

Crisis cambiarias

En los casos de déficit fiscal, el sector público recurre al endeudamiento, al uso de reservas o a la emisión de dinero.

Felipe Larraín

Situación insostenible

Los intentos de un gobierno por gastar más de lo que recauda tienen importantes efectos en la economía, como la pérdida de reservas internacionales, la depreciación de la moneda y un aumento en la inflación.

Al inicio del curso comentamos que América Latina y otros países en desarrollo experimentaron tasas de inflación muy altas durante la década de los ochenta y comienzos de los noventa.

En casi todos los casos, las altas tasas de inflación fueron provocadas por cuantiosos y persistentes déficit fiscales, financiados por el banco central mediante emisión de dinero.

En la práctica, el déficit del sector público se puede cubrir de tres maneras: a través del endeudamiento (ya sea interno o externo), usando las reservas internacionales o emitiendo dinero.

Los países que han operado con déficit fiscales persistentes enfrentan dificultades para endeudarse más y pierden reservas internacionales. Tarde o temprano sus autoridades recurren a la emisión de dinero para financiar el déficit.

Tipo de Cambio fijo

Si un país adopta un régimen de tipo de cambio fijo, el déficit fiscal financiado con emisión de dinero finalmente se traduce en una pérdida de reservas internacionales.

Esto sucede así porque a medida que las personas cuentan con una mayor cantidad de dinero de la que necesitan para respaldar sus transacciones económicas tratan de invertir en otras alternativas financieras, algunas de ellas en el extranjero.

Para estas últimas necesitan primero convertir el dinero nacional en extranjero, pero a medida que lo hacen el tipo de cambio tiende a subir.

Para que la moneda local no se deprecie (es decir, el tipo de cambio no suba), el banco central debe vender dólares con el fin de mantener el tipo de cambio.

Por lo tanto, mientras existan reservas internacionales disponibles el tipo de cambio puede mantenerse fijo y el país puede evitar la inflación. Sin embargo, si el déficit persiste y las

reservas se agotan, el banco central no tendrá más opción que devaluar (o dejar flotar el tipo de cambio). Finalmente, no podrá evitar la inflación.

Tipo de Cambio flexible

Bajo un sistema de tipo de cambio libre o flotante, un déficit persistente también es financiado de forma directa con emisión monetaria. Sin embargo, como el banco central no está comprometido a mantener el tipo de cambio, se produce una continua depreciación del tipo de cambio. Ésta hace aumentar los precios domésticos, en especial aquellos que están orientados al mercado exterior (o precios de bienes transables).

Al final, el déficit conduce a mayores tasas de inflación. Esto equivale a financiar el déficit con un impuesto (el impuesto inflación) que el gobierno "cobra" a los que mantienen moneda nacional.

Desde el punto de vista del gobierno, este impuesto tiene la "ventaja" de que no necesita aprobación legislativa ni tiene costo administrativo al recaudarlo.

No obstante, es un impuesto muy ineficiente y afecta en mayor medida a los que tienen menos, es decir, es un impuesto regresivo, porque las personas más pobres mantienen, en general, una mayor proporción de su ingreso en efectivo.

1970-1973

La figura 1 muestra la experiencia chilena entre 1970 y 1973, e ilustra la relación entre déficit fiscal y pérdida de reservas. Durante ese período, el déficit del sector público pasó de ser poco más del 6% del PIB hasta llegar a un abultado 30%.

El déficit fue financiado en su mayor parte con emisión monetaria. No es extraño, entonces, que las reservas internacionales hayan caído desde 41a 9% de las importaciones anuales. Por ende, buena parte del déficit fiscal se financió con la pérdida de reservas internacionales.

En definitiva, bajo un tipo de cambio fijo, un déficit fiscal alto y creciente que es financiado con emisión de dinero finalmente se traduce en la pérdida de reservas internacionales, y, por tanto, es insostenible.

El aumento de la inflación es una de las consecuencias

Crisis de balanza de pagos

El colapso de un sistema de tipo de cambio fijo se conoce como "crisis de balanza de pagos", lo cual ocurre cuando el banco central enfrenta un progresivo agotamiento de sus reservas internacionales y se ve obligado a devaluar significativamente la moneda o a adoptar un cambio flexible en el contexto de una fuerte depreciación.

Si el público prevé este colapso, las personas que tienen dinero nacional se apresuran a cambiarlo por moneda extranjera, normalmente por dólares.

Este fenómeno, que se conoce como un "ataque especulativo", agota las reservas de moneda extranjera del banco central (o las lleva a un nivel mínimo).

Caso argentino

Un claro ejemplo ocurrió en Argentina cuando colapsó el sistema de caja de convertibilidad vigente desde principios de los 90. Durante el primer semestre de 2001 el nivel de reservas del Banco Central se había mantenido estable en alrededor de US\$24 mil millones.

Pero los tres años continuos de recesión, los altos índices de evasión tributaria y la reticencia a bajar los niveles de gasto público hicieron que el déficit se tornara incontrolable.

Así, entre julio y agosto de ese año, las reservas cayeron en 6.500 millones de dólares, casi un tercio de su valor inicial.

Un programa de rescate financiero del FMI en septiembre pudo lograr que las reservas se recuperaran hasta los 21 mil millones de dólares y que el sistema cambiario continuara.

No obstante, la confianza en el programa económico ya había desaparecido. Sin poder recurrir al financiamiento externo, reflejado en una prima por riesgo país de 1.500 puntos base (15%) sobre la tasa del Bono del Tesoro de EE.UU., y enfrentando costos prohibitivos para endeudarse internamente, la autoridad inicialmente encaró la creciente demanda de moneda extranjera vendiendo sus reservas a un ritmo promedio de 400 millones de dólares al mes.

En diciembre de 2001 la situación se tornó crítica y las restricciones a las operaciones financieras se endurecieron para evitar un ataque especulativo masivo, creando el "corralito financiero", que impidió a las personas utilizar sus fondos depositados en el sistema bancario.

La administración del Presidente Duhalde optó por devaluar como una forma de preservar las reservas internacionales, hasta que el peso se ubicara en una relación de 1,4 peso por dólar, bajo el argumento de que una devaluación controlada evitaría que la inflación llegara a acelerarse.

Pero -como normalmente ocurre- la devaluación no pudo controlarse.

Luego, Argentina adoptó el tipo de cambio flexible y durante 2002 el peso se llegó a transar en más del triple que el 2001 respecto al dólar y la inflación superó el 40%.

Sudeste asiático

La crisis del sudeste asiático, en la segunda mitad de la década de los 90, es otro ejemplo de crisis de balanza de pagos.

Sin embargo, la función del Estado en la gestación de la crisis asiática es distinta a los casos presentados antes, en el sentido de que en el caso asiático las autoridades no incurrieron en déficits fiscales insostenibles.

El modelo usual que utilizan los economistas para analizar fenómenos de este tipo (gobiernos con altos déficit + inflexibilidades en mercados = pérdida de reservas + crisis) se "quedó corto" al tratar de explicar los sinsabores de la caída de los tigres asiáticos.

El aumento del flujo de capitales hacia los mercados emergentes durante la primera mitad de los 90 generó grandes volúmenes de inversiones nuevas, pero al mismo tiempo tendió a provocar la pérdida de competitividad de varias monedas asiáticas que estaban operando bajo un régimen de tipo de cambio fijo.

A principios de 1997, al menos dos monedas -el baht tailandés y el won coreano- parecían estar listas para una devaluación.

Los inversionistas nacionales y extranjeros comenzaron a convertir parte de sus reservas de moneda local en moneda extranjera. Esto provocó una pérdida gradual de reservas internacionales. El Banco Central de Tailandia devaluó el 2 de julio de 1997.

Muchos bancos asiáticos tenían cuantiosas deudas de corto plazo en dólares con inversionistas internacionales, especialmente bancos de Europa, EE.UU. y Japón.

Cuando Taiwán devaluó, los inversionistas aceleraron el retiro de sus préstamos a la región, pues temían que, de no hacerlo, las deudas de corto plazo no se pagarían.

Los bancos asiáticos no estaban en condiciones de pagar fácilmente a sus acreedores externos, pues tenían el dinero colocado en créditos a proyectos de inversión de largo plazo. Así, no podían simplemente pagar el volumen de créditos de corto plazo que estaban venciendo.

La posibilidad de incumplimiento de pagos aumentó y esta sensación de caos inminente agravó el pánico de los acreedores externos. Muchos deudores fueron empujados hacia la quiebra y las monedas asiáticas empezaron a desmoronarse a medida que los inversionistas internos y externos trataban de retirar sus fondos de la región.

Próximo jueves: El costo de estabilizar una economía.

En el caso del sudeste asiático, no hubo déficits fiscales insostenibles.