

Atraso cambiario y crisis de la balanza de pagos

Alberto Pascó-Font Quevedo

Economista. Investigador del Grupo de Análisis para el Desarrollo, GRADE. Profesor de Economía de la Universidad del Pacífico.

A pesar de los éxitos de la actual política económica en controlar la inflación, el país se encuentra atravesando por una profunda recesión: la producción decrece y el desempleo aumenta. Los economistas culpan de este resultado a dos factores: altas tasas de interés reales que encarecen el crédito y el atraso cambiario que desalienta las exportaciones y por el contrario fomenta el consumo de bienes y servicios importados. En este artículo quisiera centrarme en este último factor: el atraso cambiario y sus implicancias.

En primer lugar, es importante definir qué se entiende por atraso cambiario. Se dice que existe atraso cambiario cuando el tipo de cambio (soles por dólar) se encuentra **relativamente** por debajo del tipo de cambio que existía en cierto periodo que se considera de "equilibrio". Al estar el tipo de cambio "bajo", los bienes producidos en el Perú resultan caros en dólares. Un ejemplo ilustra el punto. Si hace diez años el tipo de cambio era de 0.5 soles por dólar y una camisa costaba 5 soles, el precio en dólares de la camisa era de diez dólares. Si en la actualidad el tipo de cambio está en 2 soles pero la camisa cuesta 40 soles (es decir 20 dólares) el precio en soles del dólar ha subido más lentamente que el precio en

soles de las camisas (es decir, "se ha atrasado").

Es importante notar que en este ejemplo, a pesar de que el tipo de cambio nominal se ha incrementado de 0.5 a 2 soles, la capacidad de compra real del dólar ha bajado (antes un dólar compraba un décimo de camisa, ahora compra un veinteavo), los economistas dirían que el tipo de cambio real ha disminuido.

El atraso cambiario afecta negativamente a la producción nacional que compite con productos importados, ya que un tipo de cambio bajo favorece la compra de productos importados. A su vez, un tipo de cambio bajo ocasiona que las exportaciones sean poco rentables. Si las importaciones son mayores que las exportaciones el país perdería reservas internacionales generándose una crisis en la balanza de pagos ⁽¹⁾. De hecho, las estadísticas oficiales del Banco Central de Reserva (BCR) sobre la evolución reciente de la balanza de pagos revela que la cuenta corriente de la balanza de pagos arroja un déficit de 2,065 millones de dólares. Muchos economistas, alarmados al verificar la magnitud de este déficit se han preocupado por una inminente crisis de la balanza de pagos.

¿Qué es una crisis de la balanza de pagos?

(1) La balanza de pagos es el registro contable de las transacciones de los residentes de un país con el resto del mundo. Está subdividida en dos cuentas principales: la cuenta corriente (que registra las transacciones de bienes y servicios) y la cuenta de capitales (que registra los flujos de capitales tales como deuda, inversiones financieras, etc.; de corto y largo plazo). El resultado de la balanza de pagos es el cambio en las reservas internacionales del país. Si este resultado es positivo el país se encuentra ganando reservas, si es negativo se pierden reservas.

INTERDISCIPLINARIA

Usualmente una crisis de balanza de pagos está asociada a la pérdida de confianza en el valor nominal del tipo de cambio: los agentes económicos desconfían de que el tipo de cambio se pueda mantener en su nivel actual y comienzan a comprar dólares presionando por una fuerte devaluación de la moneda nacional. En este contexto, una fuerte devaluación del sol ocasionaría fuertes presiones inflacionarias y echaría por tierra lo avanzado en términos de control de la inflación.

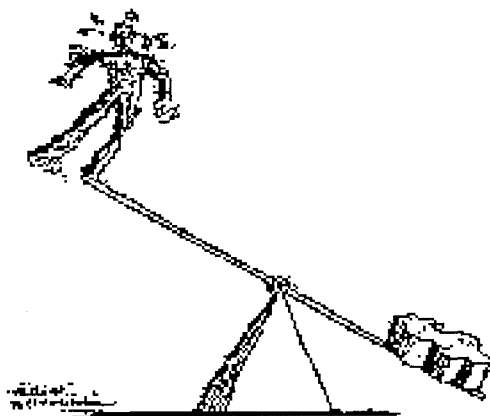
*“ Al estar el tipo de cambio
“bajo”, los bienes producidos en
el Perú resultan caros en
dólares ”*

¿Por qué los agentes económicos comienzan a desconfiar del valor del tipo de cambio? Por diferentes razones. Por ejemplo, en un sistema de tipo de cambio fijo se supone que el público puede comprar y vender al BCR todos los dólares que quiera a un determinado tipo de cambio. Si se observa una reducción en el stock de las reservas internacionales, es decir en el monto total de activos netos extranjeros (incluyendo dólares) que posee el BCR, entonces la gente puede comenzar a desconfiar que el BCR siga respetando el tipo de cambio y lo devalúe (eleve su valor nominal). Ante este temor, todos los agentes comienzan a comprar dólares, y como efectivamente el BCR no tiene los dólares para abastecer esta demanda, se termina devaluando el sol hasta que la presión por compra de dólares desaparece. Si esta situación se produce se dice que ha habido una crisis de balanza de pagos, es decir se ha producido una devaluación brusca de la moneda nacional. Crisis de balanza de pagos de este tipo han sido frecuentes en el Perú durante los últimos veinte años. Es conveniente mencionar que a veces las expectativas de los agentes económicos pueden desatar una crisis de balanza de pagos aunque no existan razones reales para ello. Si por algún rumor extraño un día todos los agentes se levantan pensando que mañana se va a devaluar y comienzan a comprar dólares aceleradamente pueden ocasionar que el BCR no pueda abastecer esa demanda y forzarlo a devaluar. En este caso las expectativas de los agentes se autoconfirman.

Otra razón por la cual se puede generar una crisis de balanza de pagos es cuando los capitales de corto plazo, los llamados “capitales golondrinas”, después de haber realizado sus ganancias, deciden abandonar el país. En este caso, un flujo importante de dólares deja el país y el BCR no puede seguir manteniendo el tipo de cambio al nivel anterior.

Este fenómeno pasó en Chile a principios de los ochenta cuando alentados por los elevados rendimientos financieros en dólares de los activos financieros chilenos y por la confianza que existía en ese país, ingresaron muchos flujos de dinero bajo la forma de capitales para realizar operaciones especulativas y financieras de corto plazo. Después de dos años, estos capitales decidieron retirarse bruscamente del país y esto generó una caída de las reservas internacionales, y el gobierno chileno se vio forzado a devaluar su tipo de cambio de manera brusca. Aunque algo parecido ha sucedido en el Perú durante los últimos dos años, existe una diferencia importante con el caso chileno referida al tipo de política comercial empleada. Mientras que en Chile se mantuvo el tipo de cambio fijo (y además se tenía confianza en que iba a permanecer fijo), en el Perú el tipo de cambio es flotante.

Si el Perú estuviera perdiendo divisas, entonces sí sería factible que se esperara una subida traumática del tipo de cambio. Sin embargo, si se analiza las cuentas de la balanza de pagos se observa que, a pesar de que la cuenta corriente es negativa, el país incrementó sus reservas internacionales en 518 millones de dólares durante 1992. En otras palabras, el BCR no está perdiendo dólares, por el contrario,



cada vez tiene más. ¿De dónde vienen estos dólares? En la balanza de pagos está registrado un flujo positivo de 1,971 millones de dólares bajo la cuenta de capitales de corto plazo, errores y omisiones. Esta cuenta básicamente registra el resultado neto del

flujo de dólares del narcotráfico, las remesas de peruanos -que viven en el exterior- a sus familiares que están en el Perú y el flujo de capitales de corto plazo. Al parecer estos recursos más el flujo de capitales de corto plazo, estarían más que financiando el exceso de gasto en bienes y servicios. Este resultado no es nuevo, en 1991 esta cuenta fue positiva en 2,130 millones de dólares.

“ El tipo de cambio real está muy atrasado y genera distorsiones en el sistema de precios relativos que deben ser corregidos ”

Sin embargo, muchos economistas argumentan que, a pesar de que el BCR está ganando divisas, estas divisas son el encaje de los bancos comerciales. Si el público retirara todos sus depósitos en dólares de los bancos, el BCR se quedaría sin reservas y se produciría una crisis de balanza de pagos. Esta afirmación tampoco es del todo cierta. Si bien es cierto que una parte importante de las reservas del BCR son encaje bancario, la posición de cambio del BCR actualmente es positiva en 358 millones de dólares. La posición de cambio es la cantidad de dólares propiedad del BCR, después de descontar sus deudas a nacionales o extranjeros en el corto plazo. Esto quiere decir que aun en el improbable caso en que

todos los ahorristas retiren su dinero del sistema bancario, el BCR tendría los dólares para devolver el encaje, para pagar las obligaciones de corto plazo del país con el exterior durante 1993 y todavía le sobrarían 358 millones de dólares. En otras palabras, el BCR cuenta con los dólares como para evitar que el tipo de cambio nominal se eleve bruscamente y puede garantizar, con un manejo adecuado, que se eleve paulatinamente.

Más importante aún, ¿por qué la gente en este momento temería que el tipo de cambio no se pueda mantener en su nivel?: el país está ganando reservas, parecen existir flujos relativamente estables que están financiando el déficit comercial (“cocadólares” más remesas del exterior) y la mayoría de la liquidez ya está dolarizada. Indudablemente una corrida bancaria o un ataque especulativo podría generar una desestabilización de corto plazo. Sin embargo, primero, el BCR tiene los recursos para neutralizar tales problemas y, segundo, no queda claro cuál sería el mecanismo económico que inicie una reacción de ese tipo.

Esto no quiere decir que no se debe devaluar el tipo de cambio real. El tipo de cambio real está muy atrasado y genera distorsiones en el sistema de precios relativos que deben ser corregidas. Lo que se afirma es que usar el argumento de una posible crisis de la balanza de pagos para forzar ciertas medidas de política económica es una estrategia -en el mejor de los casos- débil, sino infundada. Por el contrario, existe evidencia de que, al menos en el mediano plazo, el BCR puede defenderse de un ataque especulativo en contra del sol. ■