

EL PAPEL DE LA POLÍTICA CAMBIARIA EN LOS DESEQUILIBRIOS DE BALANZA DE PAGOS*

Andrés Sanfuentes V.

* Agradesco los comentarios y sugerencias que efectuaron los profesores Gunther Held y Roberto Zahler del Departamento de Economía de la Universidad de Chile y los economistas Carlos Eduardo de Freitas del Banco Central de Brasil y Héctor Reyes del Banco de México. Una versión preliminar de este documento fue presentada en la XI Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, realizada en Quito, Ecuador, entre el 18 y el 23 de noviembre de 1974. Obviamente, sólo el autor es responsable del contenido de este artículo.

1. INTRODUCCION

El tema que se examinará es el proceso de ajuste en los casos de desequilibrio de la Balanza de Pagos, con un especial énfasis en el papel que le cabe a la política cambiaria. El tratamiento no será exhaustivo sino se limitará a efectuar una serie de precisiones de carácter fundamentalmente didáctico y a resaltar las peculiaridades que tiene el proceso de ajuste de un desequilibrio en un país insuficientemente desarrollado como Chile, a diferencia de las políticas que tradicionalmente se han seguido en las naciones industrializadas. La experiencia chilena, como es conocida, se basa en la "prueba" de la casi totalidad de los diferentes regímenes cambiarios y de comercio exterior existentes, aunque con un éxito muy variado.

1.1. Sistema monetario internacional y política cambiaria

En la actualidad es particularmente difícil enfocar el

tema de la política cambiaria cuando todo el sistema monetario internacional atraviesa por una crisis de proyecciones aun no precisadas, cual es la desatada por el aumento del precio del petróleo. Ya a fines de la década de los años sesenta el sistema, basado en un conjunto de paridades fijas y estables a través del tiempo sostenidas por los Bancos Centrales, y que prevaleció exitosamente desde la creación del Fondo Monetario Internacional, empezó a ser cuestionado ante las sucesivas crisis financieras que se empezaron a generar.¹ Los acontecimientos de los años 1971 y 1972 llevaron definitivamente a la decisión de reformar los mecanismos vigentes y se generaron avances importantes en esa dirección.² En materia cambiaria, el consenso que había prevalecido durante más de veinte años sobre la conveniencia que los países mantuvieron paridades fijas empezó a ser cuestionado, no sólo desde un punto de vista teórico, sino con algunas experiencias parciales y limitadas de "flotación" de algunas monedas convertibles. No cabía duda que las estrictas y rígidas reglas cambiarias que guiaron al mundo internacional desde la creación del Fondo Monetario serían radicalmente modificadas. Los partidarios de la flexibilidad cambiaria ganaban rápidamente posiciones.

Este debate cambió de dirección con la llamada "crisis" petrolera³ que volcó la atención de organismos internacionales y gobiernos hacia las nuevas y más graves distorsiones

¹El primer indicio serio ocurrió con la crisis de la libra esterlina que derivó en la devaluación de noviembre de 1967.

²Para conocer en detalle el progreso que ha existido puede examinarse la publicación *Reforma Monetaria Internacional* que contiene los documentos del Comité para la Reforma del Sistema Monetario Internacional y Cuestiones Afines (Comité de los Veinte), publicado por el Fondo Monetario Internacional, Washington, 1974, 277 páginas.

³"Crisis" si se adopta el lenguaje de los países desarrollados afectados por la nueva situación; no parecen "críticos" los efectos para los países petroleros.

que se generaban en sus economías.⁴ La actual situación internacional presenta dos características que vale la pena destacar pues son fuerzas inéditas en el mundo internacional.

La primera de ellas es que se ha provocado una importante transferencia real de recursos entre países, en este caso desde muchos ricos (y algunos pobres) hacia varios pobres (y otros que están dejando de serlo). Los anteriores desequilibrios del Sistema Monetario Internacional fueron acompañados por movimientos de capital de corto plazo que no implicaban, en términos globales, una variación permanente en la riqueza de los países. El aumento del precio de los combustibles implica que los importadores tienen que transferir a los exportadores una parte de su capital, de su riqueza y, por lo tanto, deberán reducir, ahora y en el futuro, el nivel de su ingreso nacional. Esto es lo que se denomina la transferencia real de recursos.

El segundo problema es el de la vulnerabilidad económica y política de los países industrializados que participan activamente en el sistema monetario internacional. Los egresos de divisas que tienen estos países por las mayores importaciones de petróleo vuelven a estos mismos centros financieros en la forma de depósitos, créditos o inversiones realizados por los propietarios de estos recursos (el "reciclaje" en términos del lenguaje utilizado en el mundo de las finanzas internacionales), con lo cual podría pensarse que sólo habría ocurrido un aumento de riquezas de los países petroleros producto de la mejoría de sus términos de intercambio. Los propietarios de estos recursos los mantienen principalmente como depósitos

⁴ El Informe Anual 1974 del Fondo Monetario Internacional expresa en su página 2 que "en vista de esas graves incertidumbres que surgieron en la escena económica y financiera mundial, el Comité de los Veinte cambió el orden de prioridades de su labor de reforma monetaria internacional y se concentró en alcanzar acuerdo sobre numerosos aspectos importantes de reforma que afectan los intereses inmediatos tanto de los países desarrollados como en desarrollo".

a corto y mediano plazo en los principales centros financieros y pueden, a través de su movilidad de un país a otro vulnerar las economías de las principales naciones industrializadas.⁵ Las transferencias imprevistas de un centro financiero a otro si son efectuadas en momentos estratégicos y en cuantías importantes y coordinadas ponen en peligro la estabilidad financiera de los países industrializados. Esta es la segunda razón de por qué el asunto petrolero no es sólo económico sino ha tenido una importancia política tan grande; también ha significado una súbita transferencia del poder político en la distribución de fuerzas del mundo actual.

La situación que se desarrolló en forma vertiginosa en el primer semestre de 1974 ha entrado en un período de latencia desde fines de ese año sin que hasta ahora valgan ni siquiera las amenazas; los catastrofistas de siempre han hecho oír su voz para plantear sus nunca cumplidas predicciones; otras materias primas han acompañado a los combustibles en el aumento de precios: el trigo, el azúcar, el maíz; el tema se desvíá lentamente hacia el examen de uno de los efectos de todo este proceso: la recesión en los principales centros industriales acompañada por niveles anormalmente altos de aumento en los precios.

¿Cómo puede explicarse esta situación de la presencia conjunta de cesantía e inflación? Aun a riesgo de ser simplista en un fenómeno de por sí complejo puede decirse que es un problema de la capacidad de ajuste de las economías. Efectivamente, el aumento de precios del petróleo debíá haber causado dos efectos fundamentales en los países industrializados:

⁵En el cuadro N° 1, donde aparecen las reservas internacionales de los principales países petroleros se observa su aumento desde 12.456 millones a fines de 1973 a 39.091 millones al término de 1974 y a 45.247 en junio de 1975. Conviene resaltar que las economías de estos países han tenido una capacidad de "absorción" de importaciones muy superior a lo previsto, como se deduce del cuadro N° 2.

Cuadro N° 1

Reservas internacionales de los países petroleros*
(En millones de Derechos Especiales de Giro a fines del período)

| | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 | 1974 | | | | 1975 | | |
|---------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------------|---------------------------|--------|
| | | | | | Mar. | Jun. | Sept. | Dic. | Mar. | Jun. | Jul. |
| Indonesia | 160 | 172 | 529 | 669 | 773 | 1.149 | 1.339 | 1.219 | S/D | S/D | S/D |
| Irán | 208 | 572 | 884 | 1.025 | 1.791 | 4.509 | 5.601 | 6.847 | 6.678 | 7.834 | S/D |
| Irak | 462 | 553 | 720 | 1.287 | 1.789 | 2.386 | 2.511 | 2.673 | 2.333 | 2.098 | S/D |
| Kuwait ¹ | 203 | 265 | 335 | 415 | 544 | 795 | 873 | 1.141 | 1.372 | 1.352 | 1.224 |
| Arabia Saudita | 662 | 1.330 | 2.303 | 3.214 | 4.032 | 5.875 | 9.728 | 11.667 | 15.245 | 16.645 | 17.281 |
| Libia | 1.590 | 2.455 | 2.694 | 1.763 | 2.054 | 2.484 | 3.101 | 2.953 | 2.392 | 1.905 | 1.761 |
| Siria | 55 | 81 | 124 | 399 | 469 | 691 | 636 | 682 | 965 | S/D | S/D |
| Argelia | 339 | 467 | 454 | 948 | 1.161 | 1.557 | 1.674 | 1.379 | 868 | 900 | S/D |
| Nigeria | 224 | 398 | 355 | 491 | 927 | 1.786 | 3.385 | 4.593 | 4.886 | 5.015 | 5.183 |
| Venezuela | 1.021 | 1.402 | 1.595 | 2.006 | 2.329 | 3.820 | 4.123 | 5.332 | 6.029 | 6.816 | S/D |
| Ecuador | 83 | 60 | 132 | 200 | 272 | 368 | 289 | 286 | 272 | 209 | 206 |
| Trinidad y Tobago | 43 | 64 | 54 | 39 | 50 | 80 | 215 | 319 | 289 | 334 | 444 |
| Total | 5.050 | 7.819 | 10.179 | 12.456 | 16.191 | 25.500 | 33.475 | 39.091 | 42.548² | 45.247³ | |

Fuente: International Financial Statistics, septiembre 1975

Nota: La información de Omán, Bahrain, Qatar y los Emiratos Arabes Unidos es muy incompleta y, por lo tanto, no se incluye.

* Incluye las disponibilidades de la autoridad monetaria (Bancos Centrales) en divisas, oro, Derechos Especiales de Giro y la posición de reservas en el Fondo Monetario. El primero de los ítem mencionados es, muy lejos, el principal.

¹ Solamente se consideran las disponibilidades del Banco Central. En este caso la mayor parte de las reservas están en poder del Gobierno (3.702 millones en marzo de 1974) y de los bancos comerciales (1.771 millones en mayo de 1975).

² Para sumar se supuso un monto de 1.219 millones para Indonesia, su saldo a fines de 1974.

³ Para Indonesia se supuso lo mismo que en la nota anterior y para Siria un saldo de 920, su saldo a fines de mayo de 1975.

Cuadro N° 2
Importaciones CIF
 (en millones de dólares)

| | 1968 | 1969 | 1970 | 1971 | 1972 | 1973 | % variación | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------------|---------|
| | | | | | | | 1974 | 1973-74 |
| Ecuador | 255 | 242 | 274 | 340 | 319 | 532 | 948 | 78 |
| Venezuela | 1.773 | 1.819 | 1.994 | 2.302 | 2.404 | 2.821 | 4.200 | 49 |
| Irán | 1.383 | 1.527 | 1.662 | 1.873 | 2.410 | 3.401 | 5.672 | 67 |
| Irak | 405 | 440 | 509 | 694 | 713 | 906 | 1.670 ¹ | 84 |
| Kuwait | 611 | 646 | 525 | 650 | 797 | 1.052 | 1.529 | 45 |
| Arabia Saudita | 573 | 750 | 711 | 815 | 1.136 | 1.974 | 3.473 | 76 |
| Siria | 312 | 369 | 360 | 446 | 545 | 613 | 1.230 | 101 |
| Argelia | 815 | 1.009 | 1.257 | 1.221 | 1.493 | 2.242 | 4.048 | 81 |
| Libia | 645 | 676 | 555 | 712 | 1.038 | 1.734 | 3.138 | 81 |
| Nigeria | 539 | 696 | 1.059 | 1.511 | 1.505 | 1.874 | 2.737 | 46 |
| Indonesia | 716 | 781 | 1.002 | 1.103 | 1.562 | 2.729 | 3.842 | 41 |

Fuente: **International Financial Statistics**, septiembre 1975.

¹Se supone que en el 4° trimestre de 1974 las importaciones fueron iguales al trimestre anterior.

caída del ingreso real y cambio en la estructura de precios.

Necesariamente, este último efecto es muy profundo, dada la magnitud en el alza de los combustibles, pero ha sido diferido en una cierta magnitud a través del tiempo permitiendo que el ajuste sea más lento. Las economías, que han sufrido caída del ingreso real y desocupación por el deterioro de sus términos del intercambio, han atenuado en parte estas manifestaciones tratando de mantener un cierto nivel de demanda efectiva, lo cual provoca inflación. El problema no es, por lo tanto, susceptible de ser analizado mediante el puro examen de las variables macroeconómicas más agregadas; se hace necesaria una interpretación que considere el comportamiento sectorial provocado por el cambio en los precios relativos. En síntesis, los países industrializados no han estado dispuestos a sufrir el costo económico, social y político de un ajuste instantáneo.

Los elementos anteriores configuran una situación económica y financiera a nivel mundial que está lejos de ser la más adecuada para discutir y pensar con claridad la reforma del sistema monetario internacional, sobretudo cuando el acuerdo entre los países productores de petróleo entre en la etapa de debilitamiento natural que ocurre en toda acción mancomunada de carácter oligopólico, donde tanto los socios como las presiones son demasiado numerosos.

1.2. El debate en los países desarrollados y subdesarrollados

El nuevo orden financiero era discutido hasta hace poco por los propios países industrializados con matices derivados de protestas aisladas de algunos de los más de cien países subdesarrollados virtualmente marginados del debate.

En materia cambiaria, la creciente vulnerabilidad del rígido sistema de paridades fijas con su secuela de movimientos desestabilizadores de capital de corto plazo que agudizaban los desequilibrios iniciales entre países, llevó a los países

industrializados a proposiciones que variaban desde tímidas ampliaciones de "bandas" y paridades móviles, o "crawling peg", a la flexibilidad cambiaria. En los hechos, las frecuentes flotaciones, preludio de un sistema que se acercaba a la flexibilidad cambiaria, superó la larga discusión sobre qué alternativa era más sensible a la especulación desestabilizadora.

La realidad en la mayoría de los países subdesarrollados era diferente: las crisis de balanza de pagos generalmente no eran provocadas por cambios en la dirección de los flujos de capital de corto plazo, ni por el ciclo económico,⁶ sino por su inestabilidad permanente, su debilidad extrema frente a las alteraciones de los mercados internacionales de materias primas y alimentos y la inflexibilidad de las variables económicas internas para ajustarse a los cambios en la estructura de su comercio exterior.

Como lo mostró la experiencia hasta fines de la década de los sesenta, también el ajuste de los desequilibrios de balanza de pagos fue enfrentado con políticas diferentes. Por una parte, los países desarrollados enfrentaron sus déficits o superávits sin recurrir a alteraciones de la paridad cambiaria, buscando la acción de los bancos centrales que absorbían, con alteraciones de sus niveles de reservas, los excesos de oferta o demanda que se generaban en el mercado cambiario. Si la situación no era transitoria, circunstancial, obviamente era necesario entrar a modificar el comportamiento de las variables que creaban las condiciones adversas en el sector externo. Aquí entraban a jugar las manipulaciones del nivel de la demanda global mediante el uso de la política fiscal, monetaria y crediticia. Los problemas de balanza de pagos requerían, en esa forma, de acciones que implicaban la contracción o expansión de toda la economía.

En los países subdesarrollados la historia se trazó en forma diferente. En general, estos países no utilizaron mé-

⁶Aunque ambos factores tendían a agravar el problema.

todos macroeconómicos, aunque intentaron mantener sus paridades cambiarias fijas. Pero, una vez producido el desequilibrio (generalmente un déficit), la mayoría de las naciones de reducido nivel de ingreso no contaban con reservas suficientes para que se restableciera naturalmente una situación favorable. Las políticas macroeconómicas no constituían un recurso viable porque el ajuste en la demanda global compatible con el equilibrio de la balanza de pagos implicaba reducciones no soportables del empleo y del ingreso real. Dentro de ese cuadro: tipo de cambio fijo, carencia de reservas y uso limitado de las variables macroeconómicas, no quedaba como herramienta de corrección sino el uso de los controles, impuestos y subsidios directos sobre el propio sector externo. Durante varias décadas, y sobre todo como consecuencia de la gran crisis y la segunda guerra mundial, los países subdesarrollados, especialmente los latinoamericanos, han utilizado instrumentos de ese tipo para solucionar sus crisis de balanza de pagos. El surgimiento de la "ideología cepaliana", el fenómeno de la industrialización forzada y la sustitución de importaciones refuerzan este cuadro. Los últimos años muestran una reversión de esta tendencia en forma cada vez más aguda.

2. ALGUNAS DEFINICIONES

En materia cambiaria, muchas veces la terminología no se precisa lo suficiente, con lo cual abundan los equívocos. Expresiones tales como tipo de cambio libre, fijo, flexible, real, nominal, programado, son utilizados como conceptos que no caben dentro del mismo campo de análisis. Esto nos lleva a intentar esbozar una descripción de los diferentes términos que se emplearán más adelante, con el objeto de ordenar la exposición.

2.1. Tipo de cambio fijo y flexible

Estos términos los emplearemos como contrapuestos y dicen relación al papel que le cabe a la autoridad cambiaria en la determinación del nivel del tipo de cambio, o sea, en su grado de intervención en el precio de las divisas. Se dirá que es fijo cuando existe una autoridad cambiaria (en general los bancos centrales) que a través de su acción en el mercado de divisas determina la cotización a la cual se deben transar las diversas monedas extranjeras. Es decir, una vez determinado el precio respectivo por la autoridad, ésta entra a comprar los excesos de oferta de divisas y a vender monedas extranjeras para satisfacer los excesos de demanda que se requieran en el mercado. Por lo tanto, está implícito en este esquema que la autoridad cambiaria tiene el suficiente poder regulador, de carácter monopólico o monopsónico como para mantener el nivel mediante su sola acción.⁷ El Convenio constitutivo del Fondo Monetario Internacional es un texto donde se consagran las obligaciones de los países miembros para mantener estas paridades fijas en el sentido expuesto anteriormente.⁸

La existencia de un tipo de cambio flexible implica que la autoridad no interviene en el mercado en la determinación del precio, o bien, actúa como un agente más sin mayor influencia en la cotización. Los diferentes actores económicos por su sola acción como oferentes o demandantes son quienes asumen ese papel. En esas condiciones, las cotizaciones de las monedas extranjeras sufren variaciones a través del tiempo en magnitudes dependientes de la naturaleza y características del mercado. Obviamente, el Banco Central al dejar de sustentar las paridades, no necesita llevar a cabo una política de reservas internacionales. De hecho, una política

⁷ Este poder es limitado, en el sentido que existen cotas para la acumulación o pérdida de reservas que puede soportar un Banco Central. El caso de la crisis cambiaria de Chile en 1961, después de 3 años de paridad fija o las crisis de los países industrializados en los últimos años, son indicadores demostrativos.

⁸ Véase, especialmente, el artículo IV del Convenio.

de tipo de cambio flexible implica que el Banco Central requiere de una magnitud menor de reservas internacionales brutas que si mantuviera un sistema de paridades fijas⁹, ya que los ajustes se producen por la vía de modificaciones en el precio. Es por eso que muchas veces se ha mencionado que los banqueros centrales tienen una tendencia instintiva a preferir el cambio fijo (lo cual significa administrar una masa importante de recursos financieros) al sistema flexible (donde el banquero sólo tiene el papel de observador).

2.2. Control y libertad cambiaria

A diferencia del punto anterior, donde nuestra preocupación era examinar si la autoridad cambiaria ejercía o no una acción reguladora sobre el precio de la divisa, aquí nos interesa saber si esta autoridad tiene algún grado de control o establece limitaciones sobre la acción de los agentes económicos que intervienen en el mercado, sean estos oferentes o demandantes, tales como restricciones o barreras a la entrada o salida.

El mercado será libre cuando los agentes económicos puedan realizar cualquier tipo de transacción sin estar sometidos a limitaciones, tales como restricciones a los pagos recibidos o enviados al exterior y a las transferencias por transacciones internacionales corrientes.¹⁰ Si adoptamos esta definición, un mercado libre puede operar tanto con tipo de cambio fijo como con uno de naturaleza flexible; en el primer caso, la autoridad cambiaria solo cumplirá el papel de comprar o vender los excedentes o déficit que se produzcan en el mercado, pero sin imponer ningún tipo de

⁹ Estrictamente hablando, con tipo de cambio flexible, el Banco Central no requeriría de reservas internacionales para los efectos de regulación de mercado. Solamente cabría algún tipo de acción en casos de variaciones estacionales o, en términos keynesianos, para los motivos de precaución y especulación.

¹⁰ Para mayor precisión, véase el artículo VIII del Convenio constitutivo del Fondo Monetario Internacional.

restricciones o controles a dichas compras o venta's, ya sea en relación a las características del agente económico o a la naturaleza de la operación.¹¹

Por otra parte, el mercado será controlado cuando se de la situación inversa, es decir, existan impedimentos para que los agentes económicos puedan realizar todas las operaciones que ellos deseen. Las herramientas de control cambiario son de muy variada naturaleza y van desde impedimentos o limitaciones para realizar algunas operaciones, especialmente movimientos de capital y sus servicios, hasta controles administrativos, implantación de plazos mínimos de remesa de los cambios al exterior y máximos para el retorno de divisas provenientes de exportaciones de bienes y servicios, establecimiento de impuestos especiales, comisiones y otros gastos adicionales, etc.

En el caso de control de cambios, éste puede operar tanto con paridades fijas como flexibles. La experiencia ha mostrado un grado de asociación estrecha entre controles y tipo de cambio fijo.

En definitiva, para establecer si existe libertad o control cambiario debe examinarse si la autoridad interviene o no en el acceso al mercado de los diferentes agentes económicos y en si hay limitaciones a la acción de los oferentes o demandantes.

Conviene aclarar que las anteriores precisiones tienen un objetivo más que todo teórico, pues en la realidad los sistemas son bastante menos "puros". Un buen ejemplo es el actual procedimiento de flotación de las monedas empleado por los países industrializados, que combina en diversos grados todos los elementos antes mencionados. La flotación, por ejemplo, desde el punto de vista de la intervención de los bancos centrales está en una situación intermedia entre el tipo

¹¹ A vía de ejemplo, esta situación se dio en Chile en el período 1959-1961.

de cambio fijo y flexible, ya que la autoridad permite la fluctuación dentro de ciertos límites programados de antemano, realizando una acción rectificadora mediante el uso de reservas cuando lo estima necesario. Además, la flexibilidad es mayor respecto a algunas monedas, e inexistente frente a otras.¹² Por otra parte, la libertad cambiaria también es limitada en esos países.

2.3. Tipo de cambio nominal y real

El fenómeno inflacionario impone confusiones adicionales en la terminología, que llevan a diferenciar los conceptos de tipo de cambio nominal y real. El primero expresa la cotización de las divisas extranjeras en moneda corriente del país que se trata y en valores de cada fecha respectiva; el tipo de cambio real intenta representar el poder de compra efectivo que tiene la moneda de un país y, por lo tanto, corrige la cotización nominal por las variaciones internas y externas de los respectivos niveles de precios.

Un país que mantiene fijo a través del tiempo su tipo de cambio nominal, en circunstancias que sufre una inflación interna mientras en el resto del mundo existe estabilidad de precios, verá que disminuye progresivamente su tipo de cambio real. Por otra parte, se puede observar que un país con cambio flexible e inflación interna verá como el tipo de cambio nominal crecerá progresivamente (todo lo demás constante), mientras el tipo de cambio real se mantendría relativamente estable, con pocas variaciones.

Se presentan normalmente dificultades de terminología con aquellos países que al sufrir de inflaciones internas más o menos significativas utilizan el procedimiento de realizar

¹² Una excelente descripción del sistema puede verse en Carlos Massad, "Reforma del Sistema Monetario Internacional y los países Subdesarrollados", Banco Central, Boletín Mensual N°559, septiembre 1974.

devaluaciones periódicas y por pequeños montos.¹³ En estos casos el sistema cambiario corresponde a una situación que podemos describir como:

- **Cotización fija.** La autoridad monetaria, a través de su acción, interviene en el mercado para determinar el precio.
- **Control de cambios.** Los mercados no son libres, existiendo trabas especiales a los movimientos de capital y sus servicios.
- **Tipo de cambio nominal variable periódicamente.** Con las devaluaciones sucesivas las cotizaciones experimentan variaciones en términos nominales.
- **Tipo de cambio real relativamente constante.** En la medida que las modificaciones en la paridad cambiaria sigan aproximadamente la tendencia de los niveles de precios interno y externo.

3. EL AJUSTE DE LA BALANZA DE PAGOS

La naturaleza del ajuste de la balanza de pagos está íntimamente relacionada con el tipo de política cambiaria que siga un país. Si éste adopta un sistema de tipo de cambio flexible parece obvio que difícilmente se producirá un desequilibrio en la balanza de pagos. Las tendencias al déficit se corregirán a través de un aumento del tipo de cambio y aquéllas al superávit mediante una disminución de la cotización, sin que sea necesaria la intervención de la autoridad y, por lo tanto, la "política" se reducirá solamente a una definición de la naturaleza flexible del sistema.

¹³ En el caso de Brasil, Colombia y Chile durante 1965-1970 y desde fines de 1973 aunque en el último período las devaluaciones son periódicas, pero no muy pequeñas. Se le ha denominado también como un sistema de tipo de cambio "programado".

Dado lo anterior, al hablar de desajuste o desequilibrio, la referencia obligadamente se hace para casos de tipos de cambio fijo. No corresponde aquí hacer un alegato sobre las ventajas o desventajas de ambos sistemas, ¹⁴ en consecuencia, se supone que el país que ha adoptado un sistema de cotización fija lo ha hecho por ser el más conveniente para su caso particular.

Ya se ha hecho mención a los diferentes sistemas de ajuste que es posible utilizar para solucionar un desequilibrio en la balanza de pagos. Con el propósito de ordenar un poco el análisis, se clasificarán en la siguiente forma:

- a) Desajustes transitorios
 - variación de las reservas internacionales
 - variación del nivel de endeudamiento

- b) Desajustes permanentes o "fundamentales"
 - modificación del nivel de ingreso
 - controles de comercio exterior y cambios
 - modificación de la paridad cambiaria

3.1. Los desajustes transitorios de balanza de pagos

Corrientemente se argumenta que una de las ventajas más importantes del sistema de paridades fijas es la estabilidad que otorga a los agentes económicos relacionados con el sector externo, lo cual les permite efectuar previsiones ciertas hacia el futuro. En ese cuadro la aparición de un desequilibrio circunstancial o transitorio en la balanza de pagos no debería llevar al país a modificar su paridad cambiaria, sino a utilizar otros mecanismos correctivos.

¹⁴ Sobre esa materia puede verse el artículo de Ricardo Ffrench-Davis "Dependencia, Subdesarrollo y Política Cambiaria", en Banco Central de Chile, *Estudios Monetarios II*, 1970, o en *El Trimestre Económico*, vol. 37, N° 146, abril-junio 1970.

En este contexto se entiende por desajuste transitorio la modificación circunstancial de alguna de las variables que determinan el resultado de la balanza de pagos, la cual sería seguida por un retorno posterior a las anteriores condiciones de normalidad. Tal puede ser el caso de una caída ocasional en el precio de uno o varios productos importantes de exportación o importación, alejándose transitoriamente de su tendencia de mediano o largo plazo, la entrada o salida extraordinaria de una corriente de capitales extranjero, el incremento del quantum de importaciones por una mala cosecha o su reducción por la producción excepcionalmente alta en un período determinado, etc.

Si se acepta como inconveniente la modificación del tipo de cambio para enfrentar esta clase de fenómenos, para corregir el desequilibrio se hace necesario recurrir ya sea a las reservas internacionales (su aumento o disminución) o a la variación del saldo acreedor o deudor con el extranjero. Lo primero nos lleva a uno de los motivos por los cuales aparece como conveniente que un país mantenga reservas internacionales;¹⁵ si el nivel de largo plazo mantenido es óptimo, el país podrá financiar los déficit transitorios de magnitudes "normales" mediante la pérdida de reservas por el Banco Central o acumulando divisas si se trata de un superávit.

Un método alternativo es modificar el saldo acreedor o deudor con el exterior. En caso de déficit habría que recurrir al endeudamiento de corto plazo; si es superávit, otorgar créditos al exterior, por ejemplo, comprando activos internacionales tales como bonos o aceptaciones bancarias. La decisión sobre una u otra fórmula (política de reservas o modificaciones del endeudamiento externo de corto plazo) dependerá de una serie de condiciones (estructura de tasas de interés, fluctuabilidad de las exportaciones, etc.) que no se

¹⁵ Tampoco corresponde aquí entrar a detallar los elementos a considerar para formular una política óptima de reservas internacionales. Véase al respecto la Memoria de Prueba de Roberto Zahler, Política de Reservas Internacionales, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Chile, 1971.

pueden discutir en estas páginas.

En esta forma, la situación de desajuste transitorio del sector externo no implicará tener que modificar las variables que conforman la política de mediano y largo plazo: tipo de cambio, estructura arancelaria, sistema de controles ni nivel de demanda agregada,¹⁶ con lo cual no se producirán efectos innecesarios sobre la acción real de los agentes económicos en sus decisiones de largo plazo tales como el nivel y composición del ahorro y la inversión o la composición del consumo.

3.2. Los desajustes permanentes o "fundamentales"

3.2.1. Significado de los superávit y déficit de la balanza de pagos

Conviene partir diciendo que cuando se produce un desequilibrio de naturaleza permanente en la balanza de pagos, éste no puede perdurar durante un lapso de tiempo muy largo.

A diferencia de lo que se piensa en los medios no informados, un superávit reiterado en la balanza de pagos es extremadamente pernicioso. En definitiva se traduce en una acumulación de reservas internacionales que si superan un nivel óptimo significará que en términos reales el país ha intercambiado bienes o servicios (exportaciones netas) por "papeles" - no otra cosa son las reservas en exceso. Se puede argumentar que este exceso de reservas se puede depositar en el exterior o prestar en otra forma ganando un interés como remuneración; pero, nuevamente, los intereses se perciben en forma de divisas y, por lo tanto de "papeles" adicionales. En defi-

¹⁶ Se supone que los efectos monetarios que produce la variación del nivel de reservas y/o endeudamiento son neutralizados a través de una adecuada programación monetaria y global. Es cierto que en los países subdesarrollados este tipo de acciones presentan serias dificultades de implementación por la imperfección de los instrumentos de control monetario, en especial la carencia de condiciones para realizar operaciones de mercado abierto.

nitiva, la acumulación de reservas internacionales por sobre un nivel óptimo implica transferencia real de recursos al exterior, conceder un crédito al extranjero en la forma de documentos o divisas, los cuales no tienen costo para quien las emite (sólo el costo de impresión de los billetes o documentos de pago). En esas circunstancias, ningún país está dispuesto a acumular indefinidamente "papeles", pues significa transferir permanentemente recursos reales al exterior.

Lo que ocurre en algunas ocasiones es que los países que se ven enfrentados a superávits considerables en sus balanzas tienen una capacidad muy limitada de absorción de esos recursos financieros adicionales. Este no es sólo un problema en la esfera real ya que se traduce adicionalmente en presiones inflacionarias. El caso actual de los países exportadores de petróleo es una buena prueba de las dificultades de gastar las reservas internacionales acumuladas en exceso en un período de tiempo muy corto.¹⁷

El caso del déficit es el inverso; significa recibir una transferencia de bienes y servicios (los cuales al consumirse aumentan el bienestar actual de la población, o al invertirse, el nivel futuro de consumo) a cambio de "papeles". Estos papeles pueden tomar la forma de pérdida de reservas, que si caen por bajo el nivel óptimo implican un costo real para el país, o de aumento del endeudamiento externo. Si ocurre esto último, a los países les conviene tener permanentemente déficit en sus balanzas de pagos. Surge entonces la pregunta, ¿por qué un déficit es visualizado como algo negativo para el país que lo genera? Hay dos motivos para ello:

i) El déficit de un país no puede existir sin que uno o varios países tengan un superávit, es decir, financien al país deficitario. Como hemos visto, esto genera una reducción del bienestar actual de los países con excedente, situación que tratan de modificar, lo cual se traduce en presiones de los países superavitarios sobre los deficitarios para que modifi-

¹⁷ En algunos casos, puede suceder que un país esté dispuesto a mantener durante un cierto período un superávit si esto genera efectos dinámicos importantes sobre el desarrollo económico.

quen este comportamiento, aparte de los propios esfuerzos que realizan para corregir la distorsión.

ii) El país deficitario en una primera etapa puede financiar su desequilibrio utilizando sus reservas internacionales brutas pero, una vez agotadas éstas, se ve en la obligación de recurrir al crédito externo. Cuando este ha alcanzado un nivel estimado como excesivo por los acreedores, se inicia la presión sobre el deudor para que corrija las políticas económicas que están generando el desequilibrio. Ha sido tradicional que el Fondo Monetario Internacional, a requerimiento de los acreedores, exija una modificación de la situación de balanza de pagos del país desfinanciado (cartas de intenciones, créditos stand-by). Entonces, es imposible que un país "aproveche" indefinidamente una posición deudora. El país deficitario ve progresivamente como se acrecienta su dependencia política y económica de los acreedores, los cuales entran e imponen condiciones, incluso respecto al manejo de la política económica interna.

La conclusión obvia es la imposibilidad de mantener indefinidamente un desequilibrio en la balanza de pagos. El superávit no conviene al país, el déficit no es permitido por los demás.¹⁸

3.2.2. La variación del nivel de ingreso como sistema de ajuste del desequilibrio

Ya se han dicho anteriormente algunas palabras sobre este tema, al referirnos al caso de los países industrializados. Por otra parte, la literatura en esta materia es lo suficientemente abundante y conocida como para que no sea necesario reiterar conceptos.

¹⁸Una excepción notable es el caso de los Estados Unidos, el cual mantuvo hasta fines de la década del 60 un déficit permanente de balanza de pagos, transformándose en una especie de Banco Central a nivel mundial. En menor medida ocurrió con el Reino Unido y su área esterlina y en la actualidad acontece con los países que poseen monedas de reserva.

Conviene hacer una aclaración sobre las causas de las reticencias de los países subdesarrollados y, en especial, los latinoamericanos, en la utilización de este sistema de ajuste. La principal razón surge de la observación de su estructura de comercio exterior, donde las exportaciones están basadas en una serie limitada de productos que son dedicados al consumo externo y con muy pocas posibilidades de volcarlos a la economía doméstica. En cambio, en el caso de los países industrializados se observa una gran cantidad de mercaderías que pueden indistintamente ser destinadas a la exportación o al mercado interno ante pequeñas variaciones en los niveles de ingreso o precios. La gran flexibilidad de la estructura de producción en las naciones desarrolladas permite el uso de los mecanismos de ajuste que comentamos, a diferencia de nuestros países donde serían necesarios cambios en magnitudes considerables para obtener respuestas del sector exportador. Es así que ante un superávit de balanza de pagos, el uso de una política monetaria y/o fiscal expansiva no se traduciría en un desplazamiento significativo de los productos de exportación hacia el mercado interno.¹⁹ Se agrava este problema con la inflexibilidad de los factores productivos a desplazarse entre distintas actividades, lo cual retarda considerablemente el proceso de ajuste.

En el sector de las importaciones ocurre algo parecido. Las sucesivas crisis de balanza de pagos experimentadas por los países subdesarrollados, especialmente en las décadas de los 50 y primera mitad de los años 60, derivadas, entre otros factores, de la imposibilidad de recuperarse satisfactoriamente de la gran crisis y las restricciones de la segunda guerra mundial, llevaron a esos países a sustituir sus importaciones en grados extremos, de manera de que el llamado "margen comprimible" es muy escaso y, por lo tanto, una situación de balanza de pagos deficitaria, de ser enfren-

¹⁹ Este fenómeno es especialmente claro en el caso de los exportadores de materias primas mineras como el petróleo, cobre, estaño, hierro, etc. En el caso de los alimentos, particularmente los de tipo tropical, ocurre algo parecido.

tada con políticas contractivas se traduce fundamentalmente en una drástica reducción de la demanda por bienes de origen nacional y no en la de importados, ya que las demandas de éstos últimos son relativamente inelásticas. El resultado, entonces, será una leve reducción de las importaciones y una significativa caída de la producción y el empleo. *

La subordinación de las políticas monetaria y fiscal al equilibrio del sector externo no ha sido, en consecuencia, una herramienta de manejo económico muy socorrida por los países latinoamericanos.

3.2.3. Los controles y otras limitaciones en el sector externo

La aceptación de los tipos de cambio fijos como un sistema adecuado y la imposibilidad de tener éxito con políticas macroeconómicas han llevado a los países pobres a tener que recurrir a los controles para solucionar las crisis en el sector externo, sobre todo si pensamos en los innumerables casos de déficit, ya que sólo en los últimos años y a causa del alza de precios del petróleo han aparecido superávits de tipo permanente.

En general, puede decirse que a diferencia del tipo de cambio, que constituye la herramienta más eficaz de carácter global para pretender un equilibrio, los controles han tenido un carácter selectivo. No es el momento de hacer un análisis detallado de las diferentes formas que han adoptado las restricciones e incentivos que se han implementado, pero conviene anotar que el mecanismo ha sido diferente para cada tipo de transacciones y, en muchos casos, se han superpuesto medidas diferentes en la búsqueda de un mismo objetivo.

Puede decirse que han surgido dos problemas básicos con el uso de este tipo de políticas:

i) El control, más que modificar el comportamiento de la variable que está generando el desequilibrio actúa sobre los efectos que ella produce; no se actúa sobre las causas que generan el problema. Si hay un exceso de demanda de importación por alguna razón exógena como, por ejemplo, que un sector productivo interno quede desplazado por un avance tecnológico de competidores extranjeros, al establecerse una cuota de importación se reduce efectivamente la presión sobre la salida de divisas, pero no desaparece el exceso de demanda. Este fenómeno crea un problema adicional, cual es que si nuevamente vuelve a aumentar la demanda (o se reduce la oferta), es necesario entrar a un racionamiento adicional y, por lo tanto, más difícil aun de implementar adecuadamente, situación que no ocurre si la corrección hubiera sucedido a través de la reducción del nivel de ingreso o por la vía cambiaria.

ii) El sistema de controles y restricciones al comercio exterior, los servicios y los movimientos de capital han llevado a las economías que los han ido implantando a un grado de ineficiencia progresivo demasiado notorio como para persistir en su desarrollo. El proteccionismo excesivo, la discriminación en contra de las exportaciones, la pérdida de recursos productivos generada por el burocratismo, la incertidumbre sobre el futuro y las variaciones constantes de las políticas, han conformado un cuadro tal que los gobiernos latinoamericanos que extraen experiencias de su propio pasado y del de los vecinos, cada vez tienen una mayor decisión de abandonar las prácticas discriminatorias, ya que aparte de reducir la tasa de crecimiento del producto, establecen de hecho situaciones de carácter monopólico no deseables.

En esta tendencia la contribución de los esfuerzos integracionistas ha sido decisiva. Es de destacar la claridad con que los países miembros del Pacto Andino y la Junta del Acuerdo han enfrentado el tema de las políticas económicas del sector externo. En síntesis, va apareciendo con énfasis el pensamiento que el tipo de cambio es el instrumento más

adecuado para obtener el equilibrio global de balanza de pagos, mientras el arancel aduanero constituye la herramienta de carácter selectiva más eficaz; en este cuadro aparecen como claramente inconvenientes los controles, tanto al comercio exterior como a los pagos internacionales.²⁰

3.2.4. La política cambiaria como instrumento para corregir los déficit permanentes de balanza de pagos

Resumiendo todo lo anterior tenemos que:

i) Las sucesivas crisis del sistema monetario internacional han llevado a aceptar una mayor flexibilidad cambiaria como positiva.

ii) Los países subdesarrollados consideran que las modificaciones del nivel de ingreso para solucionar los desequilibrios de balanza de pagos no logran su objetivo sino a costa de reducciones insoportables del ingreso real y el empleo.

iii) Los controles y herramientas discriminatorias han mostrado ser ineficaces frente a los desajustes, y, adicionalmente, retardan el desarrollo al generar ineficiencias en la asignación de recursos.

Dadas las tres proposiciones anteriores, se infiere que para enfrentar un desequilibrio permanente o "fundamental" el instrumento más adecuado es la política cambiaria.

Lo que queda por definir es el tipo de política más adecuada para los países subdesarrollados. Ante la enorme variedad de casos diferentes que muestra la realidad, parece

²⁰ Es claro que en algunos casos específicos y transitoriamente puede ser conveniente establecer controles al comercio exterior, por ejemplo, para reducir la importación de algunas mercaderías con demandas muy inelásticas. Por otra parte, un control de cambios mínimo es necesario para lograr una mayor estabilidad del sector externo de muchos países subdesarrollados.

conveniente hacer referencia al caso específico de Chile, que ha experimentado diferentes políticas durante los últimos años. Para ello seguiremos la clasificación adoptada anteriormente.

a. **Flexibilidad.** En todas las experiencias del pasado y también en la actual política, se ha mantenido el tipo de cambio fijo. El argumento principal es la imposibilidad de tener un mercado competitivo, ya que el cobre representa un porcentaje muy alto entre los valores de exportación (entre el 70 y el 80% del total en el último decenio), con lo cual la Corporación del Cobre, entidad estatal que realiza las ventas en el exterior, tendría un poder monopólico sobre el mercado de divisas si existiera un tipo de cambio flexible. Como parece obvio, de existir un control monopólico en el mercado es preferible que lo ejerza la autoridad cambiaria y no un vendedor de cobre.

Adicionalmente, se ha argumentado que no es viable un mercado de futuros, no sólo por la carencia de un desarrollo suficiente del mercado de capitales sino también por la posibilidad que el sistema funcione con un signo desestabilizador.

b. **Libertad de cambios.** En esta materia las experiencias han sido variadas

Entre 1959 y 1961 existió libertad de cambios, la cual finalizó con la crisis de fines de 1961 motivada por un tipo de cambio fijo mientras existía inflación interna. Se suspendió la libertad por el agotamiento de las reservas internacionales motivada adicionalmente por las expectativas de devaluación.

Entre 1962 y 1964 se implantó un rígido control de cambios a causa de la aguda crisis anterior.

Entre 1965 y 1970 se fue simplificando progresivamente el sistema de controles, pero no desapareció la obligatoriedad de registro de los pagos en el Banco Central.

Entre 1971 y 1973 se implantó un control de cambios muy rígido y discriminatorio, fundado en el intento de manejar el sector externo a través de un presupuesto de divisas.

Desde 1974 a la fecha se aplicó una simplificación del sistema manteniendo los controles básicos.

Existe la creencia que es necesario mantener el sistema de controles para evitar fugas masivas de divisas o entradas no deseadas al variar las expectativas respecto al comportamiento de las variables económicas, problema especialmente delicado en vista de vulnerabilidad de la economía ante fenómenos de este tipo. Por otra parte, la necesidad de mantener un control sobre la oferta monetaria y el nivel de crédito interno y externo obligan a establecer un control de cambios mínimo.

c. Tipo de cambio real. En esta materia también la situación chilena ha pasado por diferentes períodos.

Entre 1959 y 1961 se mantuvo fijo el tipo de cambio nominal. La inflación interna hizo que el cambio real experimentara una reducción permanente, lo cual provocó, en gran parte, la crisis de 1961.

Entre 1962 y 1964 se mantuvo fija la paridad nominal por varios meses y se realizaron devaluaciones espaciadas en vista que continuaba la inflación. El tipo de cambio real experimentó violentas fluctuaciones a causa de las devaluaciones distanciadas en el tiempo.

Entre 1965 y 1970 se llevó a cabo una política de pequeñas devaluaciones periódicas (una o dos veces al mes) de manera que el tipo de cambio real mantuviera valores estables a través del tiempo, ya que continuaron tasas de inflación que fluctuaron entre el 20 y 35 por ciento. Esta es la política que se le llamó de tipo de cambio "programado".

Entre 1971 y 1973 el programa del gobierno de ese entonces estimó que devaluar era "escandaloso" y, por lo tanto, prometió no volver a modificar la paridad. La inflación interna redujo significativamente el nivel real (se mantuvo fijo el tipo de cambio nominal), provocando, junto a una inadecuada política de comercio exterior, un significativo déficit de balanza de pagos que derivó en la primera devaluación de diciembre de 1971, la cual fue seguida por nuevas modificaciones en los años 1972 y 1973 que tuvieron un carácter espaciado y en magnitudes importantes.

Desde 1974 hasta el presente se volvió al régimen de devaluaciones continuadas de manera de mantener un tipo de cambio real relativamente constante en el tiempo. Sin embargo, la magnitud considerable de la inflación ha hecho que el nivel real de la divisa experimente variaciones importantes entre cada devaluación.

La experiencia chilena en esta materia ha sido muy clara en el sentido que mientras se mantengan tasas de inflación importantes (superiores al 15 o 20 por ciento anual), es necesario modificar la paridad cambiaria en magnitudes reducidas y en forma continua. En esa forma la principal variable de política económica del sector externo se mantiene constante a través del tiempo permitiendo a los diferentes agentes económicos hacer sus proyecciones hacia el futuro con algún grado de certeza.

3. 2. 5. El tipo de cambio de largo plazo

Si un país desea mantener un tipo de cambio fijo y resolver las dificultades transitorias de balanza de pagos mediante variaciones en el nivel de reservas o endeudamiento de corto plazo, reservandolas modificaciones reales de la paridad sólo cuando aparezca un desequilibrio "fundamental", se encuentra con el serio problema práctico de distinguir los desajustes circunstanciales de los permanentes, así como encontrar una estimación adecuada del tipo de cambio de equilibrio.

La búsqueda del nivel adecuado de las paridades cambiarias presenta dificultades extremadamente graves. Una buena prueba de ello es que los países industrializados, para encontrar la cotización correcta, tuvieron que "flotar" sus monedas ante la imposibilidad de "programar" de antemano un valor adecuado.

En los países subdesarrollados donde se considere inadecuado tener una cotización flexible, la implementación del tipo de cambio de equilibrio o social a mediano o largo plazo es aun más difícil. Fiénsese en el caso de Chile, donde alrededor del 75 por ciento de los ingresos de exportación provienen del cobre, cuyo precio internacional ha mostrado una fluctuabilidad extrema. En estos momentos es realmente cuestionable cualquier cálculo sobre el precio de tendencia del metal en un rango entre los 65 centavos y el dólar por libra de cobre electrolítico. Sin embargo, ambos extremos llevan a resultados muy diferentes en las estimaciones de la balanza de pagos y, por consiguiente, al planteamiento de políticas cambiarias disímiles.

Al hecho anterior se agrega el del endeudamiento externo, ya que a cada nivel corresponde a su vez un distinto tipo de cambio.

Muchas veces se ha intentado hacer cálculos de tipos de cambio de paridad basados en la teoría del poder de compra de una canasta de bienes o mediante el examen de las fluctuaciones de los niveles de precios.

Si bien pueden ser considerados como antecedentes importantes en el cálculo del precio de equilibrio de la divisa, presentan dificultades extremadamente serias que las podríamos listar así:

- no resuelven las dificultades anteriores que hemos mencionado

- en los índices o "canastas" se incluyen bienes no transables en el comercio exterior y dejan de lado las transacciones que no integran la balanza comercial, sean corrientes o de capital.
- no se consideran los cambios en la estructura de la balanza, los cuales pueden estar determinando un desequilibrio.

La búsqueda del nivel del tipo de cambio social, esencial para determinar cuando un desajuste es transitorio o permanente, ya que si éste está calculado correctamente el país debe limitarse a absorber las variaciones de las reservas internacionales, se ve acompañada por la dificultad para detectar si los cambios en las variables determinantes de la balanza de pagos son meramente circunstanciales o de naturaleza definitiva.

Todo lo anterior lleva a la necesidad de que los países destinen importantes esfuerzos a la investigación de las variables que condicionan el comportamiento del sector externo, ya que errores de información o de estimación traen consigo efectos demasiado decisivos para la estabilidad y el desarrollo como para no volcar recursos humanos en el aprendizaje de estos fenómenos.