRABAJO
"EL TIPO DE CAMBIO: UN PROBLEMA DE AMÉRICA LATINA"
Raúl Salazar 147

POLÍTICA CAMBIARIA
Y TIPO DE CAMBIO EN EL PERÚ: 1995 -2000
Alberto Pascó-Font 157

COMENTARIOS AL TRABAJO "EL TIPO DE CAMBIO: UN PROBLEMA DE AMÉRICA LATINA"

Julio Velarde

El orden de mis comentarios seguirá parcialmente el del documento de los señores Paredes, Cayo y Saavedra.

Indicadores de Atraso Cambiario

Indudablemente ha ocurrido una apreciación del sol en los últimos cinco años. Sin embargo, es difícil determinar la magnitud de esta apreciación. En este sentido, cuando se compara el tipo de cambio nominal con el Indice de Precios al Consumidor (IPC) se debe tener en cuenta que este último se encuentra sustancialmente sobreestimado debido en gran medida a las distorsiones que introduce la hiperinflación.

Estudios realizados con una muestra relativamente importante de productos incluidos dentro de la canasta con la que se calcula el IPC, señalan que la inflación registrada entre 1985 y 1990 es casi el doble de la que efectivamente ocurrió. Los principales problemas de medición surgieron con el IPC de setiembre de 1988 y abril de 1989,

y con los empalmes cuando se cambiaba el año base de referencia.

Con esto no quiero señalar que no exista apreciación, sino que ésta sería de una magnitud muy inferior a la que indica la comparación del tipo de cambio nominal con el IPC.

Con respecto al ratio entre precios de productos transables y no transables, éste se ha mantenido básicamente estable entre 1992 y 1994. La caída más pronunciada se produjo en 1991, la que en cierta medida se explica por la liberalización de los alquileres.

En relación a los salarios en dólares constantes, en 1994 éstos se ubicaban en un nivel similar a los de los primeros años de la década de los ochenta. Este es un indicador importante, porque desde el punto de vista de la competitividad internacional de las empresas, la evolución salarial en moneda extranjera es más relevante que los aumentos de precios de servicios como restaurantes, salud, educación, etc. El precio de estos servicios será relevante sólo en la medida que se traduzcan en aumentos salariales.

Sin embargo, no debe dejar de señalarse que a raíz del estancamiento de la inversión en la década pasada el *stock* de capital por trabajador es inferior hoy al que existía hace quince años.

Tipo de Cambio Real de Equilibrio

Si bien a nivel teórico se debería definir el tipo de cambio real de equilibrio de mediano plazo, para determinar cuán alejado está el tipo de cambio actual, se debe señalar que su estimación es muy difícil. Tal como lo mencionan los autores, la economía está sujeta a *shocks* y una serie de cambios estructurales tanto internos como externos en el tiempo, los que son muy difíciles de predecir, pero que son los factores determinantes de la trayectoria del tipo de cambio real de equilibrio.

Si se hiciera una encuesta entre los economistas con respecto a

cuál sería el tipo de cambio real de equilibrio el año 2001, probablemente unos estimarían que sería mayor al actual, mientras otros opinarían que sería inferior. Es más, algunos economistas alertan sobre el peligro de una enfermedad holandesa en el Perú, una vez que aumenten las exportaciones. Esto simplemente evidencia la dificultad de determinar el nivel del tipo de cambio real de equilibrio.

Tipo de Cambio Fijo versus Tipo de Cambio Flotante

Uno de los elementos de los programas de estabilización está referido a la fijación de un ancla nominal. Las anclas más discutidas son el ancla monetaria y el ancla cambiaria. La primera corresponde a un sistema de tipo de cambio flotante, mientras que la segunda se refiere a un sistema de tipo de cambio fijo.

En la mayor parte de los programas de estabilización tanto ortodoxos como heterodoxos se ha utilizado el ancla cambiaria, es decir ya sea la fijación del tipo de cambio o su trayectoria.

Los únicos programas recientes en América Latina que convencionalmente se les señala como de aplicación de ancla monetaria son los de Chile en 1975, el plan Bonex de 1989 en Argentina, el plan Collor en Brasil, el de República Dominicana desde 1989 y el del Perú, aplicado desde agosto de 1990.

Según la visión convencional de autores como Calvo, Végh, Reinhart, Kiguel y otros, y explicada por los autores, la diferencia entre los programas que aplican un ancla monetaria y los que aplican un ancla cambiaria, radica en la evolución del nivel de actividad económica.

Mientras que en el ancla monetaria se tiene una recesión inicial, para luego mostrar una recuperación, en el ancla cambiaria tiende a haber una reactivación inicial para posteriormente experimentar una

recesión. Es decir, la elección entre anclas terminaría siendo una elección entre recesión ahora o recesión después.

Bajo este enfoque convencional, la recesión inicial que se produciría en el caso del ancla monetaria se explicaría porque el crecimiento de la cantidad de dinero es inferior al de los precios, los que seguirían su dinámica por factores inerciales o por falta de credibilidad en el programa económico. De esta manera se produciría una contracción del gasto real con la consecuente retracción en el nivel de actividad económica. La restricción a su vez generaría tasas reales de interés elevadas, contribuyendo a la recesión.

Por el contrario, en el caso del ancla cambiaria, al fijarse el tipo de cambio, la expansión monetaria sería endógena, y por lo tanto no se constituiría en un freno a la expansión del gasto agregado. A su vez, al darse una señal más clara y al no restringirse la oferta monetaria, las tasas de interés descenderían más rápidamente.

En consecuencia, en este caso, al no producirse una convergencia rápida de los precios domésticos al tipo de cambio, se generaría una apreciación cambiaria que incentivaría después un proceso recesivo.

Si bien este razonamiento puede ser válido a nivel teórico y las experiencias de varios países latinoamericanos parecen confirmar esta visión, en la realidad existe una serie de factores que pueden modificar las conclusiones del enfoque convencional.

Así por ejemplo, los efectos del ancla monetaria dependen de la tasa de expansión de la cantidad de dinero que se establezca en relación al aumento de la demanda nominal de dinero. Las conclusiones del enfoque convencional presuponen que la tasa de expansión monetaria que establece el Banco Central, es menor a la del crecimiento de la demanda de dinero. Si el crecimiento monetario fuera similar al de la demanda de dinero, no generaría retracción en el nivel de actividad económica ni un aumento en la tasa de interés. Es decir, la recesión no es un resultado inevitable en

el caso del ancla monetaria.

Adicionalmente, si se generara la suficiente credibilidad en el programa de estabilización, la inflación se reduciría más rápidamente. De esta manera, de producirse una recesión por la restricción monetaria, ésta sería de corta duración.

En el caso del ancla cambiaria, los resultados dependerán en primer lugar del nivel inicial al que se fije el tipo de cambio. En principio, éste debería fijarse a un nivel suficientemente alto como para que sea creíble. Sin embargo, es muy difícil determinar cuál sería este nivel.

De otro lado, si el nivel establecido es muy alto, sería creíble, pero la expansión monetaria podría resultar excesiva contrarrestando los efectos positivos de la mayor credibilidad.

Adicionalmente, se debe tener en cuenta que el ancla cambiaria no implica necesariamente un tipo de cambio fijo, pues se puede establecer una trayectoria determinada para el mismo.

En realidad el tema de las anclas nominales es en gran medida un debate académico. Son pocos los países que utilizan anclas puras.

En el caso del ancla monetaria, su popularidad se acentuó a raíz del discurso de Volcker, presidente de la Reserva Federal, en octubre de 1979, cuando señaló que no le interesaba lo que pasara con las tasas de interés, siempre y cuando se mantuviera la meta monetaria que se había trazado.

En realidad no sólo no se cumplieron con las metas establecidas, sino que incluso desde la segunda mitad de los ochenta se observa un cambio radical de enfoque. Así, en una encuesta realizada en 1986 entre los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal, sobre los factores que determinaban sus decisiones sobre política monetaria, se señaló en primer lugar los agregados monetarios y en quinto lugar las condiciones que se observaban en el mercado. En 1988 se revirtió totalmente este orden, señalándose las condiciones de mercado en primer lugar y los

agregados monetarios en quinto lugar.

Cabe precisar que cuando se habla de ancla monetaria en el debate académico, se está hablando de cumplir una meta pase lo que pase. Esta no es la situación en la mayor parte de los países. En la actualidad entre los países industrializados, sólo Alemania y Suiza siguen priorizando los agregados monetarios, pero no vacilan en intervenir frente a modificaciones significativas de las tasas de interés o del tipo de cambio.

Algo similar sucede en los países en los que se dice que operan con ancla cambiaria. Frente a un influjo fuerte de capitales, realizan operaciones de esterilización, reflejando su preocupación por una fuerte expansión de los agregados monetarios.

En otras palabras, casi todos los países siguen metas híbridas y flexibles en el tiempo. Los bancos centrales adecúan su política monetaria y cambiaria de acuerdo a la evolución de los principales indicadores económicos.

La Experiencia Peruana Reciente

Hay ciertos aspectos de la política monetaria cambiaria peruana que no están explicitados en el trabajo en mención, que merecen destacarse.

En el debate sobre las anclas aplicadas en el programa de estabilización peruano, existe cierta confusión sobre cuál es el ancla que se utilizó al inicio del programa.

La visión convencional, tanto en el Perú como en el extranjero, es que el Perú es un caso típico de ancla monetaria. Incluso economistas de organismos internacionales afirman utilizando un argumento circular que en el Perú se utilizó un ancla monetaria, pues se produjo una recesión inicial.

Lo cierto es que fue precisamente a inicios del programa cuando se utilizó un ancla cambiaria. La recesión que se produjo fue el resultado de otros factores.

La inflación correctiva de agosto de 1990 determinó una fuerte contracción de los saldos reales que llevó a su vez a una contracción del gasto real y en consecuencia a una fuerte recesión de la economía.

La rápida remonetización que se produjo, bajo un ancla cambiaria, durante los tres primeros meses de la aplicación del programa, llevó a una rápida recuperación del gasto real y por consiguiente del nivel de actividad económica. Así, en noviembre de 1990 se tenía un Producto Bruto Interno (PBI) similar al de antes del programa de estabilización.

El otro momento en que se adoptó un ancla bastante definida fue entre julio y noviembre de 1991. Esta decisión respondió a que la tasa de inflación estaba siendo más alta que la prevista inicialmente. El resultado fue relativamente exitoso, porque no se provocó recesión, mientras que la inflación, que había superado el 9% mensual en junio y julio, logró reducirse a menos del 4% en diciembre.

Sin embargo, incluso en este período, las metas monetarias no fueron del todo rígidas, sino que fueron ajustándose de acuerdo a la evolución que se observaba de la economía.

En el resto del tiempo, la política ha sido más o menos híbrida. El Banco Central ha venido observando la evolución de los principales indicadores económicos, preocupándose tanto de los agregados monetarios como del tipo de cambio. En algunos momentos el énfasis ha sido mayor en el aspecto cambiario, mientras que en otros el énfasis ha sido mayor en los agregados monetarios.

Incluso en los últimos meses no se puede sostener que haya una meta monetaria rígida. Lo que se observa más bien es una preocupación por controlar un crecimiento excesivo de los agregados monetarios.

Dolarización

En uno de los capítulos del trabajo de Paredes se trata el fenómeno de la dolarización. Si bien el tema es discutido bajo la óptica de una revisión de la literatura, sin hacer un análisis del caso peruano, los autores parecen insinuar que habría una sustitución casi perfecta entre los activos denominados en dólares y los denominados en soles.

Sin embargo, si uno trata de inferir la proporción de las transacciones que se realizan en soles en el país, ponderando los diferentes componentes de la liquidez total por su velocidad de rotación (asignándole al circulante la velocidad de circulación de los depósitos en cuenta corriente), pareciera ser que aproximadamente el 90% del monto de las transacciones se realiza en soles.

Este porcentaje no sólo es suficientemente alto, sino que su tendencia probablemente sea paulatinamente ascendente. Esto quiere decir que el Banco Central influye con su política monetaria sobre la economía, independientemente de lo que pase con la liquidez en moneda extranjera.

Incluso en los años recientes hay diversos episodios donde se advierte con claridad que la política monetaria del Banco Central afecta la evolución del gasto nominal. Basta observar lo que ha venido ocurriendo en 1995. Desde abril, el Banco Central ha imprimido una política monetaria más restrictiva, que se ha traducido en una menor expansión del gasto nominal.

En este sentido, cabe precisar que los depósitos en moneda extranjera del sistema financiero crecieron en sólo US$ 62 millones durante el primer trimestre de 1995, mientras que el gasto nominal se expandía fuertemente. De otro lado, en el segundo trimestre, cuando se aplica una política monetaria más restrictiva, los depósitos en dólares crecieron US$ 434 millones.

Esto quiere decir que el Banco Central puede ejercer control

sobre la oferta monetaria relevante, cosa que no ocurriría si hubiera sustitución perfecta entre soles y dólares.

Lo que sí debe señalarse es que debido a la existencia de depósitos en dólares, se genera una expansión secundaria de divisas, los que se pueden denominar "Perú dólares", lo cual presiona a la baja al tipo de cambio.

Es esta expansión secundaria de dólares la que llevó al Banco Central a establecer un encaje marginal en moneda extranjera desde el segundo semestre de 1991.

La desventaja de que una proporción importante de la liquidez total esté en moneda extranjera radica en que la base monetaria termina siendo un porcentaje reducido en relación al PBI, lo cual significa que frente a una entrada masiva de capitales una intervención no esterilizada del Banco Central tendría mayores repercusiones sobre la inflación. De esta manera, le resulta más costoso a la autoridad monetaria influir sobre el tipo de cambio real.

Sin embargo, si se tiene una base monetaria pequeña en relación a las reservas internacionales, se facilita el control del tipo de cambio nominal, ciertamente siempre y cuando no haya algún acontecimiento grave que provoque una corrida de los depósitos en moneda extranjera.

Problemas Actuales en el Manejo Monetario Cambiario

Actualmente, no se distinguen con suficiente claridad los problemas que enfrenta la política monetaria cambiaria. En este sentido, es relevante diferenciar entre los problemas de corto y mediano plazo.

En el corto plazo, se tiene una situación marcada por una significativa afluencia de divisas que ha venido dificultando la labor del Banco Central. Mientras que en el mediano plazo se plantea la

interrogante sobre la sostenibilidad de este flujo de capitales para que continúen financiando el déficit en cuenta corriente.

Estas dificultades se mencionan en el trabajo, a nivel general, pero no se discuten sus implicancias en el caso peruano, ni se sugiere maneras de cómo enfrentarlas.

En relación al fuerte influjo de capitales sería conveniente descartar las medidas restrictivas al ingreso de capitales que algunos economistas vienen proponiendo. No sólo sería una pésima señal en un país que acaba de liberalizar su cuenta de capitales, pues se vería como un retroceso en el programa, sino que incluso puede generarse una reacción de salida de capitales.

En este sentido, cabe recordar el impuesto sobre los intereses a los depósitos en moneda extranjera, que se aplicó en el primer trimestre de 1992, y que llevó a un fuerte retiro de depósitos en moneda extranjera, lo que obligó al gobierno a revertir la medida a los pocos días de decretada. En otros países han ocurrido situaciones parecidas cuando se ha tratado de aplicar restricciones al ingreso de capitales.

El Banco Central, desde 1994, ha podido con relativo éxito controlar los agregados monetarios al mismo tiempo de evitar las fluctuaciones excesivas del tipo de cambio. Esto gracias a que ha podido utilizar más ampliamente los mecanismos de esterilización.

Antes de 1994 le hubiera resultado mucho más costoso esterilizar debido a que las tasas de interés en moneda nacional se encontraban en niveles muy elevados. Cierta esterilización se logró utilizando tanto los fondos del gobierno como de otras instituciones públicas.

La visión convencional en América Latina, tal como la sostiene Calvo, es que la esterilización es muy difícil, porque promueve una elevación de las tasas de interés, lo que a su vez atrae más capitales y por lo tanto conduce a una mayor necesidad de esterilización.

Como en el caso del ancla monetaria, este enfoque parte del

supuesto que la oferta monetaria no está satisfaciendo el incremento de la cantidad de dinero. Si lo satisfaciera, no tendrían que elevarse las tasas de interés.

De otro lado, se ha señalado que en Asia la esterilización ha sido exitosa. Muchos atribuyen a que la mayor parte del influjo de capitales ha estado orientada a la inversión directa, mientras que en América Latina se ha dirigido en gran medida a financiar consumo. Otros autores como Corbo atribuyen importancia a la forma en que han evolucionado los gastos del gobierno. En los países en que los gastos corrientes del gobierno han crecido se nota una mayor apreciación cambiaria.

Sin embargo, muy pocos economistas le dan importancia a lo reducido de la base monetaria en varios países de América Latina. Así por ejemplo, el Perú tiene una liquidez en moneda nacional de 5,5% del PBI y una base monetaria de 2,1%. Mientras que en Malasia la liquidez en moneda nacional es superior al 140% del PBI. Esto no sólo permite una mayor intervención no esterilizada, sino que facilita la colocación de los papeles de esterilización, pues representan una pequeña fracción de los activos financieros del país.

Entre los autores que han tratado el tema de la esterilización, tal vez la posición de Jeffrey Frenkel se aproxime más a lo correcto. Según Frenkel, si el ingreso de capitales es exógeno, la esterilización no tiene consecuencias sobre la tasa de interés ni sobre el nivel de actividad económica. Más bien si el influjo de capitales responde a un aumento en la cantidad demandada de dinero no se debería esterilizar.

De esta manera, se debe continuar con las operaciones de esterilización en el país, si es que se tiene la presunción de que este flujo de capitales es temporal. Lo que debe buscarse es que estos papeles de esterilización vayan teniendo plazos mayores. Para plazos mayores a un año posiblemente se requiera indexar los papeles a la inflación.

En el mediano plazo, el temor es con respecto a la sostenibilidad del ingreso de capitales. Sin embargo existe alguna evidencia de que el déficit en cuenta corriente esté sobreestimado, al no incluir el ingreso de divisas proveniente del narcotráfico y la remesa de los migrantes. En otras palabras, el rubro de capitales de corto plazo y errores y omisiones, en gran medida sería más errores y omisiones que capitales de corto plazo.

Adicionalmente, a diferencia de otros países, la inversión extranjera directa es un componente cada vez más importante en la balanza de pagos. Por otra parte, a diferencia de lo sucedido en Argentina y en México, en el Perú el ahorro interno viene creciendo desde 1992. Entre 1992 y 1995 ha pasado del 12,5% del PBI al 18,4%.

Finalmente, el trabajo termina con una serie de interesantes interrogantes, pero no ensaya algunas respuestas a los mismos, por lo que no es posible comentar sobre sus sugerencias o conclusiones.

COMENTARIOS AL TRABAJO "EL TIPO DE CAMBIO: UN PROBLEMA DE AMÉRICA LATINA"

Raúl Salazar

El trabajo "El Tipo de Cambio: Un Problema de América Latina" constituye una revisión bastante amplia de la literatura económica en relación con los principales temas vinculados al tipo de cambio, flujos de capital, sustitución monetaria y regímenes cambiarios.

Sin duda la selección de los temas es relevante a la situación actual que vive el país en relación con la tasa de cambio y debería contribuir a aclarar el desconcierto existente en diversos círculos que de manera importante han contribuido a postergar la toma de decisiones en estos temas. Sin embargo, se debe mencionar que tal como lo exponen los autores, el trabajo que se comenta constituye una primera parte de un proyecto más amplio. Esto es, estamos ante un trabajo que resume apropiadamente las contribuciones más relevantes sobre los diversos tópicos de que se trata. Por lo tanto, no contiene ninguna exploración empírica, o aplicación econométrica, ni se efectúan recomendaciones de política económica. Esto determina que los comentarios que se puedan realizar en relación con

las implicancias para el caso del Perú sean limitados. Por ello, una parte importante de esta discusión se ha trasladado al momento de comentar los artículos complementarios que se han circulado.

Tipo de Cambio: Nominal, Real y de Equilibrio

En este capítulo, los autores presentan de manera adecuada los conceptos existentes sobre tipo de cambio nominal, real y de equilibrio. En el caso de este último, los autores terminan por desacreditar la teoría del Poder de Paridad de Compra Constante, de amplia difusión en nuestro medio, como teoría que explica la evolución del tipo de cambio real. Los autores destacan el enfoque moderno del tipo de cambio que liga el tipo de cambio real a los fundamentos económicos de un país. Para ello se presenta el tipo de cambio real de equilibrio como aquel precio relativo entre bienes transables y no transables que hace posible el equilibrio en el mercado de no transables (equilibrio interno) en cada período de tiempo y el equilibrio intertemporal, de largo plazo, en el mercado de transables (equilibrio externo). Este capítulo está fuertemente inspirado en el trabajo de Sebastian Edwards.

Lamentablemente, no se presenta en este capítulo una exposición de las aplicaciones cuantitativas que se han realizado para el caso del Perú utilizando este enfoque. Si bien los trabajos econométricos son escasos, podemos citar dos. Uno de Graciela Moguillansky de CEPAL y otro del Departamento de Análisis del Sector Externo del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). El tema, sin embargo, dista mucho de estar cerrado. En tal sentido, se debería estimular la realización de más trabajos de naturaleza cuantitativa, ya que para la aplicación de política económica estos aportes son fundamentales.

Flujo de Capitales

La revisión efectuada de la literatura que existe en esta área concluye identificando correctamente el problema, que se puede resumir sucintamente de la siguiente manera: La entrada de capitales depende fuertemente de factores exógenos, tales como la evolución de las tasas de interés internacionales y el desbalance ahorro-inversión en los países desarrollados. A partir de esta conclusión se analiza el efecto de la entrada masiva de capitales sobre las economías, concluyéndose que al aumentar la disponibilidad interna de capitales, aumenta la demanda agregada interna, tanto de bienes transables como no transables, lo que lleva a una caída del tipo de cambio real y a la generación de un déficit comercial.

La discusión actual es si este proceso es sostenible o no en el tiempo, identificándose dos interrogantes como resultado de esta discusión. ¿Se podrá cubrir la entrada de capitales con superávit en el sector de transables? ¿Será un proceso sin necesidad de efectuar algún ajuste macroeconómico posterior? Esta discusión está basada fuertemente en los trabajos de Gavin y Leiderman, así como el de Corbo y Hernández. En este capítulo al igual que en el anterior, tampoco se presenta ningún estudio empírico sobre el ingreso de capitales en el Perú.

La ausencia más notable que se encuentra en el tratamiento del tema está el relacionado a la evaluación de la restricción al movimiento de los capitales y el rol que juega dentro de la definición de una economía de mercado. Esto es importante, porque en el caso peruano se genera una aparente paradoja. Por un lado, se trata de reproducir aspectos importantes de la experiencia chilena, que para muchos constituye un modelo de economía de mercado a seguir, y por otro lado, se rechaza como "controlista" el tratamiento a los capitales externos que aplica Chile. Hubiera sido muy importante esta discusión para definir con más precisión qué tipo de restricciones a los

movimientos de capitales atenta contra el funcionamiento de una economía de mercado a fin de definir el rango de las opciones que tiene el Perú para actuar contra los efectos cambiarios que experimenta.

Dolarización y Sustitución Monetaria

En este capítulo se hace una revisión de la literatura relevante y se describen algunos modelos específicos sobre el tema, que sirven para precisar algunas definiciones y para identificar las causas y efectos del problema de sustitución monetaria. A pesar de que se presentan los problemas que causa la sustitución en el diseño y ejecución de la política monetaria, el tema de la persistencia del fenómeno requiere de un tratamiento más amplio, ya que no queda claro cuál es la salida ante este fenómeno. Este capítulo está basado en trabajos realizados por Calvo y Rodríguez y se presentan algunos trabajos empíricos sobre el Perú realizados por Liliana Rojas.

En procesos de aumento del grado de sustitución monetaria, la demanda de dinero doméstico se vuelve inestable y por lo tanto inútil para cualquier uso práctico; sin embargo, en procesos de remonetización se vuelve estable y, en consecuencia, previsible, por lo que es necesario demostrar tal estabilidad. En este sentido, hubiera sido muy útil incluir una revisión de los trabajos empíricos realizados en esta dirección. Por ejemplo, Cuba y Herrada (Cuadernos de Economía, 1995) concluyen que la demanda por dinero en el Perú es actualmente estable.

Regímenes Cambiarios

Esta sección es de las más importantes, sin embargo ha sido poco analizada. Un tema poco explorado es el relacionado a los márgenes

de acción que tienen las autoridades para el tratamiento de la política cambiaria en el Perú. Asimismo, se presenta un conjunto de preguntas que identifican correctamente los *trade-offs* que enfrentan las autoridades económicas. El propósito, tal como se expone, es estimular la segunda fase del estudio, que da respuesta a estas interrogantes.

Conclusiones en Relación con el Trabajo de Carlos Paredes, J. Cayo y J. Saavedra

1) Como los autores señalan, el trabajo que se comenta corresponde a una primera etapa que abarca la revisión de la literatura existente en relación con algunos temas que giran alrededor del tratamiento de la tasa de cambio. Por lo tanto, no presentan recomendaciones de política económica sobre el tema.

2) El trabajo hace una exposición adecuada de la literatura relevante. Las conclusiones corresponden de manera general con la situación actual de la ciencia económica.

3) Existen dos vacíos de importancia: el primero está relacionado con la necesidad de un tratamiento más amplio y profundo del tema de la restricción a los movimientos de capitales. Desde una perspectiva más amplia, hubiera sido muy útil la discusión del grado de movilidad de capitales que es compatible con un modelo de economía de mercado. Esto es esencialmente relevante si se tiene en cuenta que los factores que dan lugar a los movimientos de capitales y su dirección son, en general, determinados en el exterior. Adicionalmente, se debe mencionar la poca discusión de los trabajos empíricos sobre el tema cambiario para el caso del Perú, considerando su importancia en la toma de decisiones del gobierno.

Adicionalmente, de la lectura de algunos trabajos, se puede desprender algunos comentarios relativos a la situación económica del Perú:

1) De Sebastian Edwards (1988) se puede destacar lo siguiente:
   a) El tratamiento de tipo de cambio real como un precio relativo entre los bienes transables y no transables constituye un enfoque correcto. En consecuencia, se debería propiciar trabajos empíricos de aplicación de este modelo al caso peruano.
   b) Según el modelo de Edwards, para que un país tenga un tipo de cambio real de equilibrio son necesarias dos condiciones: tener equilibrio en el mercado de bienes no transables en todos los períodos y equilibrio externo, intertemporal o de largo plazo en el mercado de transables. Se tiene un equilibrio externo cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos está balanceada, o, en todo caso, cuando es evidente que se equilibrará en el largo plazo. El equilibrio interno, por su parte, se alcanza cuando no existen problemas de empleo. La revisión de estas condiciones de equilibrio del modelo y los dos trabajos aplicados a la economía peruana -Moguillansky G. (1995) y el realizado por el Departamento de Análisis del Sector Externo del BCRP- permiten concluir que en el Perú, la tasa de cambio está sobrevaluada.

2) En lo que respecta al trabajo de Corbo y Hernández (1995) se debe destacar, como una conclusión importante, el alerta que lanzan sobre los efectos de los ingresos de capitales sobre la economía. Entre ellos, la contracción del sector de transables, el crecimiento del sector de no transables, el aumento del déficit comercial y la revaluación de la tasa de cambio. Además, es

pertinente su referencia a la volatilidad de los capitales de corto plazo y los efectos sobre la reasignación de recursos que se produce cuando los flujos de capitales empiezan a revertirse.

3) Corbo y Hernández concluyen que la mejor forma de contrarrestar los efectos negativos de los ingresos de capitales es reduciendo el gasto del gobierno. Sin embargo, esta política debiera estar acompañada por una adecuada política monetaria. Una política puramente fiscal generalmente carece de flexibilidad para lidiar con la volatilidad de los capitales de corto plazo. Los autores no mencionan la importancia de las restricciones impuestas a los movimientos de capitales. En este sentido, no queda claro si la política fiscal hubiera sido igual de efectiva sin los controles directos al ingreso de capitales. Por tal motivo, la reducción del gasto del sector público debiera formar parte de un conjunto de medidas en todos los sectores, considerando además que el gasto del sector público, en el caso del Perú, es reducido.

4) En cuanto al trabajo de Hausmman, Gavin y Liederman (1995), los autores mencionan los efectos negativos de los capitales de corto plazo sobre las economías de los países en vías de desarrollo. Los autores discuten las consecuencias de la entrada de capitales sobre algunas variables macroeconómicas, como el ahorro, la inversión, la cuenta corriente de la balanza de pagos, la tasa de cambio, las variaciones de las reservas internacionales y otros indicadores (crecimiento económico, precio de los activos, dinero e inflación). En cuanto a los temas de ahorro e inversión, los autores destacan que la entrada de capitales del exterior ha estado asociada a incrementos en la tasa de inversión y una disminución en la tasa de ahorro interno. Esto se traduce en elevados desequilibrios en la cuenta corriente de la

balanza de pagos. Los autores presentan una serie de argumentos sobre la necesidad de revertir estos desequilibrios, sin embargo no realizan ninguna recomendación relevante.

5) El trabajo de E. Hnyilicza es el único que está dirigido al caso del Perú y presenta una descripción detallada y comprensiva del proceso de estabilización económica iniciado en 1990, así como de las circunstancias en las que se formuló y adoptó la política monetaria y cambiaria que rige hasta el momento. Sin embargo, las características del período de referencia al que alude el trabajo son distintas a las actuales.

Bibliografía

Arrau P., J. Quiroz y R. Chumacero (1992): "Ahorro Fiscal y Tipo de Cambio Real" *Cuadernos de Economía*, Año 29, No. 88. Pontificia Universidad Católica de Chile.

Calderón, J. Ferreyra y J. Illescas (1995): "Tipo de Cambio Real de Equilibrio en el Perú", XII Encuentro de Economistas del Banco Central de Reserva del Perú. Gerencia de Estudios Económicos.

Corbo V. y L. Hernández (1995): "Macroeconomic adjustment to Capital Inflows: Latin American Style versus East Asian Style" *Policy Research Working Paper*, 1377.

Cuba E. y R. Herrada (1995): "Demanda de Dinero, Inflación y Política Monetaria en el Perú 1991-1994", *Cuadernos de Economía*, Año 32, no. 97. Pontificia Universidad Católica de Chile.

Dornbusch R. (1983): "Real Interest Rates, Home Goods and Optimal External Borrowing" *Journal of Political Economy*, 91. Chicago University.

Edwards S. (1988): *Exchange Rate Misalignment in Developing Countries*, World Bank Occasional Papers, No. 2, New Series.

Hausmman R., L. Leiderman y L. Gavin (1995): "The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues" para el Encuentro Anual del Banco Interamericano de Desarrollo. Jerusalén, abril 3.

Hnyilicza, Esteban : "Inflation Stabilization and Exchange Rate Policy". Mimeo.

Larraín F. (1995): "Gasto Público y Tipo de Cambio Real", Borrador, Escuela de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.

Moguillansky G. (1995): "¿Existe una Brecha respecto del Sendero de Equilibrio Cambiario en el Perú?", *Cuadernos de Economía*, Año 32, No. 97. Pontificia Universidad Católica de Chile.

Paredes C. (1995): "Tipo de Cambio: Un Problema de América Latina". Borrador para comentario, Proyecto PAPI.

Repetto A. (1992): "Determinantes del Tipo de Cambio Real", *Colección de Estudios*, No. 36, CIEPLAN. Santiago.

Zambrano M. (1995): "Determinantes del Tipo de Cambio Real bajo un Contexto Estabilizador: Perú 1990-1994", *Apuntes*, No. 36, Universidad del Pacífico. Lima.

POLÍTICA CAMBIARIA Y TIPO DE CAMBIO EN EL PERÚ: 1995-2000

Alberto Pascó-Font

Desde mediados de 1990, el Perú viene implementado un drástico programa de estabilización y reformas estructurales orientadas a modernizar la economía e insertar de manera más provechosa al país en el comercio y finanzas mundiales. Desde el principio de este proceso el gobierno anunció su interés en promover un sector exportador que lidere el crecimiento económico. Sin embargo, durante los últimos años, la devaluación del tipo de cambio nominal se ha mantenido por debajo del incremento en el nivel de precios, a pesar de varios esfuerzos del gobierno por revertir dicha tendencia.

Aunque no existe consenso sobre este punto, una parte importante de los economistas, así como de los sectores productivos nacionales arguyen que el tipo de cambio real se ha apreciado durante los últimos años, restando competitividad a los sectores que compiten con bienes importados y desalentando cualquier esfuerzo exportador. En este caso, uno de los mayores costos del atraso cambiario es el

desviar inversión a sectores no transables. La principal manifestación de este problema son los desequilibrios cada vez crecientes que se vienen registrando en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Más aun, se teme que de continuar este problema, sea necesario realizar un ajuste en el programa económico en el futuro cercano. Algunos responsabilizan a la política de estabilización como la principal culpable de este resultado, mientras otros apuntan al influjo de capitales que viene recibiendo Latinoamérica como la causa principal de los problemas de atraso cambiario que experimenta la región. Para enfrentar esta situación, en el caso peruano se ha debatido modificar los aranceles (o colocar impuestos al consumo de ciertos bienes importados), colocar algún tipo de restricciones a los flujos de capitales de corto plazo (siguiendo el ejemplo chileno) y/o modificar la política cambiaria con el objetivo de lograr un mayor ritmo de devaluación del tipo de cambio nominal.

Sin embargo, de acuerdo a los lineamientos y metas globales del programa económico para los próximos cinco años, el gobierno ha anunciado que se mantendrá i) un régimen de tipo de cambio flotante con intervención del BCR para evitar fluctuaciones especulativas, ii) tasas de interés de mercado y iii) la apertura a la competencia externa y que no habrá restricciones a la entrada de capitales. Asesores del Ministerio de Economía han manifestado que "la principal medida orientada a recuperar el tipo de cambio y reducir el déficit comercial es la reducción del déficit fiscal." [1]

Esta actitud del gobierno parece endosar la visión de otro grupo de economistas que piensa que no existe un problema importante de atraso cambiario y que por el contrario se debe esperar, en el mejor de los casos, que la devaluación del tipo de cambio nominal iguale el ritmo inflacionario. A continuación se discuten los principales argumentos que sustentarían esta percepción y sus implicancias de política económica.

Dibujando la senda del Tipo de Cambio Real de Equilibrio para el Perú durante los siguientes años

Como bien explican Paredes, Cayo y Saavedra, el Tipo de Cambio Real de Equilibrio (TCRE) es el precio relativo entre bienes transables y no transables de una economía que asegura el equilibrio interno y externo para una economía en un mediano plazo. En el caso del equilibrio externo, éste es un equilibrio intertemporal, es decir, el TCRE es aquel que asegura que si hoy existe un déficit en la cuenta corriente, mañana existirá un superávit que permitirá cubrirlo.

En la medida que la economía de un país enfrenta *shocks* reales e institucionales, el tipo de cambio real que equilibra intertemporalmente las cuentas externas va variando a lo largo del tiempo. Por este motivo no existe un TCRE único, sino una senda de TCRE que se modifica conforme la economía enfrenta cambios estructurales y permanentes.

En contraste, el TCR es el precio relativo entre bienes transables y no transables que se observa en un determinado momento en el tiempo. El TCR no necesariamente coincide con el TCRE. Por el contrario, el TCR, además de verse afectado por variables reales, también es sensible a cambios en variables monetarias y financieras, es más volátil que el TCRE. Sin embargo, mientras que el TCR oscile alrededor del valor del TCRE, sus fluctuaciones no llevan a que los agentes económicos tomen decisiones equivocadas de inversión. Si por el contrario, el TCR se encuentra durante un período considerable de tiempo consistentemente por debajo del TCRE, puede inducir decisiones económicas que en largo plazo sean equivocadas y conducir a situaciones de crisis que demanden soluciones severas.

Sin embargo, de acuerdo a la definición de TCRE, no es fácil determinar cuándo y en qué magnitud el TCR se encuentra desviado

del TCRE. Dado que el TCRE debe asegurar un equilibrio externo intertemporal, no basta observar los *shocks* reales e institucionales o constatar que exista déficit en la cuenta corriente en el presente para verificar si el TCR está o no en equilibrio. Además es necesario proyectar dichas cuentas en el futuro. Si se prevé que el déficit en la cuenta corriente va a persistir o incrementarse durante los siguientes años, entonces recién se puede afirmar que el TCR observado diverge de un TCRE y que se deben tratar de realizar las correcciones del caso. Si por el contrario se prevé que en el futuro la cuenta corriente va a tornarse superavitaria de manera que pueda repagar los flujos de capitales que están financiando déficits actuales, entonces es recomendable evaluar cuidadosamente los beneficios de alterar hoy el TCR si se espera una convergencia con el TCRE en cierto plazo.

En este contexto, el dilema consiste en tratar de cuantificar el efecto neto de los cambios institucionales y *shocks* reales de los últimos años sobre el TCRE y por el otro lado tratar de prever la evolución futura de las cuentas externas. Esta última tarea es especialmente difícil, porque si bien existen varios componentes de dichas cuentas que son bastante independientes de fluctuaciones en el corto plazo en el TCR (como por ejemplo las exportaciones de proyectos mineros que toman varios años en ser operativos, o los flujos de repago de deuda externa que están sujetos a negociaciones internacionales), otros componentes como las importaciones y las exportaciones de productos no tradicionales sí son especialmente sensibles a cambios en el TCR. A continuación se discuten ambos elementos.

Shocks reales e institucionales y su efecto sobre el TCRE

La liberalización comercial, los cambios en la productividad de los sectores productivos, fluctuaciones en los términos de intercambio,

la apertura de la cuenta de capitales, la nueva legislación para promoción de la inversión directa extranjera, etc. son parte de los muchos cambios que el Perú ha venido experimentando desde principios de la década de los noventa[2]. Estos cambios definitivamente han tenido un impacto sobre el TCRE cuyo efecto es difícil de cuantificar. Moguillansky (1995) usando el método de cointegración multivariada para la estimación de equilibrios de largo plazo concluye que el efecto neto de los cambios reales y del influjo de capitales que ha recibido el Perú desde 1991 apuntaría a que el TCR se encontraba a principios de 1994 un 30% por debajo del TCRE, lo que requería de una política de ajuste, "la que en ningún caso tendrá la magnitud de la mexicana o la argentina". La autora encuentra que la apertura comercial y el deterioro de los términos de intercambio que ha experimentado el país hasta principios de 1994 han incrementado el TCRE[3]. Sin embargo, el flujo de capitales recibido ha deprimido el TCR por debajo del TCRE. Si se considera que los flujos de capitales son transitorios, esta caída en el TCR es costosa en términos de desincentivar la inversión en el sector exportador.

Los resultados de Moguillansky no incorporan dos variables importantes en el análisis del TCRE. En primer lugar, si el atraso cambiario ha sido en realidad persistente durante los primeros cinco años del programa económico, éste ha forzado a un ajuste muy severo a los sectores exportadores y a aquellos que compiten con importaciones. Muchos no han podido soportar la competencia y han quebrado, pero los índices que miden la producción del sector fabril demuestran que muchos de estos sectores han crecido durante 1994[4]. Para que ello sea posible y consistente con la hipótesis de retraso cambiario, estos sectores deben haber incrementado sus niveles de productividad de manera importante, reduciendo el precio de los bienes transables y presionando al TCRE a la baja. De otro lado, los resultados de la autora tampoco incluyen las perspectivas de exportación futura que han generado proyectos de inversión minera

(por más de US$ 5 mil millones para el período 1995-2000) que ya están en ejecución, como la ampliación de Yanacona, Cerro Verde, Quellaveco, etc. Se espera que estos proyectos incrementen en alrededor de US$ 1 mil millones las exportaciones peruanas en los siguientes cuatro años.

Si empíricamente se pudieran incorporar estas variables en el cálculo de largo plazo del TCRE, entonces probablemente los resultados arrojarían que el TCRE tiene una tendencia decreciente y que su divergencia con respecto al TCR es menor que 30% o en todo caso que se viene reduciendo en el tiempo. Para respaldar o cuestionar esta hipótesis, a continuación se discute un escenario para la balanza de pagos peruana para el período 1995-2005.

Proyectando la Balanza de Pagos 1995-2005

Cualquier esfuerzo de proyección de balanza de pagos tiene un fuerte componente de arbitrariedad. Sin embargo, el ejercicio puede ser útil para poner parámetros sobre la viabilidad de las cuentas externas. El ejercicio que se presenta a continuación quiere poner un rango a los montos de financiamiento que serán necesarios durante los siguientes años para que la balanza de pagos sea viable en el mediano plazo y para tratar de proyectar la senda del TCRE. Antes de embarcarse en la labor de proyección de la balanza de pagos es necesario discutir y precisar algunos aspectos de sus diferentes componentes.

Balanza Comercial

a) Exportaciones

Después de observarse un estancamiento en las exportaciones durante 1990-1993, la tasa de crecimiento de las mismas

durante 1994 (30%) ha sido una de las mayores de los últimos años. Durante el período enero-julio de 1995 la tendencia ha continuado. Así, la proyección pasiva de las exportaciones totales de acuerdo a lo registrado hasta julio de 1995 arrojaría una tasa de crecimiento del orden del 25%.

Si bien un índice de precios de exportación muestra que en 1995 los precios de los productos tradicionales de exportación están un 7% por encima de los precios de 1990, el volumen de dichas exportaciones se ha incrementado considerablemente desde 1990 (52%) y las proyecciones para 1995 situarían el volumen exportado como el más alto de los últimos 25 años. Aun en el caso en que se aísle el efecto del *boom* de exportaciones de harina de pescado[5], el volumen exportado ha crecido de manera importante durante estos años (34%) en productos como hierro, oro, café y otros metales. En otras palabras, el crecimiento de las exportaciones tradicionales durante los últimos años es principalmente producto de la elevación en el *quantum* exportado antes que en los precios.

Con respecto a las exportaciones no tradicionales (XNT), éstas han seguido un patrón similar al observado por las exportaciones tradicionales (XT). En 1994 crecieron en 20% y hasta julio de 1995 se habían incrementado en 26% si se le compara con similar período del año anterior. Este crecimiento viene liderado por el sector pesquero, el sector textil y las exportaciones de productos agropecuarios (básicamente espárragos). En términos reales, las exportaciones de productos agropecuarios vienen creciendo sostenidamente desde 1990. Así, han crecido en 86% entre 1994 y 1989. Adicionalmente, en términos reales, el nivel exportado durante 1994 es el mayor de los últimos 15 años. Por el lado textil, las exportaciones reales de 1994 son una de las más elevadas de los últimos años y se observa un gran dinamismo en prendas de vestir de punto que han pasado de

representar el 22,6% del total exportado en 1990 al 42,8% en 1994. En el caso del sector pesquero, parte importante de este crecimiento se debe a los permisos de pesca para calamar gigante, pero también al incremento en las exportaciones de aceite de pescado y de pescado congelado.

En cuanto a las perspectivas del sector exportador, existe una visión optimista que asume un fuerte crecimiento en las exportaciones mineras a partir de los años 1999-2000, cuando entren en operación los proyectos mineros que se vienen gestionando en la actualidad. Se estima que la puesta en marcha de Quellaveco, la ampliación de Cerro Verde, el crecimiento de Yanacocha, etc. debe aportar hacia el año 2000 un incremento del orden de los US$ 1,0 mil millones en el valor exportado con respecto a lo registrado en 1995.

Este optimismo en parte descansa en lo observado en el caso de la empresa minera Yanacocha. Esta empresa fue constituida a principios de 1992 y poco después de un año, en julio de 1993 inició sus operaciones. La primera barra de doré (60% oro, 30% plata y 10% impurezas) fue obtenida en agosto de 1993. En 1993 Yanacocha produjo 81 497 onzas de oro, se prevé que producirá 535 000 onzas para 1995 (unas 16,5 toneladas) y que en 1997 la producción será del orden de las 650 000 onzas. A un precio conservador de US$ 350 por onza (el precio del oro durante setiembre de 1995 se situó en US$ 383 por onza), la producción de esta empresa se incrementará en casi 700% hasta alcanzar unos US$ 227,5 millones en cuatro años[6].

Esto ha llevado a muchos a opinar que podríamos estar experimentando un problema de mal holandés por mejoras tecnológicas: la lixiviación permite a Yanacocha producir oro a un costo muy barato (menos de la mitad del precio mundial) y por tanto convierte a esta empresa en una fuente de divisas que es competitiva a un tipo de cambio reducido. Esto afecta

negativamente a otros sectores que para ser competitivos requieren de un tipo de cambio mayor. El éxito del sector minero en generar dólares a un costo relativamente barato es para muchos un problema en el sentido de que si bien puede dar viabilidad en el largo plazo a la balanza de pagos, no es una solución deseable en términos de estrategia de empleo y desarrollo integral, ya que los impactos directos e indirectos de empleo del sector minero no son suficientes para solucionar el problema de desempleo en el país.

Si bien existen razones que justifican este optimismo, el crecimiento de las exportaciones mineras no va a ser suficiente para enfrentar los problemas de balanza comercial. Se necesita además una recuperación de las exportaciones no tradicionales. En este campo, los resultados observados y antes descritos también permiten ser optimistas. A partir de 1994 se observa un gran dinamismo en las XNT y la política del gobierno debería centrarse en facilitar y favorecer este proceso. En gran parte la viabilidad de la balanza de pagos descansa en la velocidad de reacción de este componente.

b) *Importaciones*

Durante el período comprendido entre 1990 y 1994 las importaciones peruanas han crecido en total en un 93%. Una de las mayores preocupaciones sobre el proceso de crecimiento de las importaciones está relacionada a saber si nos encontramos en un proceso de reconversión industrial que requiere mayores importaciones de bienes de capital o si solamente es un crecimiento de las importaciones de bienes de consumo. Más aun, si el crecimiento de las importaciones se debe a importaciones de bienes de capital, ¿es esta maquinaria dirigida al sector transable o al sector no transable? Las implicancias de largo plazo y de la sostenibilidad de la balanza de pagos serían

distintas en cada caso. Sólo si el crecimiento de las importaciones obedece a un incremento en la compra de maquinaria y equipo del sector transable, es que el déficit comercial actual podría ser sostenible en el largo plazo. Aunque la información disponible no permite discriminar con facilidad el destino de los bienes comprados, a continuación se describen las principales características de la evolución de las importaciones durante los últimos cinco años.

El crecimiento de las importaciones ha sido diferente a lo largo de los años del período estudiado. Se puede distinguir dos etapas en este proceso de crecimiento. Durante la primera etapa (1991-1992) el crecimiento de las importaciones estuvo liderado por el incremento en las importaciones de los bienes de consumo (que más que se duplican) y dentro de éstos por los bienes de consumo duradero. Este fenómeno es similar al que se observa en etapas iniciales de liberalización comercial. Los agentes económicos desconfían de que la medida sea permanente y aprovechan para renovar su *stock* de maquinaria y aparatos de uso doméstico, así como automóviles. Así, entre 1991 y 1992 las importaciones de estos dos rubros sumaron US$427 millones, casi un tercio del total de importaciones de bienes de consumo[7]. De otro lado, durante 1991-1992 las importaciones de materias primas e insumos crecen en casi 30%, mientras que las importaciones de capital (excluyendo el incremento en el equipo rodante de transporte) crece en menos de 10%[8]. Al parecer, la apertura comercial originó un proceso de sustitución de insumos nacionales por insumos importados. En el caso de las importaciones de bienes de capital para la industria, su crecimiento no sólo no fue significativo sino que en muchos casos éstas se contrajeron de los ya deprimidos niveles de 1990.

1993 parece ser un punto de quiebre. El crecimiento de las

importaciones se desacelera notablemente en parte por la retracción de las importaciones de bienes de consumo en 9% (parte explicado por la contracción en las importaciones de automóviles en 39%). El crecimiento de los otros rubros de importaciones (insumos y bienes de capital) también son discretos en comparación con las tasas registradas los años anteriores 5 y 8%, respectivamente. Sin embargo, se empieza a registrar un ligero cambio en la dinámica de las importaciones de bienes de capital, especialmente aquellos destinados para la industria y para la agricultura que crecen en 16 y 176%, respectivamente, mientras que el crecimiento de las importaciones de equipo de transporte se contrae. Al parecer dos elementos explican la dinámica de las importaciones durante este año. En primer lugar, se agota el proceso de renovación de *stocks* de bienes de consumo para los estratos más ricos del país, lo cual genera un desaceleramiento de las importaciones de bienes de consumo. En segundo lugar, se empieza a generar un proceso de reconversión productiva reflejada en el incremento de las importaciones de maquinaria y equipo. Al parecer después de tres años de iniciado el programa de estabilización y reformas estructurales, los agentes económicos deciden invertir en el país.

El año de 1994 marca el inicio de una nueva etapa. En este año las importaciones recuperan su dinamismo, especialmente desde fines de año, y crecen en un 36%. Lo interesante de esta etapa es que todos los rubros crecen a tasas aceleradas.

En el caso de los bienes de consumo el crecimiento se debe principalmente al incremento, otra vez, de los bienes de consumo duradero, básicamente electrodomésticos y automóviles. Adicionalmente, y a diferencia de los años anteriores también se registra un importante incremento del consumo de bienes de consumo no duradero. La explicación de

esta dinámica se encuentra en parte en el dinamismo que observa el crédito personal para importaciones de bienes de consumo duradero. Aunque las tasas de interés son elevadas, desde fines de 1993 se comienzan a ofrecer créditos a plazos cada vez mayores, lo que permite acceder a estratos de menores ingresos de la población a renovar su *stock* de electrodomésticos (cuyas importaciones crecen en 140% en 1994 y llegan a representar casi tanto como la importación de automóviles). De otro lado, al parecer la recuperación de la demanda interna[9] fomentó un mayor consumo en bienes importados, como alimentos, bebidas y confecciones.

Las importaciones de bienes intermedios también comienzan a crecer durante 1994 (22%). Este proceso sería resultante ya no por un efecto sustitución de insumos nacionales, sino como consecuencia del crecimiento de la economía y en particular del sector industrial (ver discusión más adelante). De hecho las importaciones que crecen más agresivamente son los insumos para el sector industrial (especialmente productos químicos) y en menor medida combustibles y lubricantes.

Sin embargo, cabe resaltar que las importaciones de bienes de capital crecen en un 47% en 1994, liderado por el crecimiento de equipo de transporte[10] (64%) y por bienes de capital para la industria (41%). Al parecer durante 1994 se repite el fenómeno de renovación de parque automotor de transporte público, pero también se consolida el proceso que ya se veía tímidamente en 1993 de inversión en maquinaria y equipo.

Este patrón de crecimiento de las importaciones permanece en lo que va de 1995. Hasta julio de 1995, las importaciones de bienes de consumo, bienes intermedios y bienes de capital habían crecido en 54, 48 y 43%, respectivamente, consolidando las tendencias observadas en 1994.

Considerando estos hechos, a fines de 1994 se observaron

cambios importantes en la estructura de las importaciones. Así, mientras que en 1989 las importaciones de bienes de consumo explicaban el 14,6% del total importado, en 1994 pasaron a representar el 23%. La participación de los bienes intermedios se ha reducido de 50,5% en 1990 a 41,5% en 1994 y la participación de los bienes de capital que se redujo de 34,5% en 1990 a 29,9% en 1992 se ha recuperado ligeramente a 31,5% del total importado en 1994.

Las perspectivas futuras sobre las importaciones indicarían que éstas se van a mantener elevadas durante los siguientes años, y que lejos de disminuir van a seguir aumentando, aunque probablemente a tasas más moderadas. Sin embargo, las elevadas tasas de crecimiento de las importaciones de bienes de consumo que se observan en la actualidad no pueden durar indefinidamente en el tiempo. Una vez que culmine el proceso de renovación del stock de bienes de consumo duradero, éstas crecerán a una tasa normal. El problema es determinar qué tan cerca o tan lejos estamos del punto de saturación. El valor de las importaciones de vehículos particulares clasificados como bienes de consumo duradero entre 1991 y 1994 ha sido US$800 millones. ¿Cuánto deberíamos esperar que se incremente esta cifra los siguiente años? Al parecer, las importaciones de bienes de consumo duradero, lejos de decrecer, probablemente continúen a los niveles de 1994 por unos dos o tres años adicionales.

El elevado crecimiento de las importaciones de bienes de consumo está generando una situación de desahorro privado (a nivel familiar), que no es saludable que ocurra en el momento en que el país necesita los recursos para movilizar inversión. Sería aconsejable que este *boom* de importaciones de bienes de consumo se suavice en el tiempo, aunque no queda claro cuál es la mejor manera de lograr este objetivo. De otro lado,

desalentar estas compras puede generar una sensación de controlismo y pesimismo.

La situación con las importaciones de bienes de capital al parecer es reflejo del optimismo de la mejora de la economía compartido por nacionales y por extranjeros que han participado activamente en el programa de privatizaciones. La pregunta en este caso es en qué medida estas importaciones vienen autofinanciadas por inversión extranjera directa y cuánto son financiadas con endeudamiento externo. En otras palabras, la pregunta es en qué medida el incremento de las importaciones de bienes de capital descansa en la entrada de capitales de largo plazo que están ingresando en el país. Si todas las importaciones fueran financiadas por inversión directa extranjera (IDE), entonces no habría mayor problema. Cuando la IDE se agote, lo harán también las importaciones. De otro lado, si la IDE fracasa, el país no tiene obligación de repago. Si la IDE no fracasa y está en el sector transable, es porque está autogenerando los recursos para repagar su propia inversión. En ambos casos el actual déficit de balanza de pagos es sostenible.

Los problemas podrían surgir si la inversión se está canalizando a sectores no transables que después requieran de dólares para remesar utilidades afuera o en la medida que sea inversión de nacionales financiada con deuda externa que eventualmente debe ser repagada independientemente del éxito de la inversión.

Es importante mencionar que países como Corea y Singapur en el sudeste asiático arrojaron déficits de la cuenta corriente de la balanza de pagos del orden de 9% del PBI por períodos consecutivos de más de 20 años. No se tiene claro las razones del flujo de capitales de largo plazo dirigidos a Corea, los cuales le permitieron sostener este déficit y seguir creciendo, y no sabemos si el Perú va a recibir semejante flujo. Aunque frente a un déficit de cuenta corriente de esta magnitud es aconsejable

tomar medidas para tratar de reducirlo antes que confiarse en que van a existir fuentes de financiamiento apropiadas, este afán no debe convertirse en una meta en sí misma. Al parecer, que un país presente déficits importantes de cuenta corriente es una característica común de los primeros años de un despegue sostenido. Excesiva cautela podría frenar y entorpecer este proceso.

El Flujo Privado de Capitales

Dos factores importantes a tomar en cuenta en la proyección de la BP, que además son relativamente insensibles al TCR, son la continuación del proceso de privatización iniciado en 1991 y la renegociación de la deuda externa tanto con la banca privada internacional mediante la aplicación de un Plan Brady como con el Club de París.

En el caso de la privatización de empresas públicas, hasta el momento han sido transferidas 73 por un monto total mayor a US$ 4,0 mil millones, lo cual a su vez implica compromisos de inversión por US$ 4,1 mil millones. En la agenda pendiente hay cerca de 60 empresas por privatizarse, de las cuales 28 serían transferidas al sector privado durante lo que resta de 1995. Las restantes presumiblemente lo harían durante los siguientes tres años. Entre las empresas más importantes que quedan por vender están Centromín y Petroperú. Un punto importante en lo referente al proceso de privatización es la venta mediante el programa de Participación Ciudadana de las acciones que aún posee el Estado de empresas que ya fueron privatizadas. Hasta el momento únicamente Cementos Norte Pacasmayo ha sido transferido mediante esta modalidad, sin embargo el Estado ha reservado un porcentaje de acciones de empresas como Telefónica del Perú y de las empresas de distribución eléctricas que

serían ofrecidas por este mecanismo y vendidas durante 1996 y 1997. En el caso de Telefónica se puede obtener hasta US$1,2 mil millones de los cuales hasta US$900 mil millones, podrían ser capitales extranjeros.

En el caso de la deuda externa, son dos las renegociaciones más importantes que tiene pendiente el Estado peruano. La primera de ellas es la negociación de un Plan Brady con la banca privada internacional, cuyos primeros contactos ya se habrían establecido. Según las últimas informaciones oficiales, el total adeudado por principal ascendería a US$3,8 mil millones, y el total, incluyendo intereses atrasados, se encontraría entre US$9,0 y US$10,5 mil millones. Durante los últimos meses han circulado rumores insistentes, no desmentidos por parte del Ministerio de Economía, sobre una posible recompra de deuda con una inversión de entre US$600 y 1 000 millones por parte del Estado peruano (lo que permitiría haber comprado entre US$1,2 y 2,0 mil millones de deuda). Esta transacción representaría una reducción aproximada del valor de la deuda de entre 25% y 40%. Tanto el Presidente como el ministro de Economía han manifestado que las negociaciones se mantendrán en reserva hasta que culminen, y se prevé llegar a un acuerdo hacia finales de 1996.

La deuda con el Club de París fue negociada en 1993 y se prevé realizar una renegociación a mediados de 1996. El Club de París es el principal acreedor del Perú y su deuda asciende aproximadamente a US$ 9,7 mil millones.

Proyecciones

Considerando estos elementos y las altas tasas de crecimiento de la economía producto de las tasas de inversión previstas para los próximos años se puede destacar lo siguiente:

- Un desarrollo desfavorable de la balanza comercial, la cual deja de ser deficitaria recién en el año 2002. Se asume una tasa decreciente, pero elevada para las importaciones. Por su parte, las exportaciones principalmente mineras se incrementarían significativamente recién a partir de 1999 y 2000, en la medida que maduren los nuevos proyectos de inversión. Este escenario también asume un crecimiento de las exportaciones no tradicionales.
- Por el lado de los servicios financieros del sector público se supone, primero, la aplicación de un Plan Brady, que incluye una reducción previa del nivel de deuda debido a la recompra directa por parte del gobierno peruano (ver anexo 1), aunque un incremento en el servicio de la misma. Este hecho aliviaría significativamente la carga de intereses. Segundo, se considera una renegociación con el Club de París durante el año 1996, mediante la cual obtendríamos una condonación de deuda del orden del 35%, la cual es bastante conservadora dadas las experiencias recientes de renegociación en otros países, como Egipto y Polonia.
- Para los capitales a largo plazo del sector público, la presión por amortización se reduce por el efecto renegociación con el Club de París. Se mantiene el esquema planteado en la carta de intención de no incurrir en atrasos ni refinanciaciones una vez renegociada la deuda con los respectivos acreedores.
- Los capitales del sector privado muestran una evolución favorable en la medida que se concreten los compromisos de inversión asumidos en el proceso de privatización, e ingresen nuevos capitales bajo la forma de inversión directa e inversión en cartera.
- Durante el primer semestre de 1995 los capitales de corto plazo superaron los US$1,0 mil millones lo que hace prever que podrían situarse por encima de los US$1,3 mil millones registrados en 1994. Como viene sucediendo desde principios

del programa, los déficits comerciales vienen acompañados de un incremento en la cuenta capitales de corto plazo, errores y omisiones. En los próximos años la presencia de estos capitales debería disminuir perdiendo importancia relativa frente a la inversión directa.

¿Cuáles son los principales dilemas que permite identificar esta proyección? En primer lugar evidencia que los siguientes tres años son los más problemáticos. Durante 1996-1998 es probable que el stock de reservas disminuya y a un ritmo acelerado, de no continuar el flujo considerable, pero impredecible de capitales a corto plazo, errores y omisiones.

Otro aspecto importante que permite identificar el escenario mencionado es que durante 1996 a 1999 es probable que se mantengan déficits de cuenta corriente del orden del 9% del PBI. La viabilidad de este escenario en el largo plazo (10 años en este caso) requiere un flujo de capitales, cuyo valor presente neto en 1995 (a una tasa de descuento del 10%) sería del orden de los US$20 mil millones. De acuerdo a los supuestos, los recursos para financiar esta inversión provendrían de US$3 mil millones de las reservas que posee el gobierno (entre la posición de cambio del BCR y los recursos de privatización que posee el gobierno), unos US$6 mil millones de la cuenta de capitales de corto plazo errores y omisiones (de los cuales un tercio se obtendría en 1995) y unos US$11,5 mil millones provenientes de capitales privados de largo plazo. Los compromisos ya existentes de inversión de las empresas mineras y de las empresas privatizadas permiten aseverar que los requisitos de capitales privados antes planteados son razonables. Sólo en el sector minero los planes de inversión hasta el año 2000 son del orden de los US$ 7 mil millones. Sin embargo, este resultado apunta a que se promueva cualquier política que fomente el ahorro interno y permita disminuir la dependencia del ahorro externo.

Comentarios Finales y Recomendaciones de Política

Usualmente se acepta que el principal costo de tener un TCR fuera de equilibrio por mucho tiempo es que lleva a que se asignen los recursos de inversión de manera ineficiente. Si bien el *boom* de construcción urbano que se aprecia en Lima y la proliferación de ciertos negocios como restaurantes, cafés, comercios, etc. puede ser en parte reflejo de esta situación, la revisión de las importaciones de bienes de capital, de las exportaciones de ciertos sectores transables, como el agropecuario y el textil, así como la evolución del IVF del sector manufacturero, revelaría que una gran parte de la inversión también está apostando a los sectores transables. Aunque no existen en el Perú cifras de inversión por sectores económicos, al parecer no sólo los sectores pesquero y minero están invirtiendo dentro de los sectores transables, sino también los sectores agrícola y manufacturero. Probablemente esta decisión sea resultado de verificar que el país tiene un mercado interno muy chico y que en el mediano plazo no se puede apostar a este mercado para sustentar un crecimiento más largo. Si bien un TCR más elevado reforzaría este proceso, un TCR bajo proporciona una disciplina especial y fomenta aumentos en la productividad de las nuevas inversiones, lo que representa un gran beneficio para la cultura empresarial del país.

Una segunda conclusión importante del análisis es que la magnitud del crecimiento de las exportaciones tradicionales para los siguientes años, si bien significativa, no va a ser suficiente para financiar los déficits actuales de cuenta corriente. Es necesario fomentar también las XNT. Las estadísticas de los últimos años sobre la evolución de este rubro permiten ser optimistas al respecto, sin embargo es tiempo que el gobierno intervenga de una manera más activa en este campo. Olvidándose de los esquemas asistencialistas e intervencionistas del pasado, es necesario que el gobierno diseñe una estrategia de fomento al sector exportador y a la pequeña y mediana

empresa. La experiencia chilena con Corfo, ProChile y Fundación Chile utiliza intensivamente mecanismos crediticios, de información, de desarrollo de mercados, de seguros de crédito de exportación que se deben estudiar y en la medida de lo posible seguir. Es necesario canalizar recursos, por ejemplo, mediante Cofide y a través del sistema bancario para el sector exportador no tradicional. No se postulan tasas subsidiadas ni favores especiales, sino asegurar que los sectores más dinámicos tengan acceso a crédito a tasas internacionalmente competitivas. El trabajo que se necesita se encuentra más a nivel microeconómico, de capacitación de personal, de sistematización de experiencias y de información que a nivel macroeconómico. Este terreno ha sido el más descuidado y el que se debe privilegiar.

Por el lado de las importaciones de bienes de consumo duradero, su acelerado crecimiento puede generar problemas en la balanza de pagos y sería deseable disminuir o suavizar en el tiempo el proceso de desahorro privado en esta área. Sin embargo, la imposición de impuestos o de restricciones a las importaciones son sólo un paliativo de corto plazo que no atacan el fenómeno de fondo que es la falta de incentivos para el ahorro personal en el país.

Con las tasas actuales de rendimiento de los activos financieros, las familias prefieren aprovechar para renovar sus *stocks* de bienes de consumo duradero que ahorrar, y eso es consecuencia de la baja rentabilidad de los depósitos de ahorro en el Perú. El desequilibrio de fondo que revela el actual crecimiento de las importaciones es el desahorro del sector privado, especialmente el de las familias. El programa de Participación Ciudadana y la creación de instrumentos financieros de ahorro probablemente tengan un mayor impacto en el mediano plazo sobre la balanza comercial que una modificación en las tasas arancelarias. Además estos mecanismos no comprometen la seriedad del programa. Desgraciadamente el Perú no ha alcanzado todavía la reputación que tienen países como Chile o Colombia, los

cuales pueden recurrir a mecanismos más activos de control de los capitales de corto plazo. Adicionalmente, la elevación de las tasas de interés en los mercados mundiales y los problemas registrados por México han reducido el rol que juegan en la actualidad los capitales de corto plazo en la caída del TCR.

Por el lado del gobierno, la experiencia reseñada por Paredes (1995) apuntaría a mantener un equilibrio fiscal como la mejor manera de estar preparados para enfrentar cualquier problema de balanza de pagos. Los esfuerzos del gobierno deben centrarse en promover el ahorro interno antes que alterar la política cambiaria existente. El sistema cambiario actual tiene la gran ventaja de proporcionar grados de libertad al gobierno para operar. No es necesario generar compromisos que en el futuro puedan ser incumplidos. Adicionalmente, al parecer son los cambios estructurales que ha experimentado la economía los que han originado el descenso del TCRE, y por ende el TCR se encontraría en un proceso de convergencia con respecto a éste.

ANEXO 1

Escenario del Plan Brady

El gobierno peruano se encuentra actualmente en negociaciones con la banca acreedora internacional para llegar a un acuerdo de reducción de deuda en el marco de un Plan Brady, el cual debería llevarse a cabo durante 1996.

El total adeudado por concepto de principal asciende a US$3,8 mil millones, según sostuviera el propio ministro de Economía. También reconoció que los intereses atrasados ascenderían a más del cien por ciento del principal. Se estima que el total de la deuda incluyendo intereses estaría entre los US$9,0 y US$10,5 mil millones. Sin embargo, cada día cobra más fuerza la hipótesis que el gobierno peruano habría recomprado una parte importante de su deuda mediante terceros. El monto de dicha transacción estaría entre los US$600 y US$1 000 millones.

Para efectos de la presente simulación, se asume que la deuda peruana inicialmente ascendía a US$3,8 mil millones de principal y US$4,2 mil millones de intereses vencidos. Previo a la negociación de un Plan Brady ya se habrían gastado US$800 millones en adquisición de deuda, lográndose adquirir US$1,8 mil millones de principal y US$2,2 mil millones de intereses vinculados (se asume una cotización de 45%, de la cual 20 centavos correspondería al principal y 25 centavos a los intereses, dada la composición de la deuda). Mediante esta operación se habría logrado una reducción efectiva de US$4,0 mil millones de deuda, con lo cual al momento de negociarse el Plan Brady la deuda peruana ascendería a US$2,0 mil millones de principal y US$2,5 mil de intereses.

En cuanto al esquema de reducción de la deuda, se asume recompra por el 40% del principal más intereses vinculados, y el restante dividido en partes iguales entre bonos a la par al 4,5% de

interés y bonos con descuento, con un descuento de 45% y una tasa de interés de mercado (7,25%). Ambos tipos de bonos serían respaldados mediante la adquisición de bonos cupón cero del Tesoro norteamericano a una tasa de interés anual de 7,5% con vencimiento a 30 años. En ambos casos se constituirían garantías por el equivalente a un año de intereses. Los intereses restantes se amortizarían mediante la modalidad de pagos constantes sin período de gracia, durante un período de 20 años. La tasa de interés en este caso también sería de 7,5%.

Para efectuar los pagos de la recompra, la constitución de los bonos cupón cero y las garantías, el gobierno peruano accedería a un nuevo préstamo a una tasa de interés del 7,5%.

La realización de esta operación le significaría al gobierno peruano un desembolso inicial de US$599 millones, el cual sería cubierto con un nuevo préstamo de otra fuente y un servicio de deuda de US$238 millones anuales. La deuda nueva ascendería a alrededor de US$3,0 mil millones.

Notas

1 Ver Perú Económico Vol. XVIII, No 9, setiembre 1995.

2 Ver Paredes (1995) y Moguillansky (1995) para una discusión sobre los efectos esperados de estos cambios sobre el TCRE.

3 Sin embargo, es importante anotar que el deterioro de los términos de intercambio se ha revertido durante 1994.

4 De acuerdo al Boletín Mensual del BCRP de marzo de 1995, el Indice de Volumen Físico de la Producción Manufacturera para Bienes de Consumo y para Bienes Intermedios estaba en marzo de 1995 28% y 11%, respectivamente, por encima del índice correspondiente a agosto de 1990.

5 Las exportaciones de harina de pescado se han duplicado desde 1990. Muchos argumentan que estamos al borde de haber depredado la biomasa marina al igual que en 1972. Por este motivo se ha decidido mantener el volumen de exportaciones de harina de pescado constante en su nivel de 1990.

6 A esta producción aurífera formal se suma el *boom* que viene experimentando la minería informal de oro proveniente de Madre de Dios, Ica-Arequipa, Puno y La Libertad. Desde la eliminación del monopolio estatal de comercialización de oro, estas zonas han aumentado notablemente su producción, la cual se estima entre 20 y 23 toneladas de oro al año. Estas son exportaciones nuevas que no existían en 1992 y que en parte explican el gran dinamismo de las exportaciones de oro. En 1995 se espera que el oro pase a ser el segundo producto de exportación del país después del cobre, desplazando al zinc.

7 Si a estas importaciones registradas como bienes de consumo se le suman los US$380 millones producto de la importación de combis y ómnibus de transporte público durante dichos años (que se registran como bienes de capital), se tiene que casi el 15% de las importaciones totales durante esos años fue para la renovación del parque automotor y de los utensilios domésticos

8 Este crecimiento es incluso menor si se toma en cuenta que dentro de importaciones de bienes de capital para la industria se incluyen computadoras, cuyas importaciones crecieron rápidamente, pero que probablemente fueron destinadas en gran parte a hogares y no a empresas.

9 No hay que olvidar que en 1993 el PBI creció en 6%, mientras que en 1994 en 13%, y aunque las cifras son discutibles, al parecer tanto el empleo como las remuneraciones también se incrementaron durante dichos años.

10 El crecimiento de las importaciones de camionetas rurales (combis) es de más de 100% de 30,7 mil en 1990 a 67,1 mil en 1994. El número de ómnibus para transporte urbano también se ha incrementado sustancialmente de 20,6 a 35,1 mil en similar período.

CONFIEP:
VI CÓNCLAVE

Juan Antonio Aguirre Roca
Arturo Woodman
Carlos Paredes
Julio Velarde
Raúl Salazar
Alberto Pascó-Font

Previous Page Blank

CONTENIDO
de la tercera parte

PRESENTACIÓN: *Juan Antonio Aguirre Roca* 185

INAUGURACIÓN: *Arturo Woodman* 186

EXPOSICIÓN PRINCIPAL: *Carlos Paredes* 190

EXPOSICIÓN DE LOS PANELISTAS:
Julio Velarde 196
Raúl Salazar 203
Alberto Pascó-Font 207

RÉPLICA:
Carlos Paredes 212
Julio Velarde 215
Raúl Salazar 216
Alberto Pascó-Font 218

CONCLUSIONES: *Juan Antonio Aguirre Roca* 219

CONFIEP: VI CÓNCLAVE

POLÍTICA CAMBIARIA: UN PROBLEMA DEL PERÚ Y AMÉRICA LATINA

PRESENTACIÓN

Juan Antonio Aguirre Roca

Vamos a dar inicio al **VI Cónclave:** ***Política Cambiaria: Un Problema del Perú y América Latina***. Este conversatorio es realizado por la CONFIEP en coordinación con el Proyecto de Análisis, Planeamiento y Ejecución de Políticas-Proyecto PAPI-AID. Antes de continuar, quisiera comunicarles la ausencia del señor Renzo Rossini, gerente de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva, quien, por mi intermedio, pide las disculpas del caso.

Sin más preámbulos, daré a conocer el programa del día de hoy. El ingeniero Arturo Woodman, presidente de la CONFIEP, inaugurará el evento. Luego, tendremos la exposición principal, a cargo del doctor Carlos Paredes, consultor de Norandina. Los expositores invitados, integrantes del panel, son: el doctor Julio

Velarde, profesor de la Universidad del Pacífico; el Señor Raúl Salazar, investigador de Macroconsult y el Señor Alberto Pascó-Font, investigador de Grade. Para finalizar, se procederá a realizar un resumen de las exposiciones y a mencionar las principales conclusiones del evento. A continuación, se dará inicio a la sesión.

INAUGURACIÓN

Arturo Woodman

Muy buenas tardes, señoras y señores. Para mí es una satisfacción inaugurar este **VI Cónclave**, denominado ***Política Cambiaria: Un Problema del Perú y América Latina***, que representa la preocupación e iniciativa del empresariado nacional por contribuir a la definición de una estrategia clara y agresiva que nos permita alcanzar, a mediano plazo, un crecimiento económico sustentado en el despegue del sector exportador y con una directa incidencia sobre la reactivación del empleo.

Asimismo, deseo manifestar mi sincero agradecimiento a los funcionarios del Proyecto PAPI-AID, por el apoyo que nos brindan en la realización de estos eventos; y a los señores expositores, por su invalorable participación.

Consideramos que el tema, que hoy nos convoca, requiere de un diálogo directo y abierto entre el sector público y el privado, bajo la premisa de que tanto el gobierno como el empresariado están comprometidos con un sistema económico basado en el libre mercado y ambos buscan fortalecer el desarrollo económico del país.

Estamos convencidos de que si partimos de la premisa que la política cambiaria es, en gran parte, un asunto técnico y no político,

en el que podemos discrepar, debemos coincidir en que cualquier aporte o discusión técnica sobre el tema fortalecerá los criterios a considerarse, a fin de determinar los cambios o correcciones posibles.

Por ello, creemos que este espíritu de diálogo y esta reunión se hubieran enriquecido más con la participación oficial de los representantes del Banco Central de Reserva (BCR), tal como se había previsto. El sector privado es consciente de que este tema es extremadamente complejo y que requiere ser tratado de una manera objetiva, técnica e integral. Esto porque en el Perú la política de tasa de cambio se ha convertido en un aspecto de trascendencia fundamental para el desarrollo de la economía, el crecimiento de las exportaciones y, sobre todo, para la mayor generación de puestos de trabajo.

La política actual del gobierno enfatiza los conceptos de una economía de libre mercado, estableciendo un tipo de cambio por la acción de la oferta y la demanda. Sin embargo, a la vez, existe una intervención activa del BCR, a fin de controlar el precio y la cantidad de la divisa. Según sus representantes, esta intervención es necesaria porque consideran que su actual política de tasa de cambio flotante es parte integral de su estricto programa monetario. El BCR prioriza el control inflacionario, a través del logro de un ancla monetaria y una política fiscal sumamente disciplinada.

Todos somos testigos de que la política económica está orientada a preservar la meta monetaria para evitar cualquier rebrote inflacionario, pero el resultado de esta política está provocando una pérdida, cada vez mayor, de la paridad cambiaria. Esta situación es innegable si consideramos que al cierre de 1995 la inflación acumulada será del orden del 10,7% versus una devaluación anual de sólo 4,9%. Estos resultados no toman en cuenta las variaciones del tipo de cambio, quizá circunstanciales, observadas en los primeros días de noviembre. Si nos remontamos a años anteriores, tenemos que el atraso cambiario teórico llegaría a cifras cercanas al 40%.

Esta difícil situación obliga a realizar este conversatorio para

analizar las razones de este problema y buscar, de manera conjunta, posibles soluciones.

El permanente retraso cambiario ha generado una serie de distorsiones. Entre ellas debemos mencionar: las fuertes dificultades en los sectores productivos de bienes transables, al comprometerse las condiciones de competitividad interna y externa, y, fundamentalmente, la restricción de la reactivación del aparato productivo, con la consecuente limitación de la generación de mayores puestos de trabajo, impidiendo la mejora sustancial de la capacidad de consumo y de las condiciones de vida de la población.

Asimismo, otra de las consecuencias de una tasa de cambio distorsionada, es el creciente déficit en la balanza comercial y de cuenta corriente. En el primer semestre del año, según cifras oficiales, el déficit en cuenta corriente fue del orden del 7% del Producto Bruto Interno (PBI). Indudablemente, éstos son índices preocupantes que deben ser analizados y sobre todo corregidos.

El empresariado nacional es consciente de que una condición básica del entorno económico es su estabilidad y reconocemos que, en gran parte, ésta ha sido alcanzada. Sin embargo, reiteramos que resulta indispensable eliminar el sesgo antiexportador que viene mostrando la política económica actual, a través de la existencia de una seria distorsión cambiaria. Esta distorsión impide el logro del objetivo básico: la generación del empleo productivo.

Ahora bien, la discusión de la magnitud del retraso cambiario no es el problema central. Nuestra preocupación es que aparentemente no existe la intención de corregir este atraso cambiario ni de dialogar sobre él; a pesar de que en CADE 95 el Presidente de la República reconoció la existencia del atraso y sus efectos negativos sobre la consolidación del crecimiento económico. Por lo tanto, considerando las circunstancias actuales de la economía -la inflación relativamente constante con un promedio mensual del orden del 0,85%, alcanzado con un mérito indudable de todos los

peruanos; la existencia de recursos suficientes en el BCR, y una política fiscal estricta, que nos puede llevar a niveles de superávit fiscal- creemos que es indispensable pensar en algunas medidas pertinentes que permitan recuperar, gradualmente, el valor real del dólar. Estas medidas deben adoptarse sin recurrir a saltos bruscos.

Entre la medidas, probablemente, habría que considerar una mejora de la paridad cambiaria basada en un superávit fiscal; un tipo de cambio referido a una canasta de monedas que representen, principalmente, a los socios del comercio exterior del país, así como la desdolarización progresiva de la economía.

Estamos seguros de que existen diversas alternativas para mejorar el problema de la pérdida de paridad cambiaria, el cual debe ser asumido por los responsables de la conducción de la política cambiaria. Sin embargo, nosotros intentamos, en principio, fomentar un diálogo entre el sector privado y el gobierno y, a la vez, presentar el avance de un estudio del doctor Carlos Paredes. Este estudio no pretende mostrar la medida óptima para mejorar la paridad cambiaria sino, simplemente, publicar una serie de posibilidades técnicas calificadas existentes sobre la materia. La intención es sensibilizar tanto al gobierno como a otros sectores sobre la relevancia de conocer las diversas alternativas existentes respecto de la política de tipo de cambio.

Por otro lado, la intervención del BCR en el mercado cambiario es bastante discutible. Durante los nueve primeros meses del año, las compras de moneda extranjera del banco, en la mesa de negociación, han sido del orden de los US$610 millones. Se asume que la política de compra de dólares del BCR busca revertir la tendencia descendente del tipo de cambio; sin embargo, las compras rutinarias no están surtiendo efecto.

En consecuencia, quisiéramos sugerir al gobierno la conveniencia de utilizar, activamente, los servicios de un operador de mesa de dinero, el cual deberá tener la autonomía suficiente para tomar las decisiones pertinentes. Asimismo, se deberá trabajar, obviamente, en

coordinación con el BCR y con el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) con la dedicación, la experiencia y la especialización que esto demanda y aprovechando al máximo los significativos fondos disponibles para este fin.

En adición, y sin que esto implique necesariamente una comparación válida, me permitiría afirmar que así como un *commodity* nunca se transa a un precio que no representa su valor real e internacional; igualmente, la tasa de cambio no debe transgredir esta regla. Es decir, no debe ubicarse internacionalmente en un valor diferente al equivalente o justo. Ello implicaría significativas distorsiones y sobrecostos en nuestra economía debido a una inadecuada asignación de recursos.

En general, reiteramos y reconocemos que una devaluación brusca del dólar probablemente no sea la medida más conveniente. Sin embargo, creemos que es necesario enfrentar esta distorsión cambiaria a la brevedad posible, para evitar que sea incontrolable en el mediano plazo.

Al concluir, quisiera precisar que el sector privado nacional está convencido de que el tema del manejo cambiario es muy polémico y que nadie es dueño de la verdad. En aras de buscar soluciones viables a este problema, intentamos proponer un diálogo y un intercambio de propuestas.

EXPOSICIÓN PRINCIPAL

Carlos Paredes

En primer lugar, quisiera agradecer a la CONFIEP y al Proyecto PAPI-AID por la oportunidad que nos han brindado de trabajar un tema que consideramos crucial para la economía del país.

Quisiera alejarme, un poco, del tema tratado en el *paper* y, más bien, quisiera acercarme al caso del Perú. A pesar de que se me pidió que lo tratemos en una segunda etapa, creo que es el tema central. Trataré de seguir la discusión del *paper* y referirlo exclusivamente a la realidad peruana.

Primero, tratemos de entender qué es el tipo de cambio y por qué es un tema importante. En 1990, para sorpresa de muchos, adoptamos la estrategia, que no era la prevista, de una economía de mercado. ¿Qué es una economía de mercado? Es una economía en donde los precios asignan los recursos, en donde los mercados competitivos se basan en las señales dadas por los precios para decir dónde invertimos los escasos recursos existentes, y así atender las inmensas necesidades de esta economía.

En este sistema los precios son muy importantes. Y, en una economía pequeña y abierta como la economía peruana tal vez el precio relativo más importante es el tipo de cambio. Por lo tanto, el tipo de cambio real es el precio relativo más importante dentro del sistema económico optado.

El tipo de cambio real es el precio de los bienes transables con relación a los no transables. Explico: los bienes transables son aquellos que transamos internacionalmente, es decir, los que exportamos e importamos. Por ello, cuando el tipo de cambio se empieza a atrasar, tenemos que preocuparnos, porque constituye una señal de cómo vamos a asignar los recursos en esta economía. En nuestra economía, dichos bienes representan más o menos la mitad del PBI. Por esta razón, no es un tema en el cual podamos simplemente adoptar la política del "avestruz". Es un tema crucial.

Además del tipo de cambio real existe el tipo de cambio nominal (número de soles por dólar), el cual hoy día parece haber causado una gran conmoción en el mercado, porque se ha elevado en cuatro céntimos de sol, aproximadamente. Cabe preguntarnos: ¿por qué esa conmoción? Porque el tipo de cambio nominal afecta directamente al

nivel de precios. En una economía pequeña y abierta como la nuestra, en la cual los productos transables constituyen una parte muy importante de la canasta de consumo, una devaluación se traslada entre un 40% y 50% al nivel de precios interno. Es decir, una devaluación del 10% se traduce en un 5% de inflación adicional y esta situación, de alta inflación, es mala e indeseable para mucha gente.

Sin embargo, cuando se habla de que se quiere a la vez poca inflación y una corrección cambiaria, uno tiene que ser claro respecto de qué meta recibe mayor prioridad. Actualmente, tenemos una disyuntiva entre mantener la inflación baja y lograr una corrección del tipo de cambio real.

Con relación al sistema cambiario vigente en el Perú uno tiene que preguntarse: ¿qué es lo que está haciendo el BCR, hoy en día?, ¿en qué consiste esta famosa flotación "sucia" y cuán "sucia" es? En el mundo existe un "espectro" de regímenes cambiarios: en un extremo se tiene una fijación "a la argentina" y en el otro una flotación totalmente libre, la cual no existe en ninguna parte (sólo en los libros de texto), ¿en qué parte del espectro estamos en el Perú? ¿Realmente estamos flotando el tipo de cambio? Lo que observamos día a día con el tipo de cambio ¿es lo que el mercado dice? y ¿de qué tipo de mercado estamos hablando? ¿No es el Banco Central, tal vez, el agente más importante en este mercado? Evidentemente lo es, y sus acciones afectan el comportamiento del tipo de cambio. Creo que es hora, en el Perú, de "quitarse la careta" respecto de esta supuesta flotación.

Además, lo que haga el Banco Central en esta semana nos dará una gran ubicación sobre qué tipo de régimen cambiario se tiene en el Perú. ¿Se acerca este régimen a uno en donde la meta monetaria es la guía para el comportamiento del Banco Central? o ¿es uno en donde, realmente, tenemos una meta cambiaria? Yo me inclino a pensar que, a pesar de la retórica, el BCR se guía por una meta cambiaria. Tal vez, esta política cambiaria esté mal definida, porque establece un "piso" y las autoridades no saben qué hacer cuando el

tipo de cambio empieza a subir, pero se trata de una meta cambiaria al fin de cuentas.

Aquí se regresa a un tema básico de macroeconomía: el comportamiento del Banco Central bajo perfecta movilidad de capitales. En esta coyuntura, el BCR puede optar entre tener una meta monetaria o una meta cambiaria. No puede tener ambas. Cuando eso sucede se termina en un "arroz con mango", que es lo que hemos visto en el último año.

En el mercado cambiario tenemos dos fuentes de ingreso o salida de moneda extranjera: los movimientos causados por las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, y los movimientos de capital. Como es ampliamente conocido, un incremento en el tipo de cambio real promueve la exportación y desincentiva la importación de bienes, lo cual tendrá efectos en la balanza comercial, que actualmente presenta el mayor déficit de nuestra historia. En contraposición, los flujos de capital -la variable más importante en el mercado cambiario- no guarda mucha relación con el tipo de cambio real. Estos flujos responden más a las rentabilidades en los diferentes mercados, es decir, a los diferenciales en las tasas de interés. Más aún, los flujos de capital a un país como el Perú guardan mayor relación con la credibilidad en el país que con el comportamiento del Banco Central.

Las reformas estructurales, que hemos visto en los últimos cuatro o cinco años, son más importantes que la política del BCR para el movimiento de capitales que se registra en el país. Además, este movimiento de capitales es más importante que las diferencias entre las exportaciones e importaciones. Por ello, a pesar de tener una balanza comercial negativa, registramos incrementos en las reservas internacionales.

Entonces, se debe responder a las siguientes preguntas: ¿es posible que el Perú viva con otra política cambiaria, que implique un tipo de cambio más alto? y ¿cuáles son los costos de vivir con este tipo de cambio más alto?

El BCR interviene en el mercado cambiario diariamente a un tipo de cambio determinado, ¿qué pasaría con el déficit comercial y con los flujos de capital si decide intervenir a un tipo de cambio más alto?, ¿qué pasaría si en forma simultánea el BCR decide, en vez de seguir colocando en forma masiva sus certificados de depósito a corto plazo, monetizar los ingresos de capitales y que las tasas de interés en moneda nacional bajen por el mayor ingreso de capital a este país?

La corrección del déficit en la balanza comercial se lograría a través de una devaluación real: vamos a exportar más y a importar menos. Las tasas de interés bajarían porque se dejarán de colocar certificados de depósito en el BCR a una tasa de interés alta en moneda nacional.

Sin embargo, tengo una inquietud: ¿cuál es el temor a corregir el déficit en la balanza comercial? Honestamente, les digo que no entiendo lo que se está haciendo, y que lo que se está haciendo tiene un costo alto. ¿Cuál es dicho costo? Estamos profundizando el atraso cambiario. Cuando se ha optado por una economía de mercado, pensar que los precios relativos no tienen importancia es absurdo. Estamos retrasando el principal precio de la economía peruana y acumulando un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (aproximadamente, del 8% ó 9% del PBI), que difícilmente será sostenible.

México, a pesar de formar parte del Tratado de Libre Comercio, "explotó" con un déficit del 8% del PBI. Antes de la crisis las autoridades mexicanas enfrentaban el problema de la eventual reversión de los flujos de capital a corto plazo y la crisis se produjo cuando esta eventualidad se tornó en realidad. En cambio, nosotros tenemos la certeza de que el proceso de privatización acabará, porque el número de empresas públicas por privatizar se va reduciendo. Con esto, una fuente importante de flujo de capital hacia el país desaparecerá. No quiero ser alarmista: no creo que se produzca un problema serio el próximo año. Sin embargo, tenemos un déficit externo enorme con relación a nuestro producto, a nuestra capacidad

de exportar y generar divisas. La cuestión es ¿qué estamos haciendo para cuando llegue el momento en que se nos acaben las empresas públicas?, ¿cómo nos estamos preparando para salvar esa transición de una manera exitosa? En este punto trataré las alternativas de qué podemos hacer hoy en día.

Cuando empieza a subir el tipo de cambio, en el Perú le dedicamos mucho tiempo a analizar ¿por qué ha subido el tipo de cambio? Me parece increíble, ¿será que todos estamos endeudados en dólares? La pregunta central debería de ser: ¿por qué se nos sigue atrasando el tipo de cambio? Yo vería la pequeña corrección cambiaria que se acaba de producir con alivio, pues así se evita que la brecha sea cada vez mayor.

Un atraso cambiario del 20% es un atraso significativo y ante éste no podemos adoptar la política del "avestruz". Más aún, si uno de los objetivos de la estrategia del gobierno es tener una tasa de crecimiento razonable en el sector exportador de la economía.

No sólo debemos ponernos de acuerdo -gobierno, empresarios e investigadores- respecto de la existencia de un atraso y de su magnitud, sino que, definitivamente, se debe hacer algo para corregirlo. La pregunta es ¿cómo se corrige un atraso cambiario? Creo que cuando todos percibamos que hay un atraso cambiario; que las inversiones que se están realizando en prospección minera y petrolera no se reflejarán, necesariamente, en mayores exportaciones en los años 1997-1999; que existe un *gap* en el financiamiento del país; que el acuerdo al que lleguemos con la banca comercial implicará una serie de pagos para los siguientes años; entonces, allí tendremos que hacer algo.

¿Qué hacer? Creo que estamos de acuerdo en que se debe matar ese atraso cambiario. En lo que debemos estar claros es: si lo queremos matar "de a poquito" (minidevaluaciones) o "de golpe" (devaluación brusca). Cada opción tiene sus costos, no es que "de a poquito" sea, necesariamente, mejor que "de golpe". Cualquier devaluación, cualquier corrección de precios, es traumática.

¿Cuál es el costo de hacerlo "de a poquito"? El costo es que se refleja en la tasa de interés en moneda nacional y que las minidevaluaciones pueden introducir inercia al proceso de inflación, dificultando su progresiva reducción. Esos son los costos, y creo que son muy serios para la economía. Y ¿el costo de hacerlo "de golpe"? En este caso, al que le agarró de sorpresa y está endeudado en dólares se "reventó". Como el crédito en moneda extranjera equivale aproximadamente a las 2/3 partes del total de crédito del sistema financiero, esta opción nos asusta. Evidentemente, no nos gusta que se produzca una devaluación. Sin embargo, hay que diferenciar el bien personal del bien común.

Creo que el costo de hacer la corrección "de golpe" es mucho menor porque la gente no seguiría anticipando nuevas correcciones. Una vez producido el ajuste cambiario, y si se logra transmitir el mensaje de que se trata de un ajuste de una vez por todas con claridad, las tasas de interés en soles y las expectativas de futuras devaluaciones deberían disminuir. En este contexto la corrección no se reflejaría en nuevas expectativas de inflación ni de devaluación. Evidentemente, el tema de la credibilidad es crucial.

Pido disculpas a mis panelistas por haberme centrado en el caso del Perú. Sin embargo, debido a la reciente preocupación con relación al despegue del tipo de cambio, creo que era necesario.

EXPOSICIÓN DE LOS PANELISTAS

Julio Velarde

Voy a continuar con alguno de los problemas presentados por Carlos Paredes.

Comenzaré con lo que denomina atraso cambiario. Efectivamente, como señaló Carlos Paredes, éste se ha apreciado; pero existen dos problemas: i) en cuánto y ii) hasta qué punto es reversible.

Con respecto al Indice de Precios al Consumidor (IPC), las cifras no son creíbles porque, durante el gobierno de Alan García, estuvo sobreestimado. Si uno hace una comparación de la relación precio transable sobre no transable, que Carlos Paredes presenta en su documento a través de un gráfico, efectivamente se aprecia una caída. Sin embargo, la mayor parte de la caída se produce en el año 1991, puesto que el año 1992 se mantiene básicamente estable. Si se desagrega, para determinar qué pasó en el año 1991, se observa que el aumento de lo no transable fue, principalmente, por la liberalización del mercado de alquileres. La eliminación del control de los alquileres hizo que éstos subieran muy por encima del IPC.

De repente, una comparación más válida es la realizada por Carlos Paredes. El trabajó con costos laborales unitarios, hizo la comparación con los salarios en dólares constantes. A fines del año 1994, éstos se ubicaban, aproximadamente, al nivel en que se encontraban en los primeros años de los ochenta. ¿Por qué es esto importante para efectos de la competitividad y de los productos transables? Poco importa que haya subido la salud o la educación si no se traduce en un aumento de sueldos, sólo si se traduce en aumento de sueldos estará restando competitividad. La comparación no es válida en sí, en el sentido que había más *stock* de capital por trabajador, a inicios de los ochenta, de lo que probablemente había en el año 1994. Sencillamente, en la década de los ochenta se produce una descapitalización del país. Con esto no quiero decir que no haya un fenómeno de apreciación del sol. El problema es determinar cuánto.

El segundo problema, al preguntar a varios economistas si el tipo de cambio, en el año 2001, será superior o inferior al actual: la mitad

de ellos dice que mayor y la mitad restante, menor. Realmente, depende un poco de la proyección de las exportaciones, y por ello resulta difícil determinar su magnitud.

Debo señalar que el término atraso cambiario no se usa. No sé por qué se ha publicado en la prensa del Perú y de otros tres países de América Latina. Se ha producido una apreciación cambiaria del sol, pero es difícil determinar si está atrasado o no con relación al año 2002, porque no se conoce qué pasará en el futuro. Realmente, la proyección o las discrepancias en las proyecciones del economista dependerán de qué tan dinámico vea el crecimiento de algunas exportaciones como consecuencia de algunas inversiones que se están realizando actualmente.

Creo que existen dos problemas que no se están distinguiendo con claridad y que han afectado la política económica del gobierno. El primero es un problema de corto plazo, el cual fue visible hasta setiembre del presente año, de un ingreso muy fuerte de dólares que el BCR estaba tratando que no influyera en una mayor caída del tipo de cambio real. El segundo problema, que también vislumbra el gobierno a mediano plazo, es qué tan sostenible es el déficit en cuenta corriente. Es decir, en el corto plazo puedo tener un problema de abundancia de dólares, pero la preocupación es que en el mediano plazo tenga más bien escasez de dólares.

En el corto plazo, básicamente en el año 1995, se ha estado utilizando la esterilización. Este es un instrumento que permite recoger parte del dinero emitido con certificados de depósito, cuando tengo una tasa de interés que puedo manejar. El BCR no podía utilizar este instrumento durante el año 1994, porque las tasas de interés, que eran muy altas, le hubiesen implicado pagar un interés mensual del 20%. Es necesario señalar que tener simultáneamente una meta cambiaria y una meta monetaria no es un "arroz con mango", como señaló Carlos Paredes. Es más, casi no hay país en el mundo que no tenga una meta híbrida: agregado monetario más tasa

de interés o tipo de cambio más agregado monetario. Se tiene una meta mixta porque, de otra forma, el BCR no habría podido mantener el "piso".

De lo que se puede acusar, en el corto plazo, al Banco Central es que ha sido algo "tímido" en la esterilización y en la fijación del tipo de cambio. En eso coincido con Carlos Paredes: el BCR ha estado fijando un "piso" cuando ha podido fijar, realmente, un movimiento ligeramente ascendente y evitar esta preocupación de mediano plazo. Devaluar 0,8%, un centavo o dos centavos mensual en el presente año, nos hubiera permitido un tipo de cambio más alto y creo que el efecto sobre la política monetaria hubiera sido básicamente nulo. No creo que mucha gente pueda sostener que por elevar el tipo de cambio la oferta neta de dólares aumentaría porque el BCR tendría que comprar, esencialmente, la misma cantidad. Con esta esterilización, ha podido elevar algo el tipo de cambio.

Carlos Paredes mencionó una cosa que es importante: la esterilización sube la tasa de interés. Esta es la visión convencional de varios autores latinoamericanos. Es más, casi implícito está que la esterilización siempre fracasa. La razón es que al subir la tasa de interés se atrae más capitales, lo cual hace que mi operación de esterilización quede derrotada, porque, gracias a que mantengo elevada la tasa de interés, sigo atrayendo más fondos. Lo cierto es que la tasa de interés no tiene por qué verse afectada si estoy satisfaciendo la demanda de dinero. Si el BCR, en lugar de esterilizar, hubiera realizado una emisión, la inflación hubiera sido más alta y, probablemente, la tasa de interés también porque reflejaría esta expectativa de inflación. Esta es la paradoja de Gibson de 1920.

Muchas veces se ha comparado la esterilización en Asia frente a América Latina. En ese sentido, hubo esterilización porque es el instrumento fundamental, en el corto plazo, que permite comprar más dólares sin que se produzca un fuerte efecto monetario. En Asia, se ha argumentado que era porque el flujo de fondos -que ha sido tan

importante como en América Latina a comienzos de los noventa- se destinó más a inversión directa que a financiar el déficit de cuenta corriente, como sucedió en algunos países de América Latina. El segundo factor, que casi siempre se señala, es que en Asia no aumentó el consumo del gobierno, a diferencia de países como Argentina y México en que sí se incrementó el gasto corriente del gobierno.

Una razón que casi nunca se menciona, y creo que es importante, es que Latinoamérica sufrió una inflación mayor y tiene una base monetaria muy reducida. En el Perú, esta última equivale al 2,1% del PBI y, actualmente, toda la liquidez en moneda nacional es de 5,5% del PBI. En cambio, en Malasia, en el año 1993, era 173% del PBI. En ese sentido, una masa monetaria como porcentaje del PBI mucho mayor, permite, sin necesidad de esterilizar, absorber más dólares. Inclusive, esterilizando tengo una gran masa de activos financieros. En el caso del Perú, por ejemplo, si quiero lanzar activos por una cantidad importante (5,5% del PBI ya sería todos los activos que existen) tendría que reemplazar todos los depósitos en moneda nacional existentes. En el caso de Malasia, si del 173% utilizo 5%, sólo estoy captando una fracción mínima del mercado financiero existente.

Asimismo, debo señalar que existen problemas con la esterilización: no puede seguir creciendo indefinidamente; en particular, cuando es a corto plazo. Probablemente, si siguiera el influjo de dólares, la esterilización se realizaría con certificados de depósito a mediano plazo, los cuales tendrían que estar necesariamente indexados a la inflación. Sin embargo, como aún no existe la credibilidad suficiente, esta medida no sería del agrado del BCR.

A pesar de ello, estoy convencido de que todavía hay un margen bastante amplio para poder esterilizar y manejar el dólar en el corto plazo. El problema más importante es el mediano plazo, tal como hizo referencia Carlos Paredes. En la actualidad, tenemos un déficit en cuenta corriente equivalente sólo al 6,3% de PBI, porque nuestra

evolución ha sido favorable frente a lo que ha pasado en la Argentina y México. En esos países, el ahorro comenzó a caer, mientras que en el Perú entre 1992 y 1995, el ahorro pasó de 12,5% a 18,4% del PBI, respectivamente. Los problemas que se presentan son varios y la única forma de frenar el déficit en cuenta corriente, realmente, es disminuir la brecha entre la inversión y el ahorro, ya que son identidades contables.

En esa dirección es más fácil actuar sobre el sector gobierno. Lamentablemente, en setiembre de 1994, hubo una expansión excesiva tanto del gasto corriente como del gasto de inversión del gobierno. En cierta medida, ello forzó al "freno" aplicado actualmente. El gobierno tiene que aumentar el ahorro público y disminuir la inversión pública, tiene que crear un superávit que permita disminuir, parcialmente, la brecha existente.

En cuanto al ahorro personal, en este momento, es muy difícil de atacar. A pesar de que no se tienen cifras sobre su monto, probablemente ha disminuido. Cuando la gente está optimista con respecto al futuro cree que la economía está más o menos estabilizada y, además, aparecen instituciones que le brindan crédito y consumo; en lugar de esperar tres años para comprar un televisor a color o un auto, lo compra ahora. Es decir, aumenta el consumo y cae el ahorro personal. Se puede dar algunas medidas parciales, cuyo objetivo sea frenar la expansión del crédito y consumo, pero serían medidas intervencionistas que no tendrían un efecto tan importante. En general, podemos inventar cien instrumentos y, siendo generosos, todos ellos no sumarían más del 1% del PBI.

Restricción de capitales creo que sería un error. Primero, porque no sabemos cuánto tiempo más seguirán ingresando capitales de corto plazo. Incluso, se espera que en el año 1996 pueda producirse una restricción mayor del flujo de capitales. Segundo, en cuanto al proceso de privatización, casi no se ha utilizado ese flujo de capitales. Realmente, el problema es el tipo de flujo de capital que se utilice.

En donde se tiene un mayor margen es, efectivamente, en el ahorro empresarial. Este ahorro aumentó como resultado del crecimiento económico y ha generado un incremento de las utilidades, las cuales, a su vez, están siendo invertidas. Sin embargo, no se resuelve el problema porque, este ahorro empresarial, también está generando inversión. De esta manera, se mantiene la diferencia entre la inversión y el ahorro.

Tenemos que confiar en que la inversión directa extranjera continuará. Felizmente, en el Perú, los flujos de capitales de corto plazo no han sido tan importantes. Si observamos el ingreso de dólares mensual a la Bolsa de Valores, en los últimos 24 meses, éste ha sido ligeramente menor a los US$24 millones. Es decir, no es nada. La remesa procedente de Japón, cada mes, es mayor a lo que ingresa en términos netos a la bolsa (transacciones bursátiles). Lo importante es conseguir las condiciones para que se mantenga la inversión directa.

Quisiera mencionar, muy rápidamente, unos cuantos puntos. En primer lugar, con relación a la desdolarización, la ventaja de tener cierta dolarización amplia es que nos permite manejar fácilmente el tipo de cambio nominal. Actualmente, si hay confianza en el país y en la solvencia del sistema bancario, el Banco Central puede manejar, perfectamente, el tipo de cambio nominal. La desventaja es que, como se ha reducido esta base en soles, es más difícil manejar el tipo de cambio real. Si hay confianza en el sistema bancario, una situación como la de México aumentaría los dólares en el país, porque pasarían a formar parte de los depósitos de los bancos del país, quienes los destinarían a crédito. De esta manera, se constituirían en un mecanismo amortiguador.

En segundo lugar, con respecto al operador de mesa de dinero, no creo que resuelva, realmente, el problema del manejo cambiario. Algo se puede hacer con mercados a futuro o por arbitraje, utilizado cuando el mercado a futuro es pequeño o frente al mercado *spot*. Creo

que el operar una mesa de dinero, en sí, no va a elevar el tipo de cambio. Eso se producirá por otro tipo de decisiones.

Y como último punto, quisiera referirme al costo de una devaluación brusca. Primero, puede ser que no se consiga la devaluación real. Si aparece mañana en el periódico que se ha devaluado 40%, la gran mayoría de ustedes sube sus precios en un 40% y no se ha conseguido nada. En cambio, sí se ha conseguido una gran recesión, una caída de los sueldos reales y una probable quiebra de algunos bancos por el incremento de la deuda de las empresas que han tomado créditos en dólares.

Por lo consiguiente, habría que tener mucho cuidado con una receta de devaluación brusca. Olvidando que todo se traslada a inflación, si quiero conseguir una devaluación real tengo que recesar y controlar el gasto para que no se traduzca en inflación. Una recesión, con un aumento del valor de la deuda real de las empresas, equivale a la quiebra de muchas empresas y de algunos bancos. Creo que la política, que parece seguir el Banco Central, de frenar la expansión y dar ciertos márgenes a la devaluación, probablemente es más efectiva.

Es menos costoso un ajuste "a la argentina", incluso recesando, que un ajuste desordenado, devaluando como lo hizo México. En Argentina, el producto caería en un 1,5% o 2%; en México, 7% u 8% y generando empobrecimiento, expectativas negativas, etcétera. No recomiendo el ajuste "argentino", lo que digo es que una devaluación puede terminar siendo, realmente, más desordenada y recesiva.

Raúl Salazar

Mis comentarios los centraré en función del trabajo de Carlos Paredes. Obviamente, los artículos revisados los referiré al caso peruano, porque esta actualización y difusión de los conceptos de la

teoría económica creo que es relevante.

En el caso peruano, el primer punto que merece ser discutido es si hay alguna relación entre los ingresos de capital y la tasa de cambio, si los ingresos de capital son buenos o malos. Al respecto, creo que la conclusión general de los trabajos de Hausmman, Gavin y Leiderman es prevenir sobre los riesgos existentes de los ingresos de capital de corto plazo. Si bien tienen beneficios, también generan distorsión en la asignación de los recursos, reducen el tamaño de los sectores transables, aumentan el de los no transables y llevan a una sobrevaluación de la tasa de cambio.

En ese sentido, es importante discutir si hay un atraso cambiario o, mejor dicho, un equilibrio cambiario en el Perú. Desde ese punto de vista, se debe señalar que Carlos Paredes concluye que el concepto de paridad cambiaria (extraponer una situación de equilibrio a través de determinados índices para determinar si la tasa resultante es la adecuada o no) que se ha estado utilizando debe ser sustituido por el de paridad real de la tasa de cambio.

Si bien hay un nuevo concepto respecto de la tasa de cambio, más representativo que el anterior: ¿qué nos dicen los trabajos cuantitativos existentes sobre este tema? He escuchado de tres, pero sólo conozco dos, uno de los cuales (Banco Mundial) fue utilizado por el ministro de Economía y Finanzas para decir que en el Perú no había atraso cambiario.

Un trabajo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL, concluye que en nuestro país hay una sobrevaluación de la tasa de cambio mayor al 30%; mientras que un trabajo del BCR indica que el atraso es de más de 10%. En este último caso no se ha considerado el problema existente en el mercado interno con relación al grado de desocupación. Si contemplara ese problema, en mi opinión el nivel de atraso cambiario debiera ser mayor.

Por lo tanto, utilizando este nuevo concepto y los trabajos

empíricos existentes, la conclusión es inequívoca: estamos en una economía que tiene una sobrevaluación de la tasa de cambio. El Presidente de la República lo ha aceptado en el Cusco, CADE 95. Espero que ahora haya coincidencia en el sector político y académico sobre esta conclusión.

Frente a esta situación ¿debe intervenir la autoridad económica para buscar el equilibrio de la tasa de cambio? Al respecto hay muchas posiciones. Algunos sostienen que el mercado debe hacerlo solo, mientras que otros, que han realizado trabajos sobre este tema, especialmente Hausmman, son enfáticos en decir que sí debe intervenir.

En el Perú ¿se está interviniendo? Sí, el Banco Central sale al mercado a comprar los excedentes, de manera parcial, en la medida que lo permite su meta de expansión monetaria. ¿Es ésta una política viable en el largo plazo? A pesar de las opiniones escuchadas, creo que no lo es porque, hasta el momento, el Banco Central ha sido inefectivo en lograr sus objetivos en términos cambiarios. La razón es que existen dificultades que el Banco Central no puede vencer ni dejar de lado. Concuerdo más con Carlos Paredes que con Julio Velarde, cuando se analiza a una autoridad tratando de conseguir dos objetivos de manera simultánea.

El BCR tiene un solo instrumento, y al tratar de buscar dos objetivos debe priorizar uno u otro. Durante este tiempo ha estado priorizando lo que le corresponde legalmente. De acuerdo con su ley orgánica, es responsable de la estabilidad monetaria del país; sin embargo, políticamente se le asume una segunda responsabilidad (que no es legal): la tasa de cambio. Por lo tanto, ha tratado de hacer ambas, aunque en última instancia ha logrado cumplir sólo la primera.

Entonces surge otra inquietud: ¿puede hacer más en el futuro? Mi impresión es que cada vez puede hacer menos. Por ejemplo, en este momento las operaciones de mercado abierto son más del 30% de la emisión primaria, y como son certificados que el BCR emite y

por los cuales paga el servicio, generan un déficit cuasifiscal. Otra cosa diferente es realizar operaciones de mercado abierto con papeles de terceros; por ejemplo, del Estado. En este caso, el Estado paga los intereses y no el Banco Central, como está sucediendo. En consecuencia, creo que esa política está por llegar a su límite.

La siguiente pregunta es ¿qué hacer para corregir este atraso cambiario? En este punto, de los *papers* distribuidos, sólo el trabajo de Vittorio Corbo y Leonardo Hernández presenta una conclusión enfática. Corbo realiza un análisis comparativo, minucioso de cuatro países latinoamericanos y de cinco países del Este de Asia. La recomendación que propone para buscar el equilibrio de la tasa de cambio o, mejor dicho, la medida adoptada por los países que se defendieron mejor del influjo de capitales y de su efecto interno -especialmente sobre la tasa de cambio y la inflación- es lograr reducir el consumo público. Es decir, han logrado reducir el gasto corriente del Estado.

¿Esta medida es válida para el Perú? Primero, quisiera hacer algunas observaciones importantes. Los casos que se analizan en Latinoamérica son Chile, México, Argentina y Colombia, países que tienen porcentajes de gasto corriente respecto de su PBI altos. Perú es un país que está tratando de reconstruir su Estado. Si bien aún es posible hacer enormes recortes de gasto en determinadas áreas del sector público, mi opinión es que tiene que comenzar a gastar más en muchas otras. Un Estado eficiente, profesional requiere de sueldos más altos, por ejemplo, lo cual, obviamente, va a aumentar el gasto corriente del Estado. Por lo tanto, esta primera condición no se da en el Perú.

Por otro lado, hay un trabajo econométrico realizado en Chile por Patricio Arrau, Jorge Quiroz y Rómulo Chumacero, cuya conclusión es la siguiente: en Chile se requiere 1% de aumento del ahorro en cuenta corriente del gobierno para lograr menos de 1% de mejora en la tasa de cambio real. Si trasladamos este resultado al Perú, sólo por efecto comparativo, querría decir que para lograr el

equilibrio, dado un desequilibrio del 10% según el BCR, se requeriría que el ahorro del gobierno aumentara en más de 10%. Sin embargo, el gasto corriente del gobierno es apenas 10%, lo cual implicaría tener que cerrar el Estado. Obviamente, esa solución no es válida en nuestro caso.

Lamentablemente, no se han discutido otras soluciones a este problema. El tiempo impidió que Carlos Paredes expusiera cómo lograr esa devaluación que mencionó. Sin embargo, creo intuir que está pensando en cambiar el sistema de política cambiaria. Si fuera así, obviamente me gustaría discutirlo.

Alberto Pascó-Font

Iniciaré mi exposición retomando la discusión en el punto en que la dejó Raúl Salazar, cuando mencionaba el concepto de cómo medir el atraso cambiario. La forma tradicional era el concepto de paridad. En julio de 1985 y en agosto de 1990, se decía que el tipo de cambio que nos ponía en una senda de equilibrio, era el tipo de cambio nominal existente en ese momento. Dada la relación de precios y en función de ese equilibrio, si subía la inflación o se producía una devaluación nos alejábamos o nos acercábamos al equilibrio. Generalmente, nos encontrábamos en desequilibrio.

Si se analizan los diversos índices, nos damos cuenta de que nos hemos atrasado, porque desde agosto de 1990 a la fecha los precios han crecido más que el tipo de cambio. En conclusión, hay atraso cambiario. Sin embargo, como bien decía Raúl Salazar, esa forma de enfocar el problema ha cambiado. Ahora, no nos fijamos en ese punto de equilibrio fijo referencial, pensamos que ese punto de equilibrio se va alterando en el tiempo. Creo que todos podemos estar de acuerdo en que la situación de nuestro país en agosto de 1990 era radicalmente diferente a la de noviembre de 1995. Es otro país en

muchos aspectos. Por lo tanto, mal podríamos decir que estamos atrasados con respecto de lo que nos ponía en equilibrio, en un país que tenía otra base exportadora, otro sector industrial, etcétera.

Por ello, actualmente se usa el concepto de tipo de cambio real de equilibrio. Este se va moviendo a lo largo del tiempo y en función de los cambios que ocurren en la economía. ¿Qué sucedería si el día de mañana alguien encuentra petróleo en la Selva? Encontramos un gran yacimiento de petróleo que puede ser explotado en un mes e implica exportaciones equivalentes a US$3,0 mil millones al año (actualmente, exportamos US$5,0 mil o US$ 6,0 mil millones): ¿cuál sería el tipo de cambio que equilibre la economía, la desocupación, el sector externo frente a ese hecho? ¿Sería el mismo de 1985?, ¿sería mayor o menor? Probablemente sería menor.

Si la economía puede generar dólares con más facilidad de lo que lo hacía antes, el precio del dólar bajará. El ejercicio, con relación al tipo de cambio, consiste en proyectarnos. ¿Qué pasará con esos factores que afectan la capacidad del país de generar o consumir dólares? Que hayan bajado, por ejemplo, los aranceles aumenta la capacidad del país para generar y consumir dólares. El tipo de cambio debería subir, porque ahora vamos a demandar más dólares al incrementarse el nivel de las importaciones. Que haya yacimientos mineros o que la empresa Yanacocha realice exportaciones aproximadas a US$300 millones en 1995, también afecta la capacidad del pais para generar dólares. Todos estos aspectos son muy complejos y hacen muy difícil realizar la proyección propuesta.

Sin embargo, quisiera hacer un ejercicio. En nuestro caso existen dos escenarios o posibilidades: la primera es que nos encontramos ante una crisis inminente de balanza comercial. En un inicio se argumentó que era como consecuencia de los capitales de corto plazo, los cuales estaban sustentando nuestro gasto; después del efecto "tequila" parece que ya no lo son. Actualmente, tenemos un gran déficit en la balanza comercial, uno de los más grandes en los

últimos 20 años. Las importaciones son altísimas y probablemente seguirán creciendo. Además, a pesar de que las exportaciones también se han incrementado, este crecimiento no ha sido suficiente. Aquí tenemos un problema y, a pesar de que se diga que es un bache temporal porque en los años 1999-2000 inician sus operaciones Quellaveco, Camisea y todos esos proyectos que proporcionarán un fuerte ingreso de divisas que solucionarán el problema, en 1997 se tendrá una pérdida de divisas de aproximadamente US$500 o US$600 millones. Lo que no sabemos es si será sostenible o no.

Ahora, ¿por qué no ha pasado ya? La razón es que si bien estamos perdiendo este año alrededor de US$1,5 mil millones sólo en balanza comercial, también estamos ganando reservas internacionales. La pregunta es ¿por qué el dólar no sube? Ante un problema de esa naturaleza, Carlos Paredes diría que el BCR interviene cuando comienza a subir para tratar de frenarlo. Ese es un punto preocupante. Hace dos o tres años que estamos diciendo que existe un problema de balanza comercial serio. Además, parece que seguirá creciendo, porque no hay ningún indicio de que las importaciones bajen; todo lo contrario, lo más probable es que sigan creciendo. Entonces, en los próximos dos años, estaríamos *ad portas* de una pérdida de reservas.

Se debe señalar que el gobierno tiene las reservas y los recursos de la privatización, mientras que el Banco Central tiene US$1,2 mil millones en su posición de cambio. Estos recursos podrían, de alguna manera, enfrentar esa situación. Si estamos en ese escenario, de que se nos viene una crisis severa de balanza de pagos que no podrá ser cubierta por las exportaciones, cabe preguntarnos: ¿qué hacer?, ¿deberíamos ir corrigiendo ese problema desde ahora y así evitar que se magnifique y crezca mucho? o ¿podemos estar confiados de que se cuenta con los recursos para enfrentarla en el momento en que suceda? Es decir, ¿el Banco Central tendrá los grados de maniobra para dejar que suba el tipo de cambio, pero de una manera ordenada?

No queremos que suceda como en México, de modo que esas son dos de las opciones sujetas a discusión.

Frente a ese escenario de crisis de balanza de pagos tenemos otro, más optimista, que apunta a que este crecimiento de las importaciones, hasta cierto punto, se paga solo. Esto como consecuencia de la confianza que los inversionistas extranjeros tienen en el país. Por ejemplo, la empresa Shell quiere desarrollar Camisea con una inversión de US$1,0 mil millones. En ese sentido, las importaciones crecerán en un porcentaje de esa magnitud, porque se necesita implementar el proyecto, pero también ingresará el dinero que permitirá cubrir esa demanda.

En ese caso, habrá una gran crisis, pero sin pérdida de reservas porque, cuando lleguemos a los años 2000-2001 los proyectos ya habrán madurado y así se habrá solucionado el problema. Esta visión optimista, obviamente, implica otra recomendación de política económica. Acostumbrémonos a lo que está pasando: somos víctimas de nuestro propio éxito, estamos generando dólares. Acaso ¿no queríamos ser un país exportador como Chile, cuyas exportaciones crecieron de US$3,0 mil millones a US$10,0 mil millones? De aquí a siete años vamos a estar en ese punto y, cuando exportemos US$10,0 mil millones el dólar será barato, tal como está sucediendo en Chile. Si estamos en este escenario, las recomendaciones son diferentes y de repente por estar concentrados en la política cambiaria, estamos perdiendo la perspectiva de que existen otras cosas. Creo que el peor escenario para el sector transable nacional es que no se produzca una crisis de balanza de pagos y, por lo tanto, no se haga nada alternativo para tratar de ser competitivo en nuestro sector exportador transable.

Quizás la solución no está por el lado de la política cambiaria sino ¿cómo hacemos para desarrollar el sector exportador? Por ejemplo, los chilenos han desarrollado otros sistemas de inteligencia artificial, de fomento de exportaciones, de apoyo al sector, de política de empleo que no tenemos en nuestro país y que el mercado tampoco

lo va a desarrollar. Creo que debemos de dejar de concentrarnos en la política cambiaria. Si ocurre la crisis de balanza de pagos, creo que el Banco Central tiene como instrumento las reservas para manejar la situación, y en buena hora que el tipo de cambio suba. Reitero, de repente, el peor escenario es que eso no suceda, que el tipo de cambio no suba y nos quedemos con un sector transable y con un sector industrial "dolido", porque no se cambiaron los impuestos que se debieron cambiar, no se dieron las medidas de apoyo, etcétera.

El mensaje que quisiera transmitir es que el tipo de cambio, y estoy de acuerdo con Carlos Paredes, es uno de los precios más importantes en una economía como el Perú. Por ello, habría que seguir profundizando y discutiendo en qué escenario estamos y qué se podría hacer. Sin embargo, eso no debería impedir que descuidemos otro tipo de acciones en otros "frentes", igualmente importantes, que van a tener un resultado interesante sobre la competitividad de nuestro sector, sobre la posibilidad de generar más empleo y desarrollar nuestras exportaciones.

Si uno analiza la política de CORFO, en Chile, de desarrollo de las exportaciones, podemos observar que ésta es bastante intervencionista y, por decirlo de alguna manera, lo menos intensiva en subsidios. No estamos hablando solamente de tipo de cambio, sino de ¿cómo, en un contexto de mercado, tratar de ser más competitivos y eficientes?

Retomando las preguntas de mis antecesores con respecto de las dos opciones expuestas por Carlos Paredes para corregir el atraso cambiario, me gustaría saber ¿cuál es la historia? Si la corrección es "de golpe", hacer una maxidevaluación y salir de este sistema flotante, se genera un incremento de precios. En ese caso, preocupa que si el remedio no vaya a ser peor que la enfermedad, porque, como bien decía Julio Velarde, qué implica eso en términos de la estructura de endeudamiento de las empresas, de una recesión, de empleo, entre otros. empleo, entre otros.

Juan Antonio Aguirre Roca

Me voy a permitir tener que darles, al finalizar las exposiciones, por lo menos cinco minutos a cada expositor para que puedan dar respuesta, brevemente, a las inquietudes que aún subsisten. A continuación, cedo la palabra al Doctor Carlos Paredes.

RÉPLICA

Carlos Paredes

Agradezco los comentarios, las preguntas y las inquietudes. Esto no significa que no hayan grandes discrepancias e importantes coincidencias. Evidentemente, es claro que las coincidencias son mayores con Raúl Salazar y las discrepancias fuertes con Julio Velarde y Alberto Pascó-Font.

Creo que la última pregunta de Alberto Pascó-Font es muy relevante y es la que nos tenemos que hacer. Si hablamos de atraso cambiario, tenemos que estar muy claros en que se está proponiendo una devaluación, la cual tiene costos evidentes. Estos costos no sólo son económicos sino también políticos, pero no corregir el atraso cambiario también los tiene. En esa dirección, el que evalúa la política económica tiene que pensar cuál costo es mayor. El que evalúa la política económica no es un político que está midiendo los costos políticos de corto plazo; no, el que toma decisiones de política económica está pensando en la economía del país y no en cuánto está endeudada su empresa ni cuál es la composición de monedas de su deuda

Evidentemente, si hay un atraso cambiario y se opta por devaluar, ésto tendrá un efecto sobre el nivel de precios. La pregunta

es ¿cómo se debe hacer? Si devaluamos "de a poquito", ¿acaso la transferencia al nivel de precios nacional va a ser menor que si lo hacemos "de golpe"? Si nosotros subimos el precio del dólar "de a poquito", el auto Toyota, el whisky importado, el trigo nos costarán igual que si lo hacemos "de golpe", porque en términos de dólares el valor es el mismo. El efecto, la transmisión de la devaluación al nivel de precios internos no depende si se hace "de a poquito" o "de golpe". En absoluto, es lo mismo; más bien, está en función de cuánto consumimos de bienes transables.

Ahora, ¿cuáles son los costos de hacerlo "de golpe" o "de a poquito"? Depende de la credibilidad. ¿Es más creíble hacerlo "de a poquito"? Todos estamos de acuerdo que "de a poquito" asusta menos, pero el problema es que tiene costos. El costo es que la gente no es zonza y va a entender que el tipo de cambio se está corrigiendo progresivamente porque el nivel de la devaluación mensual es mayor al de la inflación. Eso se reflejará en la tasa de interés, lo cual implica que probablemente tengamos una economía más dolarizada y con tasas de interés reales más altas.

Ahora, respondiendo a la pregunta ¿cuál es la propuesta? La propuesta es "quitarse la careta" y admitir que estamos con una política cambiaria. En este punto discrepo con Raúl Salazar, porque no creo que en el Perú se pueda decir que el Banco Central le ha dado predominancia a la meta monetaria en lugar del tipo de cambio. En ese caso, es importante mencionar a qué período de tiempo nos referimos, porque desgraciadamente el Banco Central cambia su política con frecuencia.

El hecho de que el Banco Central en 1994 se propuso como meta el que la base monetaria creciese en 20% y lo hizo en un 48% y que este año se ha propuesto crecer en 15% y probablemente crezca en más del doble, para mí no es un indicador de que su meta monetaria sea una meta en el sentido de que guíe su política. Esto cobra mayor relevancia cuando observamos que esta meta monetaria

recién fue fijada a fines de junio del presente año. Reitero, no estamos con una meta monetaria sino con una meta indefinida, una meta híbrida como dice Julio Velarde. Ahora, si es híbrida, ¿en dónde está el mayor peso?, ¿cuánto es flotación "sucia" y cuánto es realmente una fijación "escondida"?

Hoy día, hay cierto consenso de que el tipo de cambio está atrasado, que hay un desalineamiento. Sin embargo, el BCR ha salido a vender dólares para atenuar el alza del tipo de cambio. Para mí, esto no es flotación "sucia", eso es engañarnos. Más bien estamos frente a una fijación "escondida" o "ingenua". Lo desable es que todos conozcamos cuál es la regla del juego. Robert Lucas, Premio Nobel en Economía, propone eso: reglas estables, transparentes, creíbles, verificables. No creo que frente al alto grado de discreción que tiene el Banco Central hoy en día, pedir reglas estables sea injustificado.

Con respecto a la exposición de Julio Velarde, quisiera hacer unas aclaraciones sobre los casos de Argentina y México. En primer lugar, prefiero que el caso de Argentina no sea una opción para nosotros. En segundo lugar, ¿qué nos enseña México? México nos enseña que así se tenga como vecino a EE.UU. y se forme parte del Tratado de Libre Comercio, no se puede jugar con un déficit de cuenta corriente del orden del 8% del PBI y no se puede mantener el tipo de cambio en un nivel que se aleje mucho del nivel de equilibrio de largo plazo. Eso es lo que nos enseña México. No nos dice nada sobre la flotación o fijación, nos dice que el tipo de cambio no puede estar muy lejos de su nivel de equilibrio.

Con relación al nivel de reservas internacionales, del orden de los US$ 6,5 mil millones, una gran parte de ellas son los depósitos de muchos de nosotros en los bancos comerciales. Por ello, estoy seguro de que ustedes al igual que yo nos fastidiaríamos mucho si el Banco Central sale a vender nuestro dinero para defender el tipo de cambio. Ahora, en cuanto a la posición de cambio del Banco Central, ésta equivale solamente a tres meses de importaciones. En términos de

teoría y práctica económica, eso no es un *buffer stock* lo suficientemente grande, considerando la magnitud de nuestro déficit en cuenta corriente.

Concuerdo totalmente con Julio Velarde con respecto del ahorro y la inversión. Asimismo, en que nuestro nivel de ahorro es bajo, en contraste con el alto déficit en cuenta corriente. Y con respecto del ahorro, a pesar de tener muchos inversionistas institucionales, tenemos un gran problema: el Perú es un país que ahorra poco y además es pobre. Al tener una pequeña base de ahorro, se debe ser muy cuidadoso con respecto de cuánto decide uno prestarse del resto del mundo.

Julio Velarde

Con relación al ahorro, que realmente es un porcentaje del PBI, poco importa cuál es el monto verdadero. Tal es así que el ahorro residual ha subido. Para que tengan una idea, es un ahorro superior al de Chile en el período 1986-1989 y similar al del período 1989-1992, cuando ya ingresaba a la etapa de franco crecimiento.

Prefiero referirme a un punto central: la esterilización, muy criticada, es el único instrumento de corto plazo que nos permite que la expansión monetaria no sea tan alta, al mismo tiempo que se maneja el tipo de cambio. En ese sentido, ¿existe un margen para esterilizar o no? Creo que sí, pero tiene que ser con certificados de depósito a un plazo mayor. No podemos tener un porcentaje importante de la base monetaria con certificados entre uno y seis meses. Eso hace que la gente se ponga nerviosa y no quiera renovar esos certificados.

Actualmente es posible hacerlo, y a pesar de que es peligroso, en el futuro se puede hacer. ¿Existe un costo fiscal? Sí, pero por el manejo que se viene imprimiendo, éste sería sólo contable. El déficit

cuasifiscal se podría manejar, aunque tiene un límite que no conozco cuál es. Sin embargo, creo que en el corto plazo todavía hay un "techo" que nos permitirá manejarlo.

Con respecto de la devaluación, el problema es ¿cuánto podemos devaluar? El Banco Central sólo fija el tipo de cambio nominal. Si queremos fijar el tipo de cambio real podrían ocurrir muchas cosas. Por tratar de indexar el tipo de cambio, podríamos generar una hiperinflación o, a la larga, podríamos retroceder en esa meta. ¿Por qué recomiendo ajustar el tipo de cambio? Porque hay una preocupación con respecto del futuro. De lo que no estoy convencido, como tampoco me parece que lo está Alberto Pascó-Font, es si el tipo de cambio de equilibrio a mediano plazo será sustancialmente más alto en términos reales. Creo que ninguno de ustedes podría asegurarlo. En ese caso, por prudencia y como hay cierto temor a mediano plazo, es preferible que no se siga retrasando más. El tratar de subirlo artificialmente es muy difícil.

Una devaluación brusca, en estos momentos, ¿qué va a significar? Primero, una recesión inmediata y, segundo, tratar de determinar qué hacer para neutralizar la emisión. De repente, las exportaciones responden rápidamente, y si suponemos que siguen ingresando flujos de capital, en el orden de US$ 150 millones mensuales, ¿cómo manejo eso para no causar inflación? En este caso, la situación sería peor. Desgraciadamente, no hay soluciones fáciles.

Es infantil pretender que se puede conseguir todo. Muchas veces no es posible porque las condiciones de la economía no lo permiten. El punto es que dentro de esas condiciones hay que saber cómo manejarnos.

Raúl Salazar

Yo quisiera hacer unos comentarios muy cortos. La primera reflexión es que no podemos admitir que se mantenga el *statu quo*

actual. Creo que se ha hablado mucho en términos del problema de la balanza de pagos, su viabilidad a largo plazo y la forma cómo se puede solucionar cuando comiencen a madurar las exportaciones. Lamentablemente, esa no es la solución del problema, porque tal como habíamos definido, la tasa de cambio es aquella que refleja las condiciones de la economía. En ese sentido, en la medida en que el Perú mejore su productividad, la tasa de cambio tiene que sobrevaluarse.

¿Por qué no podemos mantener el *statu quo* actual? Porque la tasa de cambio, al ser nuestro precio relativo más importante, está afectando de manera importante, hoy día, nuestra economía. En primer lugar, se está reduciendo el sector de transables. Muchos de ustedes pertenecen al sector manufacturero y están viendo una reducción de su producción o de sus ventas, porque la tasa de cambio produce un proceso de sustitución de lo nacional por lo importado.

En segundo lugar, en la medida en que la tasa de cambio está sobrevaluada, quita competitividad a la mano de obra local y genera un problema adicional, dado el nivel de desocupación existente en nuestra economía. Este problema debe resolverse para lograr que nuestro país sea una sociedad estable. Es una condición, de largo plazo, básica para nuestra sociedad.

Y, en tercer lugar, al estar tanto tiempo sobrevaluada la tasa de cambio, se está influyendo de manera sustancial en la asignación de recursos. Esta situación nos está llevando a ser una economía primario exportadora, y es otro problema que debemos solucionar. Creo que parte de esa solución se puede producir si se retiran los capitales de corto plazo, pero también depende de las acciones que se adopten en la economía nacional.

Por último, con relación a las medidas específicas, quisiera hacer una diferencia entre lo que es la tasa nominal y la tasa de cambio real. La tasa de cambio nominal puede ser variada a gusto, pero son las condiciones de la economía las que deben determinar cuál es la tasa real que nos espera.

Alberto Pascó-Font

Existe un problema de atraso cambiario. Frente a ello, un escenario posible es que si el Perú está generando más exportaciones, ese atraso se está corrigiendo, porque el tipo de cambio real de futuro comenzará a caer. En el año 2001, probablemente, no es que se va a sobrevalorar más sino que el tipo de cambio real de equilibrio va a ser menor. De repente, no necesitamos una maxidevaluación sino simplemente pulir el manejo cambiario. Creo que con el actual manejo del BCR es posible tener una devaluación gradual y lenta. Si estamos en este otro escenario, no hay que hacer ningún cambio extraordinario. Me inclinaría más por este camino que por la propuesta de Carlos Paredes. Además, insisto, hay otras cosas que se están descuidando y son importantes.

No es posible pretender, por ejemplo, que sólo con el tipo de cambio vamos a tener una mano de obra más calificada. Ahí hay un problema de educación. La mano de obra peruana es poco calificada y la existente es muy cara. Si queremos competir con Alemania, en términos de producción textil, necesitamos una mano de obra más calificada. El problema no es que el tipo de cambio sea barato y haga la mano de obra competitiva.

El hecho es que el tipo de cambio es muy importante y creo que se puede mejorar la política actual adoptada. Yo sería cauto en hacer una cosa más drástica, y reitero la necesidad de considerar la existencia de otras variables que se están descuidando y sería importante ir corrigiendo.

CONCLUSIONES

Juan Antonio Aguirre Roca

A continuación, voy a leer algunos de los puntos mencionados por el ingeniero Arturo Woodman, los cuales forman parte de la política empresarial y reflejan, más o menos, las inquietudes del sector.

1º Debe definirse una estrategia clara y agresiva con respecto del tipo de cambio a fin de fomentar una política exportadora.

2º A partir del reconocimiento de que efectivamente existe un retraso cambiario (si comparamos la inflación versus la devaluación de los últimos años), debe existir un diálogo permanente entre el sector público y privado.

3º Este atraso cambiario se evidencia en el déficit creciente en cuenta corriente y en la balanza comercial.

4º Debe buscarse una mejora en la paridad cambiaria y en la política de desdolarización de la economía. Esta recuperación puede ser paulatina a fin de evitar un cambio brusco y el rebrote inflacionario.

En cuanto al resumen conceptual, creo que todos estamos completamente de acuerdo en que el precio relativo más importante es el tipo de cambio.