

Por otro lado, los efectos de la política también dependen de la forma como se afecte el lado de la oferta de la economía. En el caso de una devaluación, que es lo particularmente relevante, el resultado de ésta sobre la actividad económica depende de la significación en la composición de los costos de los insumos importados, la existencia de mecanismos de indexación (incluyendo salarios y tasa de interés), del grado de utilización de la capacidad de producción, de las rigideces económicas e institucionales al cambio en la base productiva, y del grado de respuesta del crédito y la liquidez a la variación de la tasa de cambio.

En la medida en que los sectores productivos dependan más de los insumos importados, la posibilidad de trasladar los aumentos de costos sean mayores y el comportamiento de la liquidez no se acomode a los efectos monetarios contractivos asociados a toda devaluación, la capacidad expansiva de la devaluación será menor e incluso, podría contraer la actividad económica a corto plazo.

En una situación de desempleo y de baja rigidez de expectativas económicas, la capacidad expansiva de una devaluación será, naturalmente, mayor. Por el contrario, los ajustes cambiarios en circunstancias cercanas al pleno empleo, en donde existan mecanismos institucionales indizadores o expectativas inflacionarias fuertemente inerciales, tenderán a afectar más el nivel de precios que las cantidades. Esto no quiere decir que en este marco, la política cambiaria no tenga efectos sobre la actividad económica real, sólo que la mayor producción de bienes comercializables se realizará en desmedro de la de bienes no transables; los cuales, además de perder significación relativa, disminuyen en términos absolutos, incluso en situaciones de alta inflexibilidad de precios a la baja.

En este sentido, una devaluación equivale a un shock de oferta, que frente a un nivel dado de demanda agregada, podría producir una aceleración de la tasa de inflación simultáneamente con un deterioro del nivel de actividad económica y por tanto de la ocupación.

Adicionalmente, debe considerarse el efecto riqueza asociado a la devaluación. Este aspecto es de considerable importancia en nuestra economía dado el alto peso que la deuda externa tiene para el sector público y privado. Una depreciación del tipo de cambio altera el stock de riqueza real neta de la economía mejorando la posición de sectores productores de transables, al elevar la rentabilidad relativa de los activos empleados en estas actividades y de los tenedores de activos financieros denominados en divisas; por otro lado, se deteriora el nivel de riqueza de los deudores en moneda extranjera y de los sectores y agentes económicos consumidores netos de divisas. En la medida que estos últimos predominan, el efecto de la devaluación, al menos a corto plazo, tiende a ser claramente contractivo. Adicionalmente, estos efectos riqueza al tener implicaciones financieras, afectan el nivel de inversión por la vía de una reducción neta del patrimonio y, consecuentemente, por un menor acceso al mercado de créditos interno y externo, reforzando el resultado contractivo en el corto plazo ¹¹.

En general, puede decirse que una depreciación del tipo de cambio tendrá efectos contractivos cuando los efectos sustitución de gasto no son dominantes. Esto se produce cuando el gasto en las importaciones crece más rápidamente que las exportaciones, sobre todo como consecuencia del deterioro de los términos de intercambio (en moneda nacional) que se asocian a una devaluación y de la rigidez del gasto en importaciones y escaso grado de respuesta de los exportadores. Asimismo, la contracción dominará si la estructura del comercio es muy inelástica ante variaciones en los precios y si la propensión a consumir de los receptores de salarios (que pierden con la devaluación) es mayor que los receptores de rentas. Además, como sucede en Venezuela, el enriquecimiento neto del sector público producido por una devaluación, reduce el gasto agregado interno neto, al menos a corto plazo, bien sea por el rezago en la ejecución presupuestaria o por el alto peso del gasto fiscal de carácter externo. Estos hechos se magnifican en la medida que la devaluación implica destrucción de liquidez y la política monetaria no puede contrarrestar adecuadamente este

¹¹ Un análisis de las implicaciones de la política cambiaria a corto plazo en economías con características similares a la nuestra, puede verse en: Andrés Solimano, "Aspectos conceptuales sobre Política Cambiaria Relevantes para América Latina", compilado por René Cortázar, Políticas Macroeconómicas, CIEPLAN, Santiago de Chile, 1985.

efecto, provocándose por ello una presión al alza de la tasa de interés, reconocida o no oficialmente, que termina afectando adversamente tanto a la inversión como al consumo de bienes durables, disminuyendo el nivel de absorción interna.

Los argumentos expuestos anteriormente son elementos que limitan la efectividad del uso del tipo de cambio como instrumento para mejorar la capacidad competitiva de la economía y, con ello, superar las restricciones externas al crecimiento. En síntesis, las limitaciones a los efectos correctivos e impulsores de la tasa cambiaria surgen de la importancia e insustituibilidad de los bienes intermedios y bienes de consumo importados, la escasa capacidad de respuesta de los productores nacionales y la presencia de mecanismos indizadores que impidan la modificación de la estructura de precios relativos. Habría que incluir además, la volatilidad de las expectativas que promueve la sustitución de activos financieros denominados en moneda nacional por externos y de las actividades de inversión real por inversiones especulativas.

Sin embargo, la evidencia empírica muestra que si bien a corto plazo las devaluaciones producen efectos contractivos, por las razones ya mencionadas, a mediano plazo, éstas han sido exitosas para mejorar la balanza de pagos ¹²; mientras que a largo plazo se han mostrado neutrales con respecto al nivel de actividad económica. Esto tiene que ver con el rezago temporal que inevitablemente exigen las correcciones del aparato productivo y la reasignación de recursos; suponiendo, claro está, que la política económica no persiga objetivos contractivos. Es decir, los efectos expansivos tardan en ocurrir y, sobre todo, están sujetos a que los agentes económicos perciban que el nuevo tipo de cambio real es permanente y no temporal.

La magnitud y velocidad de respuesta de la oferta exportadora y sustitutiva depende primordialmente de la disponibilidad de recursos existentes, la posibilidad de mejoras en la productividad mediante la intensificación en el uso

¹² Sobre la validez de esta afirmación puede consultarse: Carlos Díaz-Alejandro, "Las Políticas de Comercio Exterior y el Desarrollo Económico" en R. French Davis, Intercambio y Desarrollo, Fondo de Cultura Económico, México, 1981.

de los factores y del grado de movilidad de los recursos desde las actividades productoras de bienes no transables y/o de transables no exportables, lo que a su vez depende de la flexibilidad de precios y de la disponibilidad de infraestructura y equipamiento social y productivo (externalidades).

En la medida en que estos elementos sean más escasos o rígidos, los sectores que están afectados por las señales negativas que emanan de la devaluación pueden predominar sobre los que son aparentemente favorecidos por esta y que, en consecuencia, deberían expandir sus actividades. La presencia adicional de imperfecciones, y las frecuentes intervenciones y distorsiones que acompañan a la actividad gubernamental, obstaculizan aún más las captaciones de los mensajes positivos asociados a la alteración del tipo de cambio.

Aún teniendo respuestas positivas y significativas de los exportadores a las señales cambiarias, el efecto expansivo de una devaluación se ve limitado por el empeoramiento en los términos de intercambio consecuencia de la misma, que ya hemos citado anteriormente. Las exportaciones pueden aumentar y las importaciones reducirse pero el deterioro de los términos de intercambio puede hacer que se necesiten más exportaciones por unidad de importaciones.

La disminución de los precios que el resto del mundo paga por nuestros productos debería incrementar la demanda externa, pero esto incrementará nuestros ingresos sólo si la elasticidad precio de la demanda externa es superior a la unidad. Si esta condición no se cumple, la balanza de pagos sólo podría mejorar si la elasticidad precio de la demanda de importaciones de los agentes económicos internos fuese lo suficientemente elevada como para garantizar una disminución en los egresos de divisas mayor que la reducción en nuestros ingresos.

Esta situación, aunque posible, no se espera que caracterice el mediano y largo plazo; por el contrario, la mayor parte de los estudios empíricos, incluyendo los análisis para Venezuela, verifican el cumplimiento de la llamada condición Marshall-Lerner según la cual la suma de las elasticidades precio de las exportaciones e importaciones es mayor que la unidad, lo que quiere decir que

las devaluaciones del tipo de cambio tenderán a mejorar la situación deficitaria de la balanza de pagos y a tener un efecto expansivo a mediano plazo sobre la actividad económica, si se mantienen las demás condiciones constantes. En otras palabras, hay verificación de la significación que la política cambiaria tiene sobre el desarrollo de las exportaciones y la sustitución eficiente de importaciones, sobre todo en lo que se refiere al mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio real, medida que parece ser más significativa que su nivel en sí mismo ¹³.

Puede decirse que existe un amplio consenso en torno a la eficiencia de la política cambiaria para producir una expansión de las exportaciones y una reducción de las importaciones una vez que se superan las rigideces propias del corto plazo, lo que sí es discutible es el volumen en que se puede afectar el quantum de importaciones y exportaciones y si se compensan o no las alteraciones en los términos de intercambio.

El otro aspecto consensual está referido al efecto dinamizador de la actividad económica, producto del crecimiento de las exportaciones, inducido por la devaluación cambiaria y el mantenimiento de un tipo de cambio real estable. Hoy es de aceptación general que el desarrollo de las economías dinámicas de escala, están asociadas al de las exportaciones, sobre todo en países que, como Venezuela, muestran un mercado interno relativamente pequeño y poco dinámico. Asimismo, se asume que hay una alta correlación positiva entre la evolución de las exportaciones y la tasa de crecimiento del ingreso y que ésta no sólo está vinculada a las economías externas de la actividad exportadora y su impacto sobre la productividad de los factores, sino a las externalidades generales creadas a la economía en su conjunto, como consecuencia de una disponibilidad mayor de divisas ¹⁴.

¹³ Ver: Carlos Díaz-Alejandro, Op. Cit.

¹⁴ Sobre el papel de las exportaciones en la generación de economías de escala y externalidades positivas ver: José A. Ocampo, Los Dilemas de la Política Comercial en América Latina, Ponencia presentada ante el Seminario "América Latina después de la Crisis de la Deuda", I.E.S.A., Caracas, 1988.

La necesidad de expandir las exportaciones como medio de generar divisas adicionales y de crear un mercado creciente a la industria nacional sustitutiva, permitiendo la generación de economías de escala y eliminando muchos de los estrangulamientos críticos que han agotado el proceso de sustitución de importaciones, presiona hacia una política cambiaria activa a pesar de los posibles costos en términos de inflación y desempleo que produce a corto plazo. En todo caso, no se dispone de un mejor instrumento que el tipo de cambio para estimular la conducta de los agentes económicos en la dirección a una asignación más eficiente del uso de los recursos. Por otra parte, el intento de usar el tipo de cambio para el logro de otros objetivos anti-inflacionarios, fiscales, de empleo, etc., como lo demuestran las experiencias de los países sureños y la venezolana, no augura ningún éxito y da lugar a políticas cambiarias que no pueden ser sostenidas a mediano y largo plazo, sobre todo en economías que están condicionadas por importantes restricciones externas.

3. Sistemas Cambiarios Alternativos

En general, puede decirse que existen cuatro tipos o sistemas cambiarios posibles: régimen de tipo de cambio fijo, tipo de cambio libre o flotante, sistema cambiario dual, régimen de cambios múltiples.

A continuación se procederá a caracterizar cada uno de estos regímenes o sistemas, precisando las ventajas y desventajas y la eficiencia que puede esperarse de ellos en el contexto de una economía como la venezolana.

3.1 Tipo de Cambio Fijo

En la mayor parte de los países de América Latina y en Venezuela particularmente, se ha utilizado el tipo de cambio para fines distintos a la generación de competitividad externa, tal y como ya se ha explicado en el primer capítulo de este trabajo. La estabilidad del tipo de cambio nominal, ha sido en innumerables oportunidades, citada como un objetivo prioritario de la política económica y, no pocas veces, se ha optado por el mantenimiento de la tasa cambiaria, por razones de prestigio nacional y gubernamental. De hecho, el público asocia una deficiente economía al deterioro de la capacidad adquisitiva del dinero y las devaluaciones se traducen entonces, en una aceptación del Gobierno de la pérdida en el poder de compra de la moneda nacional.

A esta conceptualización tradicional del ajuste cambiario, debe adicionarse las implicaciones que la política de sustitución de importaciones ha tenido sobre el rol secundario asignado al tipo de cambio como instrumento de política económica. Sobre todo en nuestro caso, donde simultáneamente a las acciones sustitutivas, se produjo una súbita acumulación de reservas internacionales, consecuencia de la bonanza petrolera, que distorsionó aún más la necesidad de estimular el grado de competitividad externa; convirtiéndose nuestro país en un ejemplo viviente de una economía afectada por el conocido "mal holandés" ¹⁵.

La elección de un régimen de tipo de cambio fijo nominal implica, entre otras cosas, renunciar a este instrumento de política económica, eliminando, por una parte, la función del mercado, pero no entregándola tampoco a una entidad gubernamental o al Banco Central, órganos que actúan sólo en situaciones severas o críticas. En estas circunstancias, las políticas de ajuste de los desequilibrios de la balanza de pagos se concentran en acciones fiscales y/o monetarias que afectan directamente los ingresos y los precios.

Es decir, si se mantiene inamovible el tipo de cambio nominal, los déficits en el sector externo obligan a la implantación de políticas deflacionarias que contraen

¹⁵ M. Corden y P. Neary, "Booming Sector and de Industrialisation in a small open Economy", The Economic Journal, december, 1982.

el ingreso real y el nivel de ocupación. Además, se presiona sobre las reservas internacionales y se solicitan créditos para financiar el desequilibrio y rezagar la devaluación. En última instancia se agudizan los procedimientos de control de cambios con la esperanza de diferir las políticas deflacionarias, creyendo atenuar con ello los costos políticos del ajuste de las restricciones del sector externo.

Por supuesto, como ya es ampliamente reconocido, nuestra situación dista mucho de aquella en la que es posible y conveniente sostener un tipo de cambio fijo. En principio, se supone que en economías desarrolladas, altamente estables y sin requerimientos de profundos cambios estructurales, es posible un tipo de cambio constante. Incluso en aquellas circunstancias en donde el proceso inflacionario sea producto de desequilibrios monetarios y en donde los precios muestren una elevada flexibilidad a la baja, podría justificarse una tasa fija de cambio, ya que el desequilibrio externo sería producto de un exceso de demanda, siendo más apropiada por tanto, una política monetaria y/o fiscal que una política cambiaria activa.

La presencia de problemas estructurales en la balanza de pagos, los shocks externos sucesivos y las presiones inflacionarias que proceden de factores distintos a elementos puramente monetarios, plantean la inconveniencia de un tipo de cambio fijo. Una paridad cambiaria constante en términos nominales significa, en presencia de inflaciones recurrentes, un tipo de cambio real fluctuante que induce a una política de comercio exterior condicionada a las variaciones de los precios internos y cuyos resultados siempre son: inestabilidad en las corrientes de bienes y servicios y flujos especulativos de capital, además de los movimientos también especulativos de los inventarios. Es decir, una política de tipo de cambio fijo nominal es por naturaleza, dado nuestro contexto, desestabilizadora de los procesos económicos. De hecho, la evidencia empírica en la mayoría de los países latinoamericanos y también de Venezuela, indica que un proceso inflacionario duradero sin ajustes en la tasa cambiaria, desestimula las exportaciones e incentiva las importaciones. Por otra parte, esto refuerza el endeudamiento a corto plazo público y privado mientras haya certidumbre acerca del mantenimiento de la paridad cambiaria ¹⁶. Una vez que se percibe la

¹⁶ Ver Ricardo Ffrench-Davis, Economía Internacional, FCE, México, 1979.

inevitabilidad de una devaluación se produce una transferencia violenta de capitales, donde el gran perdedor es normalmente el B.C.V. y con ello el país como un todo; no sólo por el ritmo de salida del capital al exterior, sino por la acumulación de existencias con fines especulativos.

Por otra parte, existe una alta correlación entre un régimen intervencionista, en lo comercial y lo financiero, y la resistencia por parte del Gobierno a ajustar el tipo de cambio nominal. Ante desequilibrios externos, la alternativa a la devaluación consiste en tratar de eliminar o atenuar el déficit en la balanza de pagos mediante medidas restrictivas de las importaciones tales como: cuotas de divisas y de cantidades permisibles, prohibiciones, depósitos bancarios previos, y elevación de los impuestos aduaneros. Todas estas medidas equivalen de hecho a una devaluación en cuanto a sus efectos sobre los precios internos, pero además generan ganancias por explotación monopólica sobre los consumidores de insumos y bienes finales ligados directa e indirectamente a las importaciones. Por supuesto, tal situación tarde o temprano se hace insostenible por el conjunto de irracionalidades que se producen y por la imposibilidad de mantener bajo control el uso de las divisas. Al fin, debe proceder a una sinceración del tipo de cambio a través de una devaluación extraordinaria.

Adicionalmente, el mantenimiento de un tipo de cambio fijo nominal significa una distorsión en la asignación de recursos y, por lo general, es un pobre instrumento anti-inflacionario, a pesar de lo que usualmente se piensa. La alternativa, en lo que a política cambiaria se refiere, no es entre estabilidad e inflación, sino entre cuál es el método o sistema cambiario que permite compensar con mayor eficiencia los efectos adversos que sobre la competitividad externa tienen los procesos inflacionarios internos. En este sentido, es siempre más conveniente devaluar e intentar el ajuste cambiario, como tantas veces se ha constatado en innumerables experiencias propias y ajenas ¹⁷. Una organización complicada de intervención gubernamental es un sustituto mucho más imperfecto, y por tanto desventajoso, de un esquema cambiario que al menos garantice a los

¹⁷ Un análisis completo de las implicaciones de no ajustar la tasa cambiaria en situaciones de economías inflacionarias y que requieren ajustes estructurales, puede consultarse en: Harry Johnson, Comercio Internacional y Desarrollo Económico, Amorrortu, Buenos Aires, 1968.

agentes económicos una protección adecuada contra pérdidas acaecidas por la inflación.

Es importante insistir en la asociación entre el régimen de cambio que implica el mantenimiento de una tasa de cambio fija por períodos considerables, como es el caso en Venezuela con la llamada tasa de cambio oficial después de 1983, y el comportamiento de los movimientos especulativos, sobre todo cuando existe simultáneamente un control de cambios. El reajuste cambiario que inevitablemente debe producirse, cuando hay shocks externos severos y procesos inflacionarios internos sostenidos, estimula la especulación con divisas que buscan ganancias de capital, al ser evidente el sentido en que se revisará el tipo de cambio, lo que, de hecho, elimina los riesgos de este tipo de especulación y presiona para que la devaluación, cuando se produzca, tienda a ser exagerada más que deficiente, ya que se torna mucho más difícil para las autoridades económicas hacer creíble la devaluación y, con ello, asentar las expectativas sobre bases menos volátiles.

Por otro lado, el control de cambios, que pretende desfasar la devaluación y evitar políticas deflacionarias, tiende a ser evadido a medida que la certidumbre sobre la devaluación se generaliza. De esta manera se procede a una subfacturación creciente de las exportaciones y a una sobre facturación de importaciones, a la par que se corrompen los mecanismos de asignación discrecional de divisas y permisos.

Así, las distorsiones provocadas por el régimen de tipo de cambio fijo más que compensan los eventuales y aparentes beneficios que a corto plazo se atribuyen al hecho de no producir cambios en la paridad cambiaria.

Por supuesto que estas mismas consideraciones serían aplicables al caso de un esquema cambiario como el que rige actualmente en Venezuela en lo que se refiere sobre todo al tipo de cambio denominado "oficial" y preferencial.

3.2. Tipo de Cambio Libre, Flotante o Flexible

A los inconvenientes de una tasa cambiaria fija, usualmente se oponen los argumentos que harían justificables un mercado libre de divisas sobre la base de las pretendidas virtudes de un mercado competitivo, con buena información y cuyas operaciones estén fundamentadas en la racionalidad económica de los agentes.

En principio, la vigencia y eficiencia de un mercado libre de divisas estaría condicionada por el grado de concurrencia en el mercado, tanto desde el lado de la demanda como de la oferta; la predominancia de factores reales y de largo plazo más que los especulativos y de corto plazo en la fijación del precio de divisas; y la posibilidad de que el mercado pueda reflejar y prever correctamente las tendencias del sector externo ¹⁸.

En este sentido, las fuertes imperfecciones del mercado cambiario, la inestabilidad de los términos de intercambio, la presencia de procesos inflacionarios sostenidos, la volatilidad de las expectativas y las deformaciones del sistema financiero, son factores que cuestionan severamente la posibilidad del funcionamiento eficiente de un tipo de cambio que se fije en un mercado totalmente libre.

En general, puede decirse que si el mercado cambiario es pequeño y el mercado financiero poco desarrollado, las tasas que fije el mercado son necesariamente volátiles y es muy elevado el costo para protegerse de las fluctuaciones futuras ¹⁹.

Dada la inestabilidad del mercado, la información dispersa y difusa, y la volatilidad de las expectativas, la presencia activa de la autoridad monetaria como importante oferente y demandante de divisas, inevitablemente afecta el comportamiento del mercado, por más que legalmente el mercado sea declarado

¹⁸ Sobre los requisitos de operación de un mercado libre de divisas, ver: R. Ffrench-Davis, Economía Internacional, FCE, México, 1979.

¹⁹ Sobre este punto, ver: G.G. Johnson, Formulation of Exchange rate Policies in Adjustment Programs, Occasional Paper, F.M.I., N° 36.

como no intervenido. Es decir, de hecho el mercado sería controlado y no habría lugar para una flexibilidad completa de la tasa cambiaria, aunque esto no atenuaría tampoco, la alta incertidumbre que caracteriza a un mercado libre con importantes imperfecciones.

Como consecuencia de lo ya mencionado, y dadas las características que prevalecen en Venezuela, un mercado sin regulación, si pudiese existir, generaría señales equivocadas e inestables que responderían más a situaciones y factores de carácter temporal que a las tendencias de mediano y largo plazo. Al estar imposibilitado el mercado de mostrar en los precios de la divisa los factores reales y permanentes que definen el comportamiento estructural del sector externo, los mensajes que los agentes económicos recibirán, estarían teñidos básicamente por eventos del corto plazo y, por tanto, darían lugar a uso y asignación de recursos en extremo ineficientes.

Esto último es particularmente importante cuando la tasa de inflación es relativamente elevada e impredecible, en virtud de su conexión con la tasa cambiaria en un contexto de mercado libre, ya que los sujetos económicos no pueden distinguir con claridad las tendencias de las meras fluctuaciones, generándose por tanto indicaciones erradas.

La inestabilidad cambiaria que surge de un mercado como el caracterizado, tiende a repercutir negativamente sobre las actividades exportadoras y, más específicamente, las manufactureras, y sobre aquellas empresas menos diversificadas, así como en aquellas que no tienen fácil acceso al financiamiento crediticio. Puede afirmarse, que con un mercado libre e inestable surge un sesgo contra las actividades de exportación no tradicionales.

Asimismo, la exagerada influencia de las fluctuaciones corto placistas, sobre todo en los términos de intercambio (precios petroleros en nuestro caso), así como los elevados costos y el carácter insuficiente de la información, tienden a producir una actitud de hiper-reacción de los sujetos económicos frente a los acontecimientos adversos que sucedan en la problemática del endeudamiento

externo, que será aún mayor en la medida en que menor sea la respuesta de las exportaciones y las importaciones a las alteraciones del tipo de cambio.

El otro elemento que inviabiliza la existencia de mercados libres de divisas y regímenes de tipo de cambio flotante, está referido a la inoperatividad de los mercados a futuro en escenarios similares al prevaleciente en Venezuela.

Es condición fundamental para el buen funcionamiento de un mercado no regulado, la operatividad en forma eficiente del arbitraje intertemporal, que evite las fluctuaciones erráticas de corto plazo. Para que esto pueda ocurrir, deben existir movimientos de capital a corto plazo que desarrollen una actividad especulativa con carácter equilibrador, sólo así la tasa cambiaria obedecería a cambios permanentes o tendenciales en la oferta y la demanda de monedas de reserva. El papel de los mercados a futuro, en este sentido, está asociado a la atenuación del riesgo cambiario para exportadores e importadores y, por esta vía, se genera la estabilidad requerida para orientar adecuadamente a los agentes económicos.

La situación de incertidumbre que acompaña a mercados estrechos, regulados de hecho por la autoridad monetaria, sometidos a fuertes shocks inflacionarios de oferta y demanda, en presencia de sistemas financieros imperfectos, no puede dar lugar a una actividad especulativa equilibradora. Esto explica el lamentable comportamiento de los mercados a futuro en economías como la venezolana, que se evidencian por la poca relación entre las cotizaciones a futuro y la evolución real del tipo de cambio, así como por los plazos excesivamente cortos a los que se pactan estas operaciones. Esta es una de las razones básicas que explican el por qué los regímenes de tipo de cambio libre son raramente implantados en las economías latinoamericanas.

Por otra parte, si bien la existencia de un tipo de cambio flotante y libre permite aislar el mercado y la política monetaria interna, al no exigir movimientos compensatorios de las reservas internacionales, las imperfecciones de nuestro mercado de divisas son tales que la inestabilidad del tipo de cambio sería de tal

magnitud que atenuaría con creces la eventual ventaja de poder ejecutar una política monetaria autónoma.

3.3. Sistema de Tipo de Cambio Dual y Ajustable

Como ya se ha mencionado, el carácter inestable del proceso inflacionario, las rigideces del aparato productivo, la ausencia de mercados de capitales integrados y de mercados a futuros, el proceso de cambios institucionales y socio-políticos, así como la predominancia del sector público como proveedor de divisas, son elementos que conducen a rechazar, mientras prevalezcan estas circunstancias, las alternativas de un tipo de cambio enteramente libre o de una tasa de cambio fija, en términos nominales. Por estas razones pareciera razonable que el régimen cambiario más adecuado en estas circunstancias consiste en un sistema de tipo de cambio dual, que permita separar el tratamiento cambiario para las transacciones comerciales de bienes y servicios, de las transacciones financieras.

En este sentido, una política cambiaria que pretenda ser eficiente debe buscar como objetivo central el dar indicaciones correctas para la asignación de recursos en la producción de sustitutos de importaciones y en los sectores exportadores. El hecho de que estas indicaciones o señales, necesariamente, tardan en ser conocidas y asimiladas por los agentes económicos, hace que se requiera de una gran estabilidad tanto de la política cambiaria como del precio real de las divisas. Esto implica, entre otras cosas, aislar la política cambiaria para los sectores productores de las fluctuaciones a corto plazo que afectan la balanza de pagos, y ceñirla más bien a la evolución tendencial de esta. Distinguir los factores transitorios de los permanentes, para orientarse por los valores de tendencia y no por los transitorios, constituye una guía central a seguir por parte de los gestores de la política cambiaria.

Las oscilaciones transitorias tienen su fuente ordinariamente, en las fluctuaciones en los términos de intercambio, los movimientos especulativos de capital, los cambios de carácter cíclico y, por supuesto, en las alteraciones aleatorias en el sistema productivo. Teniendo en cuenta estas variaciones, se

pueden distinguir y estimar, en principio, los valores normales o de tendencia que definen lo que se conoce en la literatura económica como la balanza de pagos básica. Las alteraciones diferentes de aquellas ocurridas en la balanza de pagos básica, deberían ser tratadas con políticas distintas a la cambiaria y, más específicamente, por medio de la utilización de las reservas internacionales y controles al movimiento de capitales, entre otros instrumentos.

Así, la política cambiaria debería estar orientada a incidir sobre la cuenta corriente, sosteniendo niveles que puedan ser financiados con los flujos de endeudamiento e inversión de capitales a mediano y largo plazo, en función de estimaciones realistas y objetivas en relación al acceso al sistema financiero externo, la evolución de los términos de intercambio y las tasas de inflación e interés externas. La evitabilidad de los atrasos cambiarios y el aislamiento de los movimientos desestabilizadores de capital, así como la flexibilidad suficiente del sistema para reflejar los cambios en los valores tendenciales de las variables claves, completarían un sistema cambiario eficiente en cuanto a su rol como instrumento para corregir y superar las restricciones externas.

Los sistemas de cambio dual, en los que se diferencia el tipo de cambio para las transacciones reales (exportaciones e importaciones de bienes y servicios) de las operaciones financieras (flujos de capital), usualmente implican un cierto grado de control directo sobre el comportamiento de la tasa de cambio comercial (transacciones reales), a la par que dejan flotar el tipo de cambio financiero, aunque ello no significa que el Banco Central deje de intervenir para evitar fluctuaciones bruscas y recurrentes en esta área de las transacciones externas, que puedan afectar el comportamiento del mercado real y financiero internos. De esta manera la dualidad permite desligar el mercado de bienes de los efectos de la inestabilidad propia de los mercados financieros.

Adicionalmente, la imposición de un régimen dual permitirá adquirir un cierto grado de independencia para la gestión de la política monetaria, sin tener que asumir los costos de un régimen cambiario totalmente libre. Este hecho es de trascendental importancia a los efectos de hacer eficiente la política económica y permitir contar con los instrumentos monetarios (liquidez y tasa de interés), en la

corrección de desequilibrios financieros internos y canalización de recursos hacia determinados objetivos.

Por otra parte, la existencia de un sistema dual, intenta evitar que los salarios reales paguen el costo de estabilizar las expectativas de los poseedores de activos externos o de aquellos que quieren transferir recursos nacionales. Es decir, en un régimen de cambio libre la inestabilidad de las expectativas y las ganancias especulativas castigan los salarios reales por la vía del efecto sobre los costos y los precios de las oscilaciones de la tasa cambiaria. Al separar las operaciones financieras de las comerciales, se impide que tales oscilaciones transitorias afecten los salarios reales sin ninguna ganancia en términos de mejoría en la eficiencia en el uso de los recursos y, por tanto, en el nivel de empleo.

Particular importancia adquiere la consideración del problema inflacionario en la gestión del tipo de cambio comercial, como factor adicional de ajuste a los cambios estructurales internos y externos. En este sentido, la aplicación de una política de corrección del tipo de cambio comercial sobre la base de la pérdida relativa de poder adquisitivo, constituye una condición imprescindible para sostener un crecimiento de los sectores de exportación no tradicional y de sustitución de importaciones.

Igualmente la aplicación de una política de paridad permite el control de transmisión de la inflación externa hacia la economía interna, e impide a su vez que el proceso inflacionario interno afecte a los sectores que producen bienes exportables y de sustitución de importaciones.

Especial interés, tanto a nivel teórico como empírico, ha tenido la discusión en torno a la oportunidad y frecuencia con la que debe producirse el ajuste del tipo de cambio ante las presiones inflacionarias. El criterio que tiende a imperar es el de ajustar el tipo de cambio en forma paralela a la inflación neta (interna menos externa) y por ello las modificaciones en las relaciones cambiarias deberían ser continuas o de gran frecuencia. Por supuesto, esto depende de la magnitud de la modificación del índice de precios tomado en consideración y de si el proceso

corrección de desequilibrios financieros internos y canalización de recursos hacia determinados objetivos.

Por otra parte, la existencia de un sistema dual, intenta evitar que los salarios reales paguen el costo de estabilizar las expectativas de los poseedores de *activos externos* o de aquellos que quieren transferir recursos nacionales. Es decir, en un régimen de cambio libre la inestabilidad de las expectativas y las ganancias especulativas castigan los salarios reales por la vía del efecto sobre los costos y los precios de las oscilaciones de la tasa cambiaria. Al separar las operaciones financieras de las comerciales, se impide que tales oscilaciones transitorias afecten los salarios reales sin ninguna ganancia en términos de mejoría en la eficiencia en el uso de los recursos y, por tanto, en el nivel de empleo.

Particular importancia adquiere la consideración del problema inflacionario en la gestión del tipo de cambio comercial, como factor adicional de ajuste a los cambios estructurales internos y externos. En este sentido, la aplicación de una política de corrección del tipo de cambio comercial sobre la base de la pérdida relativa de poder adquisitivo, constituye una condición imprescindible para sostener un crecimiento de los sectores de exportación no tradicional y de sustitución de importaciones.

Igualmente la aplicación de una política de paridad permite el control de transmisión de la inflación externa hacia la economía interna, e impide a su vez que el proceso inflacionario interno afecte a los sectores que producen bienes exportables y de sustitución de importaciones.

Especial interés, tanto a nivel teórico como empírico, ha tenido la discusión en torno a la oportunidad y frecuencia con la que debe producirse el ajuste del tipo de cambio ante las presiones inflacionarias. El criterio que tiende a imperar es el de ajustar el tipo de cambio en forma paralela a la inflación neta (interna menos externa) y por ello las modificaciones en las relaciones cambiarias deberían ser continuas o de gran frecuencia. Por supuesto, esto depende de la magnitud de la modificación del índice de precios tomado en consideración y de si el proceso

inflacionario ocurre simultáneamente a alteraciones abruptas de carácter estructural, como suele suceder.

En general, la experiencia muestra que ajustes muy espaciados y/o preanunciados en una fecha determinada impulsan las actividades especulativas generadas por expectativas de devaluación y corridas contra la moneda nacional, lo que hace que las fluctuaciones en los precios relativos tiendan a ser más significativas y mayores los efectos redistributivos de carácter regresivo. Nótese que el mantenimiento de una tasa cambiaria comercial estable en términos reales, o lo que es lo mismo, una política cambiaria activa, no implica desvalorizar adicionalmente la unidad monetaria; de lo que se trata es de reconocer el efecto depreciador que ya ha ocasionado la inflación pretérita. De esta manera, el control de la inflación pasa a ser materia de otros instrumentos de política, debiendo abandonarse todo intento de utilizar el tipo de cambio como instrumento de acción anti-inflacionaria.

La indización del tipo de cambio comercial constituye un criterio óptimo de ajuste cambiario sólo cuando las distorsiones originadas tienen un carácter nominal, pero no lo es si los shocks tienen un carácter real, tales como modificaciones en los términos de intercambio, las tasas de interés o el cerramiento del crédito externo. En estos últimos casos se requieren modificaciones de la política cambiaria independientemente de la evolución del proceso inflacionario, que alinien el tipo de cambio con las nuevas posiciones de las variables que determinan la balanza de pagos básica.

Por estas razones, la regla cambiaria para la tasa comercial debe ir más allá de un sistema de Crawling Peg o de tipo de cambio real estable, de tal manera que considere, además, los cambios de los valores tendenciales.

Este asunto de los criterios y frecuencias de los ajustes está, a su vez, conectado con uno de los aspectos más criticables y débiles de la aplicación de un régimen de cambio dual: los efectos perturbadores de las operaciones de arbitraje entre el mercado de divisas para usos comerciales y el mercado para

usos financieros y especulativos ²⁰.

Idealmente, el sistema dual podría funcionar eficientemente en la medida que pueda segmentar plenamente el mercado cambiario. Sin embargo, se sabe que esto no es posible, razón por la cual surgen operaciones de arbitraje que serán más significativas en la medida en que sea mayor la brecha entre el tipo comercial y el financiero. Asimismo, la magnitud de las operaciones y flujos de un mercado a otro dependen de los costos de evadir los controles que usualmente tienden a evitar la "contaminación" de los mercados segmentados.

Por supuesto, que en la medida que las operaciones de arbitraje sean transitorias o temporales, sus efectos sobre la eficiencia de la política cambiaria serán menores y no trascendentes. Pero en la medida en que se amplía el diferencial cambiario entre las dos tasas, generalmente como consecuencia de shocks externos (caída en los términos de intercambio por ejemplo), un retraso en el tipo comercial puede producir una importante distorsión tanto en los mercados financieros como reales. Si el desajuste es importante y se generan expectativas devaluacionistas es muy probable que el diferencial tienda a aumentar, aunque el shock inicial haya sido digerido.

Empíricamente se ha verificado que en los casos de una devaluación no anticipada de la tasa comercial, la tasa financiera se eleva bruscamente afectándose el diferencial, que se atenuará o no dependiendo de cómo evolucionen las expectativas como consecuencia de otras medidas de política económica distintas a la cambiaria.

Cuando, por el contrario, la devaluación es anticipada se produce una depreciación del tipo de cambio financiero, elevándose el diferencial que sólo se atenúa cuando la devaluación del tipo de cambio comercial se hace efectiva. Este hecho dificulta la aplicación de políticas de pre-anunciamiento de la devaluación, sobre todo en circunstancias de elevado nivel de inflación; por lo que es preferible aplicar ajustes periódicos del tipo de cambio comercial cuya

²⁰ Sobre la incidencia del arbitraje puede consultarse: D. Gros, "Dual Exchange Rates in the Presence of Incomplete Market Separation", Staff Papers, FMI, september, 1988.

frecuencia y magnitud estén en función del grado de deterioro real o de la dimensión y signo de los cambios estructurales, pero sin tener un calendario preanunciado. Esto es aún más importante cuando los ajustes a la tasa de cambio se espacien en el tiempo, trimestral o semestralmente.

Mientras más desfasado sea el ajuste y mayor la brecha entre los tipos de cambio, se requerirá complementar el régimen cambiario con mayores reglas y controles tanto para las operaciones corrientes como financieras, que pueden llegar incluso a anular totalmente la eficiencia de la política y crear serias distorsiones. Esto es lo que obliga a mantener una cercanía estrecha entre los dos tipos de cambio y a distinguir con claridad las fluctuaciones de las tendencias. Una falta de claridad en torno a las fuerzas que están operando sobre el mercado y/o un sistema que no pueda operar con flexibilidad, puede convertir una fluctuación transitoria en un factor de devaluación del tipo comercial, al no manejarse adicionalmente las expectativas y no intervenir con suficiente firmeza en el mercado financiero para estabilizar allí el tipo de cambio.

De esta manera, si un régimen de cambio dual puede proveer cierto tipo de seguridad y control sobre las variables de política económica interna, grandes diferencias entre las tasas de cambio no pueden ser mantenidas por mucho tiempo. La subfacturación de las exportaciones y la sobrefacturación de importaciones surgen progresivamente como medios de arbitraje entre los dos mercados, distorsionando la naturaleza misma del régimen cambiario.

Como se desprende de los comentarios anteriores, la administración de un sistema dual requiere de una alta claridad en los objetivos de la política económica y estabilidad en el rol asignado a la política cambiaria. El mantenimiento de un tipo de cambio real y la reducción de la brecha entre las dos tasas exige una alta flexibilidad en el sistema de administración de dicha política, así como una disposición por parte del Gobierno de asumir los costos políticos y sociales de tales ajustes, que tienden a incrementarse a medida que se avanza en el ciclo político-electoral.