

Política Cambiaria:

¿OPCIONES...? QUE LAS HAY... LAS HAY

La inestabilidad cambiaria observada entre mayo y junio fue atribuida en gran medida, al proceso electoral por el que venía atravesando el país. Esta hipótesis pareció confirmarse cuando, una vez conocido el resultado de las elecciones, la tasa de cambio se desplomó hasta ubicarse a una distancia máxima de \$68,5 con respecto al techo cambiario el pasado 2 de julio.

No obstante, durante la semana que acaba de terminar, la tasa de cambio registró un aumento de \$26,3 y su distancia con respecto al techo cambiario volvió a estrecharse. Todo parece indicar que el alza está asociada a la recomposición de la posición propia de entidades financieras, que habían tenido que vender dólares para cubrir sus necesidades de liquidez.

No hay duda; el tema electoral estaba causando ruido sobre las expectativas de los agentes; sin embargo, ese fue un factor coyuntural que ya desapareció y ahora permite ver que subsisten los problemas de fondo: el profundo desbalance en el sector externo; el deterioro creciente de las finanzas públicas; la turbulencia en los mercados financieros internacionales y la caída de los precios de los principales productos básicos de exportación.

Todos estos factores, sumados a los costos que ha traído el prolongado uso de la tasa de interés para estabilizar el mercado cambiario, justifican la adopción de medidas complementarias tendientes a neutralizar nuevos bandazos de la tasa de cambio y las tasas de interés. Desde luego, esas serán medidas temporales mientras se toman las decisiones de fondo en el plano fiscal y se buscan soluciones al problema de la cuenta corriente.

Aprendamos del ejemplo

La situación por la que ha venido atravesando la economía chilena desde octubre del año pasado es bastante similar a la colombiana; como consecuencia de la crisis asiática, las autoridades económicas tuvieron que enfrentarse a dos ataques especulativos (enero y junio) que los llevaron a incrementar las tasas de interés internas, a desacumular reservas internacionales y a ajustar sus finanzas públicas.

Los problemas que enfrentan ambas economías se evidencian el deterioro de algunos indicadores líderes de la posición externa del país. En el caso chileno se tiene previsto un déficit en cuenta corriente equivalente al 6,2% del PIB para 1998, como consecuencia de la caída que ha venido presentando el precio internacional del cobre (el más bajo de los últimos once años); la pérdida de reservas internacionales asciende a US\$2.500 millones desde octubre de 1997 (US\$1.000 millones en solo el mes de junio pasado), y la devaluación con respecto al dólar ha sido del 10% en los últimos nueve meses.

La economía chilena mantiene su dinámica de crecimiento (5,5% anual), la inflación está ligeramente por encima de lo esperado (5,4% anual frente a una meta del 4,5%) y el desempleo está en 5,6%; no obstante, el banco central restringió la liquidez y la tasa interbancaria registró un aumento de 1,8 puntos entre marzo y julio, al pasar de 0,77% a 2,58% promedio mensual¹. Por su parte, en lo corrido del año, el Ministerio de Hacienda ha hecho recortes de gasto por US\$685 millones, equivalente al 0,7% del PIB.

¹ El dato de Julio corresponde al promedio de la tasa interbancaria en lo corrido del mes.

Consciente de las limitaciones y de los altos costos que implica la defensa de la moneda mediante las tasas de interés y la restricción monetaria, hace dos semanas el Consejo del Banco Central de Chile adoptó un fuerte paquete de medidas, conformado por cuatro ingredientes: 1. reducción del depósito obligatorio al endeudamiento externo del 30% al 10%; 2. emisión de Pagarés Reajustables en Dólares (indexados a la tasa de cambio) a un plazo de tres años; 3. realización de operaciones repo en dólares a un plazo de 180 días; "este mecanismo es una opción que pueden o no ejercer los bancos que realizan las transacciones con el Central... El instituto emisor comprará dólares a los bancos, con el compromiso de volver a venderlos al valor del techo de la banda" (El *Mercurio*, junio 27 de 1998); 4. reducción de la amplitud de la banda cambiaria del 25% al 5,5%. En últimas, todas estas medidas apuntan a incrementar el flujo de divisas a la economía chilena, a disminuir la demanda del mercado cambiario y a reducir el peso que actualmente tiene la tasa de interés como instrumento de ajuste macroeconómico

¿Y nosotros qué?

La experiencia chilena comprueba que el fenómeno que está atravesando la economía colombiana no se puede entender como un hecho aislado en el mundo. Además, el pragmatismo de las autoridades económicas chilenas constituye un intento de defenderse frente a la compleja coyuntura internacional y una opción interesante frente al deterioro de la actividad productiva por la vía de las altas tasas de interés.

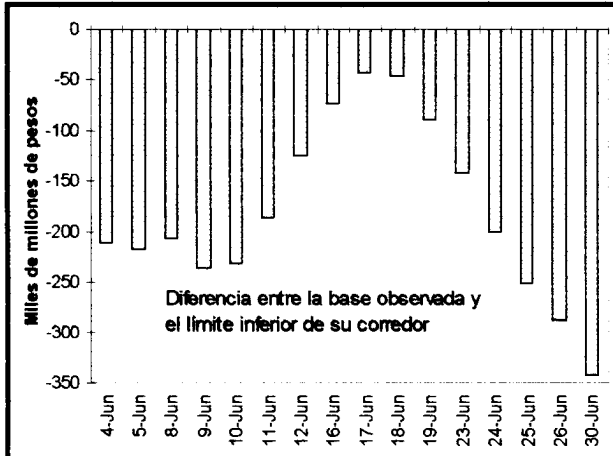
En nuestro caso, se ha logrado defender la banda cambiaria, pero se ha incurrido en altos costos en términos del deterioro de las utilidades de las instituciones financieras y la pérdida de dinamismo de la actividad económica; creemos que hay alternativas diferentes a las altas tasas de interés y al estrechamiento de la liquidez de la economía, que pueden permitir una reducción de la tensión del mercado cambiario sin sacrificar la banda cambiaria o la programación macroeconómica.

Sin alternativas de política, no podremos establecer mecanismos de protección frente a la turbulencia de los mercados financieros internacionales y seguiríamos manteniendo el fantasma de la crisis cambiaria, con todo y su séquito de crisis financiera y parálisis de la actividad económica.

I. SITUACION MONETARIA

La base monetaria correspondiente al 30 de junio fue de \$7,19 billones, lo que representa una diferencia entre ésta y su corredor de más de \$340 mil millones (gráfico 1).

Gráfico 1
Diferencia entre la base monetaria y su
corredor



Fuente: Banco de la República.

La significativa separación de la base respecto a su corredor, evidencia la iliquidez por la que atravesó la economía en esa semana. Sin embargo las medidas adoptadas por el Banco de la República (aumento en el cupo de repos y el acceso a recurso a través de subasta con cartera tipo A), lograron reducir significativamente las presiones de liquidez observadas en la semana anterior (Cuadro 1)

Cuadro 1
Monto de repos y subasta de cartera
tipo A (6 - 10 de julio)

	Repos	Cartera "a"
6-Jul	320,000	
7-Jul	291,325	300,000
8-Jul	291,325	
9-Jul	253,465	
10-Jul	284,395	
PROMEDIO	288,102	300,000

Fuente: Banco de la República.

Durante junio, las entidades financieras accedieron a recursos mediante cupos ordinarios con el emisor, por un monto cercano a los \$800 mil millones. Cabe recordar que el vencimiento de dichas obligaciones, se cumplirá paulatinamente en las próximas semanas. Sin embargo, gracias al alivio en la situación de liquidez, algunas de las entidades han ido pagando anticipadamente sus obligaciones.

II. PRODUCTOS BASICOS

El precio internacional del petróleo (WTI), correspondiente al 9 de junio fue de US\$13,94 por barril. Al parecer, la reunión de los países miembros de la OPEP realizada el miércoles 8 de julio, con el fin de reducir la producción del crudo, no tuvo los efectos esperados; por el

contrario, se registró una caída en la cotización del crudo, cercana a un dólar con respecto a la semana anterior (cuadro 2).

Cuadro 2

Precio internacional del petróleo y precio externo del café

	Petróleo WTI	Café Cts de dólar/libra
6-Jul-98	13.95	126.55
7-Jul-98	13.66	126.18
8-Jul-98	13.91	127.25
9-Jul-98	13.94	127.30

Fuente: Ecopetrol y Fondo Nacional del Café.

De otra parte, la cotización del café correspondiente al 9 de julio fue de 127 centavos de dólar, sin registrar cambios significativos con respecto a la semana anterior.

III. TASAS DE INTERES

El viernes 10 de julio, la tasa interbancaria fue de 35,05%. E.A. presentando una caída de 2 puntos con respecto al mismo día de la semana anterior (cuadro 3)

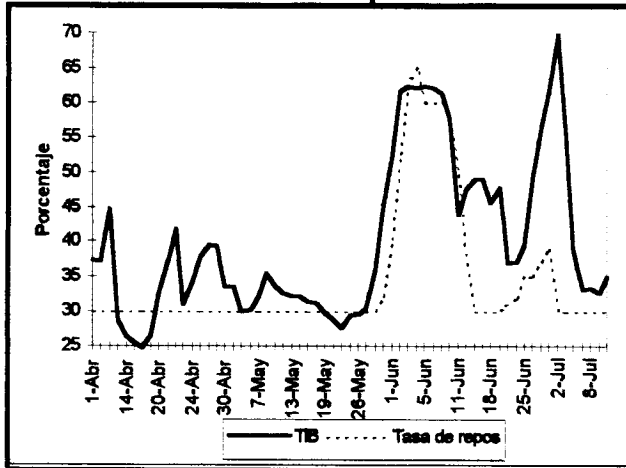
Cuadro 3

Tasa interbancaria y tasa de CDT de tesorería a 90 días

FECHA	INTERBANCARIA		CDT 90 DIAS ^{1/}	
	Venc. diaria	E.A.	T.A.	E.A.
30-Dic-97	28.74	33.28	21.59	24.80
Prom. Ult. mes	36.76	44.40	31.11	38.24
06-Jul-98	32.78	38.77	31.47	38.78
07-Jul-98	28.56	33.04	31.25	38.45
08-Jul-98	28.69	33.22	30.97	38.04
09-Jul-98	28.22	32.59	30.60	37.48
10-Jul-98	30.06	35.05	30.48	37.31

Fuente: Encuesta diaria Asobancaria.

Gráfico 2
Tasa interbancaria y tasa de intervención del Banco de la República



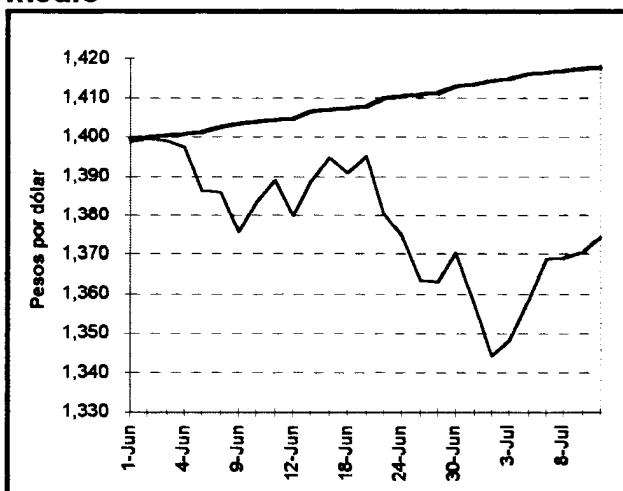
Fuente: Encuesta diaria Asobancaria y Banco de la República.

El hecho de que el emisor haya permitido acceder a la subasta de repos con cartera de tipo A, ha hecho posible que las entidades puedan obtener recursos menos costosos para cubrir sus requerimientos de encaje. Con éstas medidas, se advierte una recuperación en términos de liquidez del mercado, lo cual ha ocasionado que la tasa interbancaria, converja a la tasa de intervención del Banco de la República (gráfico 2).

IV. MERCADO CAMBIARIO

La tasa de cambio promedio presentada el viernes 10 de julio, fue de \$1.374,5, registrando un incremento de \$26,5 con respecto a la semana anterior (gráfico 3).

Gráfico 3
Banda cambiaria y tasa de cambio promedio



Fuente: Banco de la República y Citiinfo.

Durante la semana pasada la tasa de cambio promedio siguió con la tendencia descendente observada durante las últimas dos semanas. Sin embargo, el 6 de julio volvió a repuntar como resultado de la mayor demanda de entidades financieras y del sector real, cuya posición en dólares, había descendido de manera importante para cubrir las necesidades de liquidez.

V. TES

El miércoles 8 de julio se realizó una subasta de TES, cuyo cupo fue de \$30 mil millones y la oferta fue de \$87 mil millones, a una tasa mínima del 37% E.A. y máxima del 45% E.A. Dada la alta rentabilidad exigida por parte del mercado, dicha subasta fue declarada desierta.