

DÉFICIT DE LA CUENTA CORRIENTE ¿ESTAMOS FRENTE A UN PROBLEMA?*

José De Gregorio

De acuerdo a estimaciones recientes, el déficit en la cuenta corriente en Chile se situará durante 1998 entre un 6,5 y un 7% del PIB. En este artículo se discuten los riesgos que esta situación puede provocar. Se define lo que es el déficit en la cuenta corriente, qué tipo de desequilibrios puede representar y qué acciones se podrían tomar si se considera que esta situación se debe corregir. Se concluye que aunque elevado, el actual déficit en la cuenta corriente no representa una amenaza inmediata, y que una moderación en el ritmo de crecimiento del gasto así como una depreciación del tipo de cambio real deberían tender a ajustarlo a niveles más bajos.

En el último tiempo, y tal vez después de la crisis mexicana de 1994, existe un amplio reconocimiento entre economistas que un déficit en la cuenta corriente elevado puede ser un problema. El subsecretario del Tesoro de los Estados Unidos y destacado académico, Larry Summers,

JOSÉ DE GREGORIO. Profesor Asociado, Centro de Economía Aplicada, Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile. El autor es Ingeniero Civil Industrial y Magister en Ingeniería Económica de la Universidad de Chile. Doctor en Economía del Massachusetts Institute of Technology (MIT). Fue Coordinador de Políticas Económicas del Ministerio de Hacienda, economista en el Departamento de Investigaciones del FMI e investigador de CIEPLAN. Es además consultor internacional.

* Presentación en el Centro de Estudios Públicos el 7 de mayo de 1998.

escribió en *The Economist* poco después de la crisis mexicana que un déficit en cuenta corriente superior a un 5% del PIB debería ser considerado como problemático.

Esto no es nuevo en Chile si recordamos que desde varios años antes de la crisis mexicana las autoridades económicas han considerado que un déficit superior a 4 o 5% es en cierta medida excesivo. Por supuesto hay quienes consideran que la magnitud del déficit es completamente irrelevante. Una visión en esta línea es la llamada doctrina de Lawson, quien argumentó que cualquier déficit que no fuera causado por un déficit del sector público, es decir que sea privado, no puede representar un problema ya que los agentes económicos que incurren en el déficit y quienes lo financian lo hacen voluntariamente. Esta es una explicación típica de altas autoridades de la administración mexicana cuando se les manifestaba cierta preocupación por el déficit en la cuenta corriente de México en 1993-1994. También era una respuesta muy socorrida en Chile previo a la crisis de 1982. La experiencia de años recientes muestra la fragilidad de la doctrina de Lawson.

En este documento se analiza el actual elevado déficit en la cuenta corriente. Para ello primero se revisa brevemente qué es el déficit en la cuenta corriente, para luego discutir por qué puede representar un problema. Después se examina la actual experiencia chilena a la luz de alguna evidencia internacional, para finalmente discutir las opciones de política disponibles para corregir, si es que es necesario, el déficit en la cuenta corriente.

1. El déficit en la cuenta corriente: definiciones básicas

La definición más tradicional y que es la base de todas las mediciones es la que podríamos llamar la *definición de las cuentas externas*. Ella define el déficit en la cuenta corriente (*DCC*) como la diferencia entre importaciones de bienes y servicios (*M*) más los servicios financieros (*F*) y las exportaciones de bienes y servicios (*X*). Esto es¹:

$$DCC=M+F-X, \quad (1)$$

¹ En la contabilidad externa se separa el comercio de bienes del comercio de servicios, pero aquí no se hace dicha diferencia, además habría que agregar las transferencias unilaterales, pero en la mayoría de los países del mundo son insignificantes. *M-X* corresponde al déficit en la balanza comercial.

Por lo tanto, un déficit en la cuenta corriente ocurre cuando se importa y paga en servicios financieros más de lo que se exporta. Esta definición sirve para entender el rol del tipo de cambio y la competitividad sobre el déficit en la cuenta corriente. Un tipo de cambio real depreciado contribuye a reducir el déficit en la cuenta corriente en la medida que estimula las exportaciones y desestimula las importaciones al abaratar los productos nacionales respecto de los del resto del mundo.

Usando la contabilidad nacional se puede señalar que, en términos gruesos, el PIB es igual al PNB (un concepto más parecido al ingreso nacional y que lo llamaré de esa forma) menos el pago de servicios financieros. La idea es que no todo lo que se produce es ingreso nacional, ya que parte del factor capital es de propiedad extranjera y lo que gana dicho factor por producir localmente es F .² Si además consideramos que el PIB es igual al gasto doméstico³ más las exportaciones —es decir lo que los extranjeros gastan en bienes nacionales—, menos las importaciones para descontar el gasto de los residentes que no recae en bienes nacionales ($PIB=A+X-M$), llegamos a la segunda definición del déficit en la cuenta corriente que es medirlo como *exceso de gasto*. Esto es:

$$DCC=A-PIB-F=A-PNB. \quad (2)$$

Por consiguiente, un déficit en la cuenta corriente representa un exceso de gasto (A) de la economía sobre su ingreso (PNB). Esto es sin duda congruente con la definición (1), ya que si un país tiene más importaciones y pago de servicios financieros que exportaciones, es porque está gastando más de lo que tiene de ingresos. Esta definición muestra claramente por qué es importante reducir el gasto para disminuir el déficit en la cuenta corriente. Sin embargo, una reducción del gasto puede ir aparejada de una disminución en la producción, con lo cual el ingreso también se reduce y, por lo tanto, puede no afectarse al déficit en la cuenta corriente. En general, con todo, es más razonable pensar que en economías cerca de la plena utilización de los factores, como es el caso de Chile en los últimos 10 años, el efecto sobre el ingreso, aunque existente, es de menor magnitud que los efectos sobre el gasto.

² Para mayores detalles sobre la contabilidad nacional y la contabilidad externa, véase José De Gregorio (1998).

³ Al gasto doméstico se le llama simplemente gasto, y es denotado con la letra A . Corresponde a lo que los residentes gastan en bienes y servicios ya sea nacionales como extranjeros.

Prosiguiendo con las identidades de cuentas nacionales, se puede llegar a definir el déficit en la cuenta corriente como *ahorro externo*. La inversión tiene que ser igual al ahorro, pero si una economía gasta más que sus ingresos quiere decir que invierte (I) más de lo que es su ahorro nacional (S), y el resto del ahorro para financiar la inversión tiene que ser ahorro externo:

$$DCC = I - S. \quad (3)$$

Esto significa que parte de los ahorros del resto del mundo, o sea parte del ingreso que no gastan, es ahorrado en el país. Dos aspectos son importantes de resaltar con esta definición. El primero es que un aumento del ahorro nacional, en la medida que la inversión se mantenga, ayuda a reducir el déficit en la cuenta corriente. La otra alternativa es reducir la inversión. La conclusión es similar a la obtenida de (2), es decir, para reducir el déficit hay que reducir el gasto, ya sea directamente vía inversión o vía consumo (privado y/o público), con lo cual aumenta el ahorro.

La segunda implicancia de (3) es que un déficit puede resultar por dos razones. Una es porque se invierte más, y dado el ahorro nacional, se requerirá de mayor ahorro externo. Sin duda si éste es el motivo del déficit, uno estaría más “tranquilo” por su nivel. La otra razón es que el ahorro caiga. Como mostraré con alguna evidencia más adelante, éste puede ser un caso más preocupante, ya que el ahorro externo puede estar siendo destinado para financiar inversión que antes se hacía con ahorro doméstico, pero que se ha reducido producto de un aumento del gasto. Entonces el ahorro externo implícitamente está financiando mayor consumo doméstico.

El exceso de gasto o insuficiencia de ahorro nacional puede deberse tanto a un déficit del sector privado como a un déficit del sector público. Este último caso es el que en la literatura se llama el problema del “twin deficit”, expresión acuñada a raíz del aumento del déficit fiscal y del déficit en la cuenta corriente en los años de Reagan en los Estados Unidos.

Por último, un exceso de gasto debe ser financiado y algo debe ocurrir con la posición neta de activos de un país. Un exceso de gasto significa un aumento de los pasivos de la economía y por eso también se identifica el déficit con un aumento en la deuda neta del país:

$$DCC = \text{“endeudamiento” neto del país} \quad (4)$$

La expresión deuda aquí debe ser interpretada ampliamente, ya que la inversión extranjera representa un aumento de pasivos externos aunque

no en la forma de deuda sino que como *equity*. La forma del endeudamiento también tendrá implicancias sobre lo peligroso que puede ser un determinado déficit, especialmente por la vulnerabilidad que tiene la economía.

2. ¿Por qué un elevado déficit puede ser un problema?

La noción de que un déficit elevado puede ser peligroso obedece a las mismas razones por la que puede ser delicada la situación de una familia que está gastando más de lo que tiene de ingresos.

En primer lugar puede haber un problema de *sostenibilidad* del déficit en la cuenta corriente. Esto es, una economía que está muy endeudada puede, en determinadas circunstancias, ser incapaz de pagar sus deudas y, por lo tanto, ser considerada insolvente. Por supuesto, los países no quiebran; pero pueden necesitar de ajustes muy costosos para recuperar su solvencia.

Por ejemplo, consideremos una economía que tiene por un período prolongado un déficit de 5% del PIB, que es financiable con el crecimiento de sus exportaciones. Supongamos ahora que repentinamente el precio de sus exportaciones se reduce a la mitad. Esta economía probablemente no podrá mantener ese déficit y algo tendrá que hacer para pagar sus deudas. Esto a su vez implica muchas veces que el acreedor también tiene que compartir parte de los costos para retornar dicha economía a una situación de solvencia.

En segundo lugar, la economía puede enfrentar mayores problemas de *liquidez* cuando tiene un déficit de cuenta corriente elevado. Lo que suele ocurrir es que a un país con un déficit elevado se le pueden agotar las fuentes de financiamiento, y por lo tanto no podrá seguir sosteniendo su déficit, al menos mientras el problema de liquidez persista. En consecuencia, puede verse también en la necesidad de recurrir a ajustes costosos para compensar por la falta de liquidez. Estos problemas se pueden ver agravados en economías con deuda externa elevada, ya que no sólo se requiere de recursos externos para financiar el déficit en la cuenta corriente sino que además se requieren para servir la deuda.

En ambas situaciones las economías deben ajustarse y dichos ajustes siempre tienen algún costo. En algún momento las economías tendrán que revertir su déficit en la cuenta corriente y para ello deberán tomar algunas acciones. Los mecanismos de ajuste más usuales, y que podemos interpretar a partir de las definiciones presentadas en el punto anterior, son una reducción del gasto, más que el producto, y una reorientación del gasto

hacia bienes nacionales en vez de bienes extranjeros. Esta reorientación se puede entender con ayuda de las definiciones anteriores. Para un nivel dado de gasto *A*, se debería gastar más en bienes nacionales, es decir, reducir las importaciones con un aumento de demanda de bienes domésticos; esto inducirá una mayor producción de bienes nacionales con lo cual el producto y el ingreso aumentan. Por lo tanto, la reorientación del gasto es equivalente a aumentar el producto, en particular en el sector de bienes transables, lo que puede no ser fácil en una economía con un alto nivel de ocupación.

Asimismo, podemos pensar que la economía produce dos tipo de bienes: transables y no transables. El déficit en la cuenta corriente correspondería al exceso de gasto en bienes transables con respecto a la producción de bienes transables, ajustada por el pago de servicios financieros. En el sector no transable, por definición, el gasto y el producto deben ser iguales ya que no se puede consumir más o menos que la producción, debido a que el déficit o superávit no puede ser compensado comprando o vendiendo al extranjero, respectivamente. El ajuste de la economía debe ocurrir mediante el traslado de recursos del sector no transable hacia los transables para que la producción de transables aumente. Para esto se necesita que baje el gasto en general, así se reducirá el gasto en transables y no transables, y por lo tanto la producción de este último sector podrá bajar liberando recursos para la producción de transables. Este mecanismo de ajuste se logra esencialmente a través de un cambio en precios relativos entre sectores, esto es, una depreciación del tipo de cambio real y una reducción del gasto.

3. ¿Es preocupante la situación actual en Chile?

En Chile, a raíz de la fuerte caída del precio del cobre y de la crisis en los países de Asia, el déficit en la cuenta corriente para este año se situará cerca del 7% del PIB, después de dos años de déficit por sobre el 5%. En el Cuadro N° 1 se presenta la evolución del déficit en la cuenta corriente en un grupo de países de América Latina y de Asia. Mirando a los promedios para los 90 se ve que en Chile el déficit es en torno al promedio. De hecho, el promedio para todos los países en todos los años es 3,5% del PIB. Sin embargo, al mirar más en detalle, se ve que en la actualidad Chile, Colombia y Perú son países que han tenido persistentemente déficits en la cuenta corriente superiores a 5%, y Chile será el de mayor déficit en 1998. No obstante, se debe recordar que Chile es el país más afectado por la situación internacional debido a la elevada participación del cobre en sus exportaciones y al elevado volumen de comercio con los países de Asia.

CUADRO Nº 1: DÉFICIT EN LA CUENTA CORRIENTE PAÍSES SELECCIONADOS
(% PIB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1990-1997
Argentina	3,3	-0,2	-2,8	-3,1	-3,7	-1,5	-1,9	-3,8	-4,3	-1,7
Brasil	-0,9	-0,4	1,6	-0,1	-0,3	-2,5	-3,3	-4,2	-3,8	-1,3
Chile	-1,9	-0,3	-2,3	-5,6	-3,0	-2,0	-5,8	-5,5	-6,7	-3,3
Colombia	1,6	5,3	1,8	-4,0	-4,7	-5,4	-5,6	-5,9	-5,1	-2,1
México	-2,8	-4,7	-6,7	-5,8	-7,0	-0,5	-0,8	-1,8	-2,5	-3,8
Perú	-3,3	-3,0	-4,8	-5,2	-5,3	-7,3	-5,8	-5,2	-5,8	-5,0
Indonesia	-2,8	-3,4	-2,2	-1,5	-1,7	-3,3	-3,3	-2,6	1,9	-2,6
Corea	-0,9	-3,0	-1,5	0,1	-1,2	-2,0	-4,9	-2,0	5,5	-1,9
Malasia	-2,1	-8,8	-3,8	-4,8	-6,3	-10,0	-4,9	-4,8	-0,5	-5,7
Filipinas	-6,1	-2,3	-1,6	-5,5	-4,6	-4,4	-4,7	-5,4	-3,2	-4,3
Tailandia	-8,3	-7,7	-5,6	-5,0	-5,6	-7,9	-7,9	-2,2	3,9	-6,3

Fuente: IMF World Economic Outlook y fuentes nacionales, Proyecciones a mayo de 1998.

Ahora bien, uno se puede preguntar si necesariamente las crisis recientes han sido causadas por déficits elevados en la cuenta corriente. En el caso de México, claramente el déficit en la cuenta corriente era elevado en los tres años previos a su crisis. El caso de Asia es menos categórico. Efectivamente Tailandia tenía un déficit en la cuenta corriente elevado y creciente. Malasia, por su parte, ya estaba en un proceso de ajuste. Sin embargo, Corea e Indonesia no enfrentaban un déficit en el rango preocupante. Es interesante el caso de Indonesia por cuanto ha sido uno de los países más afectados con la crisis y el que ha visto, partiendo de un déficit muy bajo, una de las mayores depreciaciones de su moneda.

Al comparar la situación de Chile con Colombia y Perú, lo que claramente hace que la situación de Chile sea menos preocupante es que el efecto sobre sus exportaciones ha sido mayor y, por lo tanto, tiene una “excusa” para un aumento temporal del déficit.

No basta con mirar el nivel del déficit en la cuenta corriente para determinar si una economía es vulnerable o no. El ejemplo de Indonesia es interesante porque muestra cómo puede haber crisis cambiarias sin un déficit preocupante. Pero al mismo tiempo entre los países con déficits elevados no todos son vulnerables. Por ello es importante comparar su situación económica con otros indicadores adicionales. En el Cuadro N° 2 se presenta un resumen de indicadores para una serie de experiencias de déficits en la cuenta corriente elevados, de acuerdo a los casos discutidos en Milesi-Ferretti y Razin (1996), agregando los datos de Chile 1996-1998⁴. Las experiencias son bastante variadas, pero es interesante destacar algunos elementos importantes.

Los casos de Australia y Malasia⁵ son de países que tuvieron déficits elevados sin cambios drásticos de política económica. En los casos de Irlanda, Israel y Corea del Sur hubo cambios más bruscos para revertir la situación, mientras que Chile a principios de los 80 y México en 1994 fueron casos donde el elevado déficit en la cuenta corriente, y otras distorsiones en la economía, terminaron con crisis cambiarias y económicas importantes.

La comparación con Chile en 1982 es interesante. La realidad actual y la de esa época son los dos casos más importantes donde se puede apreciar que el déficit en la cuenta corriente no fue causado por un problema fiscal. Cosa similar se puede decir de México en 1994. En cambio, Irlanda e Israel son casos donde claramente el déficit en la cuenta corriente

⁴ Gian-Maria Milesi-Ferretti y Assaf Razin, “Current-Account Sustainability”, (1996).

⁵ Malasia tuvo también un déficit promedio de 8,2% del PIB entre 1979 y 1984.

CUADRO Nº 2: EXPERIENCIAS DE ELEVADOS DÉFICITS EN LA CUENTA CORRIENTE*

	Australia 1981-1994	Chile 1979-1981	Irlanda 1979-1986	Israel 1982-1984	Malasia 1991-1994	México 1991-1994	Corea 1977-1982	Chile 1996-1998
Cuenta corriente	-4,9	-9,1	-8,5	-7,0	-5,7	-6,1	-5,4	-6,0
Ahorro nacional	18,3	7,4	16,0	15,0	30,0	15,7	25,6	21,0
Inversion	23,2	17,0	24,5	22,0	35,7	22,4	31,0	26,9
Exportaciones	17,0	19,7	52,4	38,0	82,4	12,7	32,5	37,3
Balance fiscal	-2,2	2,1	-11,8	-13,0	-1,5	0,4	-2,8	2,0
Tasa de crecimiento (%)	3,0	7,2	2,8	2,0	8,4	2,6	5,8	6,4
Tipo de cambio real (ind.)	107,1	81,2	98,8	100,8	119,8	87,8	96,5	112,0
Pago de intereses	2,1	5,5	3,7	4,0	2,0	2,2	5,6	1,4
Deuda externa bruta	36,0	48,2	50,0	46,0	35,1	35,5	50,0	34,0

Fuente: Milesi-Ferretti y Razin (1996), Banco Central de Chile y estimaciones propias.

* Todas las variables se expresan como % del PIB, excepto crecimiento que es % de crecimiento anual y el tipo de cambio real que es un índice con base 1970-1995=100.

fue el resultado de un “twin deficit”: en las finanzas públicas y en el sector externo. En Chile a principios de los 80 se puede afirmar que el déficit en la cuenta corriente fue el resultado de una bajísima tasa de ahorro privado y, en consecuencia, el ahorro externo no financió inversión adicional sino que financió un aumento del consumo y una caída del ahorro. Este caso muestra que no es irrelevante un déficit del sector privado y también puede generar problemas. En la actualidad el problema es muy distinto porque las tasas de ahorro son elevadas, igualmente la tasa de inversión y por lo tanto la situación es de mucho menor vulnerabilidad.

Es difícil determinar cuál es un tipo de cambio real de equilibrio en ciertas circunstancias. Por ello, en el Cuadro N° 2 se presenta el tipo de cambio real promedio en cada episodio comparando en base (igual a 100) al promedio del período 1970-1995. En este caso también se observa que el grado de apreciación era muy superior a principios de los 80 en Chile y México en el “Tequila”, que en la actualidad en Chile. Esto no significa que el tipo de cambio esté en su nivel de equilibrio ni que haya algún grado de desalineamiento, pero al menos no es exageradamente elevado como el de otras experiencias.

Por lo tanto, se puede concluir que la situación en Chile no es crítica. Hay una elevada tasa de ahorro e inversión, hay suficientes reservas para cubrir una fuerte reducción en los flujos de capitales —a no ser que se gasten defendiendo el tipo de cambio—, el nivel de endeudamiento externo es bajo y la situación fiscal es sólida. Con el deterioro actual de los términos de intercambio deberíamos empezar a observar a partir de 1999 una reversión desde niveles cercanos al 7%. En consecuencia, será clave lo que ocurra en los dos años próximos para evaluar si efectivamente la economía enfrenta un problema de un déficit persistente. Por ahora es una variable que hay que seguir con atención, pero un déficit en la cuenta corriente de 7% no es alarmante en las actuales circunstancias.

4. ¿Qué se debe hacer?

Como se señaló anteriormente, se requiere de una reducción del gasto y un aumento de la producción en el sector de bienes transables para reducir el déficit en la cuenta corriente. Los mecanismos para un ajuste de este tipo son esencialmente dos:

1. Política macroeconómica restrictiva: tanto la política monetaria como fiscal contribuyen a la contención del gasto, la primera a través de tasas de interés altas, y la segunda a través de aumento de impuestos y/o recortes de gasto.

2. Depreciación del tipo de cambio: para esto, dependiendo del régimen cambiario, las autoridades deberían permitir una depreciación. Por supuesto, como se discute más adelante, puede haber presiones inflacionarias indeseadas. Además esta política puede entrar en conflicto con una política monetaria contractiva que tiende a apreciar el tipo de cambio.

Sin embargo, antes de proponer medidas, uno debería preguntarse por qué la autoridad debería actuar. En especial en un caso como el de Chile donde la caída de los términos de intercambio es una de las principales razones para el aumento del déficit en la cuenta corriente. Uno podría esperar que si no hay intervención de la autoridad, el tipo de cambio se debería empezar a depreciar en términos reales y el gasto se debería empezar a frenar, ya que el país es más pobre, sin necesidad que la autoridad intervenga.

Lo que debiera ser claro es que es necesario que haya algún ajuste fiscal —aunque a mi juicio está lejos de ser una razón relevante para el aumento del gasto agregado o del déficit en la cuenta corriente—, ya que el fisco es más pobre debido a que una de sus importantes fuentes de ingreso ha mermado. Al igual que el resto de los agentes privados que deben ajustar su gasto cuando sus ingresos caen, también lo debe hacer el fisco. No es necesario que el ajuste sea uno a uno con la caída de los ingresos, ya que parte de ella se puede revertir o el ajuste del gasto se debe ir haciendo gradualmente. Sin embargo, hay que ajustar.

Es importante destacar que normalmente se argumenta que hay que ajustar el gasto fiscal para enfrentar cualquier problema. Así, cuando se quiere ayudar a que el tipo de cambio se deprecie, se argumenta que hay que reducir el gasto; cuando se desea que el tipo de cambio no se deprecie mucho (como está ocurriendo en 1998) también hay que ajustar el gasto, lo mismo que cuando la inflación sube, etc. Con estas propuestas la opinión pública puede llegar a dudar de los analistas porque dan argumentos muy complicados y a veces contradictorios. En este caso, sin embargo, hay una razón clara para hacer un ajuste fiscal y que cualquiera podrá entender sin la necesidad de complicadas explicaciones técnicas, y es simplemente que los ingresos son menores y, por lo tanto, si se desea mantener una situación fiscal equilibrada en la actualidad y en el futuro, será necesario hacer un ajuste. La oportunidad macro y la magnitud del ajuste es discutible, pero hay que ajustar.

Con respecto a la política monetaria, ésta debería contribuir a acelerar la respuesta del gasto privado, en la medida que exista la percepción que el gasto se está ajustando muy lento. Ésa es la razón, a mi juicio, para

que haya una política monetaria activa de estabilización. De hecho, si las decisiones privadas están bien tomadas, no habría razones para que la política monetaria actúe. Uno se podría preguntar por qué hay que decirle a la gente cuánto puede gastar, si ellos lo saben mejor que nadie. La razón para afectar el gasto a través de política monetaria es que hay un problema de coordinación. Si todos los agentes económicos saben que tendrán que hacer un ajuste de gasto, pero todos deciden individualmente postergarlo, en el agregado el gasto puede terminar ajustándose más lento de lo requerido y de ahí que una política monetaria restrictiva puede contribuir a dicho ajuste.

El principal problema con una política monetaria restrictiva es que actúa en contra de permitir una depreciación del tipo de cambio. La experiencia de enero claramente lo confirma. Si bien una política de tasas altas ayuda a moderar el gasto, puede tener el efecto contraproducente de también reducir el ingreso y, por lo tanto, el déficit en la cuenta corriente puede no ceder, ya que la caída del gasto puede ir acompañada de una caída del ingreso. Más aún, este efecto se puede amplificar al fortalecerse la moneda nacional tras un alza de tasas.

Permitir una depreciación del tipo de cambio es una respuesta razonable, pero no exenta de riesgos. El principal riesgo es que sea puramente inflacionaria, es decir, que todo lo que se gane en términos de depreciación nominal sea compensado con mayor inflación y, en definitiva, el tipo de cambio real no varíe. Ésta es siempre la inquietud de los banqueros centrales, quienes muchas veces no se resisten a las apreciaciones del tipo de cambio, pero sí a las depreciaciones.

Más allá de comentar la actual coyuntura y qué debe ocurrir con el tipo de cambio, sólo me referiré al impacto inflacionario de una depreciación. La experiencia chilena de mediados de los 80 es un ejemplo claro en el cual hubo una depreciación del tipo de cambio y la inflación no la anuló. La razón es muy simple y es que el tipo de cambio estaba desalineado y era necesario un ajuste de precios relativos. Lo que ha ocurrido este año también confirma que no siempre las devaluaciones son inflacionarias, en especial cuando hay razones para que el tipo de cambio real se deprecie. El tipo de cambio en los últimos meses se ha depreciado más allá de lo que se esperaba el año pasado y no ha pasado nada significativo en materia inflacionaria. Es cierto que la inflación internacional relevante para Chile ha sido negativa, lo que ayuda a evitar la inflación producida por el tipo de cambio. Pero eso es una excusa al hecho de fondo, que es que no ha habido inflación como muchos pronosticaron a principios de año. Incluso hubo quienes plantearon que había que revisar la meta de inflación, porque con la depreciación de los primeros meses la meta no era alcanzable.

Las cifras de los últimos meses son muy reveladoras. Entre abril de 1996 y 1997 el tipo de cambio nominal (respecto del dólar) subió un 2,2%, la inflación doméstica fue 6,1% y la inflación internacional relevante fue de -3,9%. Un año después, entre abril de 1997 y 1998, el tipo de cambio subió mucho más, un 8,7%, la inflación doméstica fue menor, 5,4%, y la inflación internacional similar, -2,9%. Lo que esto demuestra es que no hay una relación única entre inflación y tipo de cambio, ya que incluso la inflación fue menor en un período de mayor devaluación. Y esta diferencia no se puede explicar basados en la inflación internacional. Lo que ocurre es que si se requiere un cambio en precios relativos, en particular una depreciación del tipo de cambio real, el aumento del tipo de cambio no se transmitirá enteramente a inflación. Algún traspaso de devaluación a inflación ocurrirá, pero será limitado. El argumento que una depreciación se traduce enteramente en inflación fue el mismo que se usó para defender el tipo de cambio fijo en Chile a principios de los ochenta. Fue el mismo argumento que usaron varios países europeos antes de la crisis del sistema monetario europeo en 1992. En ambos casos la realidad mostró lo contrario: no todo es inflación, e incluso en el caso europeo las monedas se depreciaron fuertemente y la inflación no varió prácticamente nada⁶.

Para ilustrar con evidencia más reciente este punto, los Gráficos N^{os.} 1 y 2 muestran lo ocurrido en Australia y Nueva Zelandia en el último tiempo, a partir de 1997. Ambas economías están muy ligadas a las economías de Asia, y sus tipos de cambio se han depreciado fuertemente respecto del dólar. En el caso de Nueva Zelandia, ellos no intervienen en el mercado cambiario y tienen un tipo de cambio completamente flexible. Como los gráficos lo revelan, en ambos países, a pesar de la fuerte depreciación de sus monedas, la inflación no ha subido, e incluso ha estado bajando en Australia.

Con esta evidencia no quiero argumentar que permitir un fuerte aumento del tipo de cambio es irrelevante para la inflación y que ése sea el camino que deba seguirse. Con estos ejemplos pretendo sólo compensar a aquellos que argumentan que hay que defender el tipo de cambio a como dé lugar, ya que de otra forma habrá sólo más inflación. Esa prescripción es altamente riesgosa, infundada, y la literatura reciente ha mostrado que puede conducir a mayores problemas que los que se pretende resolver: el tipo de cambio termina cediendo de todos modos, pero después de que las economías se han frenado bruscamente.

⁶ Más antecedentes sobre estas y otras experiencias se pueden encontrar en Eduardo Borenstein y José De Gregorio, "Inflation and devaluation after currency crisis" (1998).

GRÁFICO N° 1: INFLACIÓN Y DEVALUACIÓN EN AUSTRALIA
(% de cambio en 12 meses, 1997-1998)

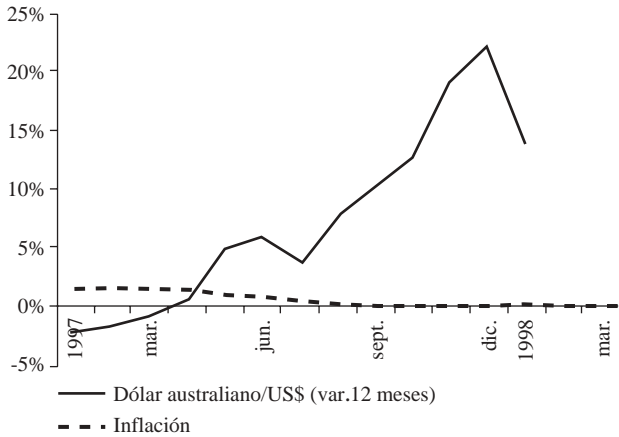
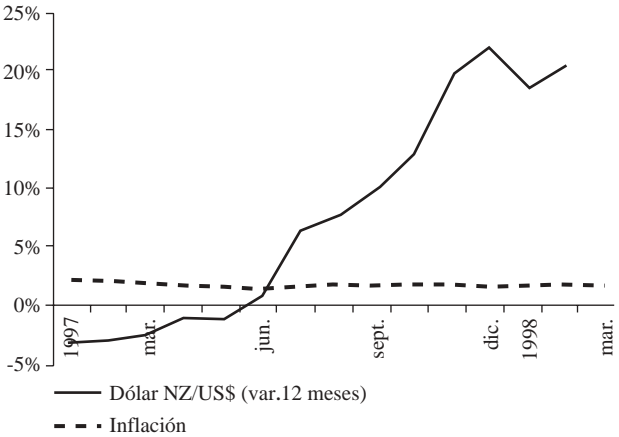


GRÁFICO N° 2: INFLACIÓN Y DEVALUACIÓN EN NUEVA ZELANDIA
(% de cambio en 12 meses, 1997-1998)



Es importante mantener cierto grado de flexibilidad y reconocer que los cambios en la situación externa requieren de respuestas de políticas realistas y que reconozcan los ajustes que se deben producir. Ésa es la mejor forma de no transformar una situación de elevado déficit en la cuenta corriente en una situación insostenible que termina con costosos ajustes.

Postscriptum: Estas notas están basadas en una presentación a principios de mayo de 1998 en el Centro de Estudios Públicos. A fines de junio se vivió una segunda ronda de tensiones cambiarias después de la ocurrida en enero. El Ministerio de Hacienda y el Banco Central anunciaron un conjunto de medidas para estabilizar la situación y, prácticamente, todo el mes de julio fue un período de alta inestabilidad en los mercados financieros, tanto en tasas de interés como tipo de cambio. Sin duda que el ajuste fiscal en la dirección de mantener una situación austera y mantener el superávit fiscal, y el hecho de haber permitido un tipo de cambio más depreciado, demuestran realismo por parte de las autoridades. Sin embargo, no hay evidencia de que los fundamentos de la situación macroeconómica hayan cambiado, por lo cual tampoco es obvio que no seguiremos con una situación de cierto cuidado. La evolución del déficit en la cuenta corriente será una de las variables importantes por observar.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Borenzstein, Eduardo; y De Gregorio, José (1998). "Inflation and Devaluation after Currency Crisis". Mimeo, FMI y Universidad de Chile.
- De Gregorio, José (1998). "Macroeconomía". Apuntes de clases, capítulo 1, <http://www.dii.uchile.cl/~in41b>.
- Milesi-Ferretti, Gian-Maria y Assaf Razin (1996). "Current-Account Sustainability". *Princeton Studies in International Finance*, 81. 