

P 762

POLITICA CAMBIARIA Y SU RELACION A LA ECONOMIA INTERNA DE

CHILE

GENERAL

La determinación de una política cambiaria adecuada depende en Chile de varias consideraciones. Planteadas brevemente y en términos generales, las más importantes de estas consideraciones se relacionan con lo siguiente:

1.- Balanza de Pagos y Reservas.- Los efectos del tipo de cambio sobre la balanza de pagos y el nivel de las reservas.

2.- Exportaciones.- La necesidad de una política cambiaria y de exportación que estimule tanto las exportaciones actuales como el desarrollo a la larga de una industria de exportación más amplia y diversificada.

3.- Economía Interna.- La necesidad para la economía interna de un suministro adecuado de mercaderías importadas y los efectos de un alza en el tipo de cambio sobre los precios internos, el costo de la vida y, a través de esto, sobre los salarios, el presupuesto fiscal, los créditos y la situación monetaria y económica en general.

4.- Mercado de Corredores.- La conveniencia de evitar una discrepancia excesiva entre el tipo de cambio bancario y el del mercado de corredores.

5.- Otros Instrumentos además del Tipo de Cambio.- Hasta qué punto pueden obtenerse, por otros métodos, los resultados que se desean de una variación en el tipo de cambio. Por ejemplo hasta qué punto el volumen de las importaciones puede alterarse por variaciones en el monto de los depósitos requeridos de los importadores, por los derechos de importación o impuestos a las compras, o por la política crediticia, dada el alcance que otros factores de la economía permita que esta última sea variada según las necesidades de la balanza de pagos.

Evidentemente, no se puede determinar con criterio mecánico el nivel conveniente de los tipos de cambio, pues es esencialmente materia de juicio, basada sobre una apreciación de las evoluciones actuales y en perspectiva en los mercados cambiarios y en la economía general, y sobre un avalúo de considerandos, muchos de los cuales arrancan en direcciones opuestas. Por ejemplo, la conveniencia de acumular, o por lo menos de salvaguardar, las reservas de divisas posarse contra los efectos perturbadores de un alza en el tipo de cambio sobre una economía que está en un programa anti-inflacionista en desarrollo y, a la inversa las necesidades de la economía interna deben contrapesarse con lo que ocurriría en el caso de producirse una baja verdaderamente seria en las reservas. Al fijar el tipo de cambio, deben tomarse en cuenta las necesidades de los exportadores; no sería conveniente, por ejemplo, tener un tipo de cambio tan bajo que valiosos e importantes sectores de la industria exportadora de Chile quedaran fuera de los mercados extranjeros por razones de precio; pero, por otra parte, existe un mercado límite con respecto al punto hasta donde puede permitirse que los exportadores marginales influyan sobre la política cambiaria,

ya que el tipo de cambio que satisfaría a todos los exportadores marginales sería tan alto que sería completamente inaceptable desde el punto de vista de sus efectos sobre el costo de la vida y sobre la economía interna en General. Un exceso en el tipo de cambio en el mercado de corredores con respecto al del mercado bancario puede, a menudo, controlarse si las autoridades cambiarias prestan su apoyo al mercado de corredores mediante la venta de dólares; pero, aun cuando el control por este medio es legítimo y a menudo conveniente, siempre que el desembolso de divisas sea relativamente pequeño, tan pronto como se observe que el desembolso va a subir a límites más altos de lo razonable, deben estudiarse otros procedimientos de acción.

En vista de las posibles e importantes consecuencias de una variación en el tipo de cambio u otros acontecimientos en el terreno cambiario extranjero sobre la economía interna, los juicios que se forman son delicados, y dependen en gran parte no sólo de hechos y análisis sino también de tacto. Al efectuarse cualquier alza en el tipo de cambio deben considerarse no sólo los efectos psicológicos sino también la cuestión de oportunidad con vistas al momento en que tales cosas como los reajustes de salarios alcancen su punto álgido, y cuando importantes materias económicas se estén discutiendo en la legislatura, etc. Tanto el análisis como el tacto necesarios para formar juicios sensatos con respecto a la política cambiaria requieren un exámen de la situación concreta.

Evoluciones Cambiarias Recientes

El Cuadro I muestra las reservas en monedas extranjeras del Banco Central, incluyendo las reservas en (1) oro y (2) US dólares y £ esterlinas de libre conversión en US dólares, las últimas dadas en sus equivalencias en US dólares. Con propósitos prácticos y simplificativos, los US dólares y esterlino convertible pueden considerarse como la reserva básica y libre de moneda extranjera. Estrictamente hablando, el oro que no forma parte de la Antigua Reserva, es decir, la Nueva Reserva y Varios y Depósitos de Terceros, forman parte también de la libre reserva pero, debido a la relativamente pequeña cantidad en cuestión y al hecho de que este oro probablemente se usaría en la práctica sólo como segunda línea de defensa, después de haberse agotado la reserva en moneda corriente extranjera, puede dejarse fuera de la libre reserva básica. Debido a las limitaciones legales para su uso, la Antigua Reserva no puede considerarse como parte de la libre reserva.

Se observará del Cuadro, que las reservas en US dólares y en £ esterlinas de libre conversión han oscilado en las dos direcciones, hacia arriba y hacia abajo entre Diciembre, de 1955 y Junio de 1956; refiriéndose siempre al fin del mes, bajó de US\$ 29.9 millones en Diciembre a US\$ 15.0 millones en Enero, subió a US\$ 35.8 millones en Marzo, bajó a US\$ 22.2 millones en Abril, subió a US\$ 42.8 millones en Junio y bajó a US\$ 38.1 millones al 15 de Julio. En otras palabras las reservas aumentaron considerablemente desde la iniciación de la reforma cambiaria.

Este movimiento es el resultado neto de varios factores, sobre los cuales, debido a la falta de datos, no puede darse una explicación estadística completa. Pero, para dar una idea aproximada de lo ocurrido, se puede reseñar, en términos generales, varios de los principales factores que influyeron sobre él. El grueso de las entradas efectivas de dólares provenientes de los impuestos al cobre se recibe el último día de cada trimestre, y debido a la gran proporción de entradas totales

de divisas derivadas de esta fuente, ésto tiende a aumentar las reservas en esos meses. Esto explica, en gran parte, el porqué Diciembre, Marzo y Junio fueron meses de reservas cumbres.

Antes de la reforma cambiaria, muchos exportadores, sin contar la Gran Minería, tendían a retener sus entradas fuera del mercado en espera de un tipo de cambio más alto que traería consigo la reforma. Pero, por otra parte, las autoridades cambiarias previniendo la reforma, se resistían a entregar cobertura de divisas a los importadores. Esto, agregado a las entradas del impuesto al cobre en Marzo, pesó más que la retención de divisas por parte de los exportadores y, en ese mes, las reservas aumentaron substancialmente. En los primeros veinte días de Abril, se encontró que no era posible restringir el otorgamiento de coberturas de importación, se concedió una apreciable cantidad y las reservas disminuyeron.

Después de la reforma cambiaria, y tal como ha ocurrido en otros países que han adoptado medidas similares, se produjo una gran disminución de pedidos de importación. Al tener los importadores posibilidades de mayor libertad de importación y acosados por los depósitos exigidos y la restricción de créditos, han estado desinflando, en algunos casos, sus inventarios inflados. Hubo efectivas y considerables entradas de divisas provenientes de los impuestos al cobre en Mayo y Junio, y, por lo menos por un tiempo, un flujo de divisas de los exportadores que habían estado esperando la reforma para entregarlas. Por lo tanto, las reservas aumentaron en Mayo y Junio, a pesar del alto nivel de pagos invisibles durante el último mes, hasta alcanzar un nivel alrededor de US\$ 20 millones por encima de lo que habían sido a fines de Abril, y de US\$ 13 millones sobre el de fines de Diciembre de 1955.

El Cuadro II muestra bajo Mayo y Junio un detalle de las entradas efectivas y los desembolsos de divisas del Banco Central, que explica la variación de sus reservas durante esos meses; compras totales, menos el total de ventas, más o menos el saldo neto de otras operaciones; son iguales al cambio en las reservas. Las pequeñas diferencias entre los dos se deben a que se han redondeado las cifras.

Hubo entradas efectivas de divisas del Fisco derivadas del impuesto al cobre, más o menos de US\$ 15 millones en Mayo y de US\$ 21 millones en Junio. Las entradas provenientes de compras de pesos por parte de las compañías cupríferas, para cubrir sus gastos corrientes, fueron mucho menores, alrededor de US\$ 3.3 millones en Mayo y de US\$ 2.5 millones en Junio. Estas dos categorías representan los US\$ 42 millones aproximadamente del total de US\$ 43.5 millones de entradas de divisas durante estos dos meses.

Las ventas de divisas fueron de más o menos US\$ 5.9 millones en Mayo y de US\$ 14.9 millones en Junio. La mayor parte del aumento de la venta de divisas a "Varios", desde US\$ 1.3 millones en Mayo hasta US\$ 7.2 millones en Junio, se debió a pagos invisibles que vencían en ese mes. El desembolso de US\$ 3 millones aproximadamente, bajo el rubro "Otro", se refiere a una transacción en la que la Caja de Amortización obtuvo un préstamo por esa suma en divisas, dando en prenda un valor equivalente en oro, el que el Banco Central guardaba previamente en custodia, por cuenta de dicha Caja, como garantía.

En un amplio sentido, las reservas en monedas extranjeras de Chile consisten no solamente en los valores cambiarios del Banco Central, sino también en aquellos de los bancos comerciales, ya que las mismas están también disponibles sólo para el financiamiento de las importaciones y para efectuar otros pagos específicamente permitidos por las leyes cambiarias. Al escribir esto, no se dispone todavía de datos sobre los valores netos en monedas extranjeras de los bancos comerciales. Pero si tenemos datos que indican que, entre el 20 de Abril y el 6 de Julio, los bancos comerciales compraron alrededor de US\$ 23.9 millones, en monedas extranjeras y vendieron más o menos US\$ 22.8 millones, lo que da US\$ 1 millón de compras netas. Como esta suma es relativamente pequeña comparada con las variaciones en las reservas del Banco Central, puede tomarse el movimiento de este último como representativo del conjunto de reservas.

El Cuadro III muestra las ventas de divisas en dólares (incluyendo el esterlino convertible) por el sistema bancario, esto es, Banco Central y bancos comerciales, a clientes no bancarios, durante el período comprendido entre el 20 de Abril y el 20 de Julio. Estas cifras indican, en realidad, la demanda del mercado bancario por divisas en dólares.

Las ventas totales de divisas fueron, durante ese período de 90 días, de más o menos US\$ 45 millones, de manera que la venta media diaria fue de US\$ 500.000 aproximadamente. Hubo un aumento de alrededor de US\$ 8.5 millones en estas ventas entre Mayo y Junio, debido principalmente a un aumento de US\$ 1.3 millones a US\$ 7 millones en ventas por el Banco Central a clientes no-bancarios, lo que, como se ha anotado anteriormente en relación con el Cuadro II, se debió mayormente al vencimiento de pagos invisibles en el último mes. El término medio de ventas durante los primeros veinte días de Julio fue más bajo que durante igual período del mes anterior.

El Cuadro IV muestra la demanda neta efectiva de importaciones representada por los depósitos de importación; las cifras son netas en el sentido de que no incluyen los depósitos liquidados a la llegada efectiva de las importaciones. Al 26 de Julio, la demanda efectiva de importación, representada por los depósitos netos pendientes, era de aproximadamente US\$ 40 millones. En la actualidad están disponibles las cifras de los depósitos brutos para fechas recientes; ellas indican un nivel bruto total, al 26 de Julio, de US\$ 59 millones, de los cuales más o menos US\$ 7 millones han sido liquidados al llegar las importaciones con divisas no suministradas por el mercado bancario. Lo que todo esto quiere decir, es que, desde que se implantó la reforma cambiaria, se han hecho depósitos equivalentes a importaciones por un total de US\$ 59 millones; de éstos, alrededor de US\$ 7 millones no pagados con divisas del mercado bancario, dejando más o menos US\$ 40 millones aún pendientes.

La interpretación del aumento en la demanda de importaciones, representada por los depósitos pendientes, se hace sumamente difícil por el hecho de que las importaciones han estado llegando no sólo mediante el sistema de depósitos, sino también como resultado del aprovechamiento del gran número de previas emitidas anteriormente y aún pendientes cuando comenzó a funcionar el nuevo sistema cambiario. Un cálculo aproximado, tomando en cuenta el valor de US\$ 12 millones en importaciones que han entrado al país mediante el sistema de depósitos y se han cancelado por intermedio del mercado bancario, comparadas con las ventas de divisas en dólares de importación por los bancos, indica que, entre el 20 de Abril y el 20 de Julio, la

gran mayoría de las importaciones, bajo el nuevo sistema, han estado llegando con previas más bien que con el sistema de depósitos. El aumento de los depósitos puede, por lo tanto, reflejar no solamente un incremento en la demanda de importaciones, sino también el arraigamiento del nuevo sistema y un cambio en la proporción de las importaciones que llegan por intermedio del sistema de depósitos comparadas con aquellas que se internan mediante previas. En vista de esto, ni el aumento continuo en la demanda de importaciones que se refleja en los depósitos, ni su nivel actual, pueden todavía interpretarse claramente como el anuncio de un aumento gravoso en las importaciones. Pero, si los depósitos pendientes continúan aumentando constantemente más allá de un nivel, digamos de US\$ 60 millones, constituirían una señal de peligro que requeriría estrecha vigilancia, a pesar de la confusión introducida por la existencia y uso continuado de previas.

Una de las materias claves, que concierne al período hasta aquí transcurrido desde la reforma cambiaria, es hasta qué grado el nivel de las importaciones ha sido más bajo que lo usual. La significación de este punto reside en el hecho de que da una importante clave del movimiento futuro de las importaciones. La evidencia de que las importaciones se han estado desarrollando a un nivel substancialmente más bajo que lo usual, parece estar clara. Así, por ejemplo, la Comisión de Cambios, ha indicado que las importaciones totalizaron alrededor de US\$ 50.1 millones, durante los tres primeros meses de la reforma cambiaria, de los cuales más o menos US\$ 39.4 millones eran importaciones en dólares. Las importaciones (según las estadísticas aduaneras), durante el período de Abril a Junio de 1955, totalizaron aproximadamente US\$ 98.7 millones; el término medio mensual de importaciones, durante todo el año 1955, fué de alrededor de US\$ 31 millones; y las importaciones durante Enero de 1956 fueron más o menos de US\$ 35.6 millones. Es verdad, desde luego, que las cifras de la Aduana incluyen las importaciones de las grandes compañías mineras, por su propia cuenta, pero no así los datos de la Comisión de Cambios. Existen también otras razones, aunque cuantitativamente menos importantes, que hacen que estas cifras no sean estrictamente comparables. Pero estos factores no son ni aproximadamente lo bastante grandes como para explicar diferencias de la magnitud mencionada más arriba. Así, las importaciones de las compañías cupríferas totalizaron alrededor de US\$ 32 millones durante todo el año 1955. Se justifica la conclusión que, desde la reforma, las importaciones han sido más bajas, tal vez en un 25% o aún substancialmente más, de su nivel anterior. Al hacer estas comparaciones, no se sugiere que los niveles de importación del año pasado, cuando la inflación era extrema y los importadores estaban acumulando existencias, deban tomarse como "normales". Pero sí que las comparaciones apoyan la creencia generalmente sustentada de que los importadores, después de la reforma, han estado liquidando algunas de sus abultadas existencias. Como no se puede esperar que la liquidación de existencia continúe indefinidamente, y dejando de lado por el momento los muchos otros factores que afectan a la importación, esto tendería a producir un aumento en el nivel futuro de las importaciones.

PERSPECTIVAS PARA LOS PROXIMOS MESES

EXPORTACIONES DE COBRE

Los precios del cobre llegaron a la cúspide en Marzo de este año y de allí en adelante declinaron. El precio cumbro

fue de más o menos 54 centavos americanos por libra en el mercado de Londres y de más o menos 46 centavos americanos en el de Nueva York; el precio del cobre que va a la República Argentina, bajo el convenio bilateral, está sujeto a los precios de los mercados de Londres y Nueva York. El precio total promedio obtenido por el cobre chileno durante el primer semestre de este año, que refleja los precios en los distintos mercados y las proporciones de la producción que se destinaron a ellos, fue de aproximadamente 45 centavos americanos por libra. Actualmente, el precio del cobre es de 40 centavos americanos la libra en el mercado de Nueva York y se ha mantenido entre 33 y 40 centavos por libra en el mercado de Londres, siendo su precio término medio de 38 centavos la libra, o un poco menos.

Debido a la huelga en Chile durante Diciembre de 1955 y Enero de 1956, la cantidad de cobre chileno disponible para la exportación fue más baja en el primer semestre del año en curso de lo que será en el segundo, siempre que se trabaje a toda capacidad durante este último período. Durante el primer semestre la producción fue aproximadamente de 203 mil toneladas, en tanto que, según cálculos autorizados, será de 214,5 miles de toneladas durante el segundo, lo que da una diferencia de más o menos 11.5 miles de toneladas. Aparte de esto, las existencias internas de cobre estuvieron al relativamente bajo nivel de más o menos 31 mil toneladas al 1° de Enero, y subieron a más o menos su nivel normal de 47 mil toneladas a fines de Abril. En otras palabras, alrededor de 16 mil toneladas de producción fueron destinadas durante este período, a la constitución de existencias más bien que a ventas. Tomando en cuenta tanto la diferencia de producción como el movimiento de existencias, puede estimarse a grosso modo que se podría disponer de aproximadamente 30,000 toneladas más de cobre chileno para ventas durante el segundo semestre del año que durante el primero.

Cuál será el movimiento efectivo de precios y ventas durante el segundo semestre del año está, desde luego, lleno de incertidumbre. Es evidente que muchos factores, tales como la demanda de automóviles en los EE.UU. el próximo otoño, la situación económica en los EE.UU. y Europa o una huelga en Rodesia, podrían afectar los mercados del cobre en formas que son extremadamente difíciles de prever. La opinión de fuentes bien informadas en el campo cuprífero está muy lejos de ser unánime. Una persona cree que más o menos 38 centavos americanos por libra es una presunción razonable como precio medio en el segundo semestre; otra opina que éste podría ser un poco alto y que un precio medio de 36 centavos sería más razonable. Una fuente tiene el criterio que el reciente debilitamiento del mercado cuprífero se reflejará no sólo en los precios, sino también en la demanda, y que no todo el cobre que Chile tenga disponible durante el segundo semestre necesariamente encontrará mercado. Esta fuente cree que aún el plan anunciado por los EE.UU. de adquirir 45.000 toneladas para "stockpile" no asegura el mercado para Chile, primero porque el Reino Unido venderá, más o menos al mismo tiempo, 36.000 toneladas del cobre de sus existencias, segundo porque las adquisiciones de los EE.UU. para "stockpile" podrían ser loteadas entre los productores marginales de ese país; y tercero porque las recientes noticias concernientes al mercado de los EE.UU. han indicado un desalentador exceso de existencias. Otra fuente, piensa que, dado el gran volumen de contratos ya efectuados en Europa, la demanda de cobre chileno está, en términos cuantitativos, muy bien asegurada.

A pesar de las incertidumbres y diferencias de opinión,

pueden hacerse algunos juicios prudentes y razonables sobre las perspectivas para el cobre. Dos factores principales afectarán los ingresos de divisas provenientes del cobre durante el segundo semestre: por una parte, la gran declinación en los precios tenderá a producir una cuantiosa caída de los ingresos; por otra, ésta declinación probablemente se compensará hasta cierto punto, y tal vez en grado considerable, con el aumento del volumen exportado. Sería imprudente, basándose en el juicio de fuentes bien informadas, contar con un precio más alto que 38 centavos americanos por libra de cobre como precio medio para el segundo semestre, y un precio medio más bajo, por ejemplo de 36 centavos, no es de ningún modo improbable. Como cada variación de un centavo en el precio significa una variación de aproximadamente US\$ 6.3 millones por año en ingresos de divisas para Chile, un precio medio de 38 centavos, o sea 7 centavos bajo el término medio del primer semestre, tendería a producir una disminución de más o menos US\$ 22 millones en ingresos, mientras que un precio medio de 36 centavos produciría una baja de más o menos US\$ 38 millones. Probablemente es imprudente también contar con un aumento en las ventas igual al total de 30.000 toneladas que Chile tendría disponibles durante el segundo semestre, pero si ocurriese, tal aumento produciría alrededor de US\$ 14 a US\$ 15 millones adicionales de ingresos en divisas a los precios de 36 a 38 centavos por libra. Si el aumento en las ventas fuera aproximadamente de 20.000 toneladas, los ingresos adicionales serían de US\$ 9 a US\$ 10 millones más o menos. De modo que, a un precio de 38 centavos y con un aumento de ventas aproximadamente de 30.000 toneladas habría una disminución en el total de ingresos de divisas del cobre de alrededor de US\$ 7 millones; y al precio de 36 centavos y con un aumento de ventas aproximadamente de 20.000 toneladas, habría una disminución de ingresos de más o menos US\$ 19 millones. Por lo tanto, como materia de juicio parece sumamente probable que habrá una disminución en los ingresos de divisas del cobre durante el segundo semestre; una escala razonable dentro de la cual puede esperarse el descenso sería más o menos de US\$ 5 a US\$ 20 millones; y por ningún motivo debería excluirse la posibilidad de que el descenso pueda exceder el límite más alto de dicha escala.

IMPORTACIONES

Como anotamos bajo el rubro de evoluciones cambiarias, el nivel de importaciones, desde que entró en vigencia la reforma, ha sido significativamente inferior que el usual; esto podría indicar una tendencia de aumento en las importaciones en el futuro no muy distante. A esto pueden agregarse varios otros factores que tenderían a aumentar las importaciones durante el segundo semestre del año en curso. La importación de automóviles, no permitida por varios años en cantidades apreciables, según parece, va a ser permitida dentro de poco tiempo en cantidades que, si bien estarán limitadas por fuertes impuestos, podrían significar un desembolso apreciable de divisas. La maquinaria también va a ser incluida en la lista de libre importación, y aunque esto es conveniente desde el punto de vista económico general, también significará desembolso de divisas. Finalmente, existe el hecho que la inflación interna, aunque en gran parte reducida, sigue en pie; el dinero en circulación y los precios internos están aumentando. Dado un tipo de cambio más o menos fijo, esto indica una disparidad creciente entre los precios internos y los de las mercaderías importadas, entre el poder comprador interno y el actual volumen de importaciones, y estos factores tenderán a elevar las importaciones. Por otra parte, las restricciones de crédito

están afectando el nivel interno de la actividad económica, tendiendo a restringirlo, y en algunas áreas aún a reducirlo. Poniendo éstos distintos factores, parece probable que, a pesar de las restricciones de crédito, se producirá una inclinación probablemente substancial, hacia el aumento de las importaciones sobre el nivel hasta ahora mantenido desde la reforma cambiaria.

CONVENIOS BILATERALES

En todos sus convenios bilaterales, exceptuando el convenio con Alemania, Chile ni hizo ni recibió pago alguno en moneda dura en cancelación de saldos en exceso de "swing" durante el período transcurrido hasta ahora desde la reforma cambiaria. Existe también, otra vez con la excepción de Alemania, la improbabilidad de tales pagos por valores de verdadera importancia en el curso del segundo semestre de este año. Ello es debido a una o más de las razones siguientes: a) que el convenio en particular no requiere pago en dólares del exceso sobre el "swing"; b) el estado actual de los saldos; c) a que las sumas en cuestión son relativamente pequeñas como, por ejemplo, en el caso del Ecuador. Pero, entre el 20 de Junio y el 24 de Julio, Chile pagó a Alemania la suma de US\$ 2 millones en moneda dura en cancelación del exceso sobre "swing". El "swing" es de US\$ 2.5 millones, aunque el Banco Deutscher Laender no ha requerido anteriormente la cancelación hasta que el saldo no alcanzó a US\$ 4 millones. Pese a los pagos ya efectuados por Chile, el saldo es actualmente de algo más de US\$ 4 millones a favor de Alemania. Una comparación de los créditos abiertos por cada uno de los dos países indica que ese saldo negativo aumentará más, tal vez en varios millones de dólares, dentro de los próximos meses. Alemania ha ido tomando progresivamente una posición más dura con respecto a sus convenios monetarios y de pagos. En consecuencia, es muy probable, pese a la posibilidad de negociaciones relativas a la forma de pago, que Chile tendrá que hacer, dentro de los próximos meses, pagos adicionales, o bien en dólares o su equivalente en algunas mercaderías tales como cobre.

Lo que precede toma en cuenta varios factores "clave" que afectarán la balanza de pagos y las reservas. Esto, deliberadamente, deja de lado muchos elementos por razones de simplicidad y laconismo, y porque están afectados por una complicada acción recíproca de tantos factores, que es difícil formarse juicios firmes anticipadamente respecto a ellos. El peso o importancia de los factores que se han considerado son, sin embargo tales, que un juicio general está justificado; es muy probable que, en el curso del segundo semestre de este año, las entradas de divisas de Chile mostrarán una tendencia a descender y sus pagos a ascender, y este movimiento en forma de tijera probablemente cortará muy hondo en las reservas.

POLITICA CAMBIARIA

Fronte al empeoramiento de las perspectivas de la balanza de pagos y de las reservas, existen varios recursos que pueden considerarse en relación con el manejo del problema: (1) Depósitos requeridos; (2) Tipo de Cambio; (3) Política crediticia; (4) La lista de importaciones permitidas.

Los dos últimos ítems pueden tomarse y dejarse de la-
do rápidamente. La remoción de ítems de la lista permitida debería considerarse solamente en una situación muy difícil y como un último y drástico recurso después de haber aplicado y encontrado ineficaz toda otra medida. La remoción de la lista aún

de unos pocos ítems debilitaría grandemente la confianza de los importadores, causaría compras especulativas por parte de ellos y pondría en peligro todo el sistema de cambio libre del Mercado Bancario. Esto puede considerarse sólo en situaciones en las que el sistema esté peligrando de tal manera que aconsejo tomar medidas verdaderamente drásticas.

La política crediticia es, por supuesto, uno de los recursos fundamentales en el control de la Balanza de pagos de Chile. Si la línea crediticia no hubiese sido más o menos satisfactoriamente mantenido, la balanza de pagos y las reservas de divisas estarían ya en una difícil situación. La perspectiva de un empeoramiento en la balanza de pagos agrega una razón muy poderosa para mantener la línea de créditos al máximo grado factible. Pero, puesto que Chile ya está manejando un sistema de control de créditos, la política crediticia es un arma ya en uso. La determinación de la política crediticia depende de muchos factores además de la balanza de pagos, y hay poco espacio para maniobrarla limitándose solamente a las necesidades de la balanza de pagos. Existo, por ejemplo, la posibilidad de que, en el mismo momento en que la balanza de pagos exija créditos más restringidos, factores internos puedan forzar un relajamiento; así, en el momento presente, la difícil situación de la industria de la construcción está causando a las autoridades monetarias a tomar medidas para aliviarla.

DEPOSITOS REQUERIDOS

La primera conclusión clara y específica de política, que surge del análisis anterior, es que los depósitos requeridos deberían mantenerse en pleno vigor hasta que llegue el momento en que la situación cambiaria sea mucho mejor y más clara que en el presente. Es innegable que estos requisitos son un estorbo para los importadores; ellos se están quejando y estas quejas deben tomarse seriamente en cuenta. Pero la inconveniencia para los importadores es muy pequeña comparada con el daño a la balanza de pagos, a las reservas de divisas y a la economía en general que resultarían de una reducción o remoción prematura de estos requisitos, lo que impulsaría un aumento considerable de importaciones. En comparación con otros instrumentos disponibles los depósitos requeridos son uno de los métodos menos costosos de controlar la balanza de pagos; la alternativa de mantener los depósitos requeridos puede ser una fuerte alza en el tipo de cambio que sería mucho más onerosa, por sus efectos sobre el costo de la vida y la economía interna en general, que las molestias para los importadores. Las quejas mismas de los importadores indican la eficacia de estos requisitos y lo que podría suceder si no se mantienen.

No sólo es importante que los depósitos requeridos se mantengan, sino también que esto se haga de una manera completamente eficaz. Esto significa no permitir a los bancos comerciales retener para usos propios ningún porcentaje de los depósitos; significa esencialmente la tenencia de los depósitos en el Banco Central y no en los bancos comerciales. Permitir, que los bancos comerciales retengan una proporción de los depósitos sería darles un fuerte incentivo para favorecer a los importadores en desmedro de otros prestatarios potenciales; ellos podrían prestar a los importadores a una pérdida mucho menor de liquidez que a otros prestatarios; por ejemplo, si se les permitiera retener, digamos un 40 por ciento de los depósitos, podrían prestar a un importador o inmediatamente recobrar 40 por ciento sin costo alguno, lo que podrían prestar de nuevo. El sector importador de la economía es el preciso lugar al cual no debe facilitarse ni dirigirse el crédito

en este momento. Está más allá del alcance de este informe poner en detalle en la situación de liquidez de los bancos comerciales, pero puede decirse esto: Existen otros métodos mejores, que el traspaso de los depósitos, por medio de los cuales pueden zanjarse cualquier dificultad de liquidez de los bancos comerciales, si y cuando sea necesario. El traslado de los depósitos a los Bancos, reduciría sus necesidades de redescuento de tal medida que el Banco Central perdería en consecuencia una de sus más importantes palancas para el control de la liquidez de los bancos comerciales. Desde luego, una vez puesta en vigor tal medida sería muy difícil para el Banco Central cambiarla nuevamente si más adelante fuese necesario hacer presión sobre la situación de liquidez de los bancos comerciales. El sistema de colocaciones es un arma muy importante en cuanto al mantenimiento del control crediticio en general, pero no cabe duda que también el control que ejerce el Banco Central sobre la posición de liquidez de los bancos comerciales es otra arma importante de defensa. La pérdida de este control podría hacer presiones y poner en peligro todo el sistema de control crediticio.

TIPO DE CAMBIO

Un segundo juicio que puede formarse sobre la base del análisis precedente es que, tarde o temprano, dentro de los próximos cinco o seis meses, el tipo de cambio tendrá que aumentarse. Pero ningún juicio mecánico o dogmático es posible con respecto a la oportunidad para hacerlo.

El motivo principal para subir el tipo de cambio no es primordialmente por sus efectos sobre las exportaciones sino, más bien, sobre las importaciones. Dada la composición de las exportaciones actuales de Chile, un alza en los tipos de cambio, dentro de los límites que otras consideraciones hacen factible, tendría efectos beneficiosos a largo plazo más bien que a corto. Una gran proporción de las exportaciones de Chile depende más a corto plazo de las condiciones y de la demanda de los mercados mundiales que del tipo de cambio. Varias actividades de exportación marginal, por ejemplo el oro, están aparentemente en dificultades. Pero el alza necesaria en el tipo de cambio para satisfacer a los exportadores de esta clase de actividad tendría que ser tan grande que queda definitivamente excluida por sus otras consecuencias. A los exportadores marginales, con poca esperanza de un futuro de substancial y creciente importancia para la economía chilena, no puede permitírseles dominar la política cambiaria debido a las muchas otras consideraciones de más importancia implicadas. Algunas industrias exportadoras, que pretenden encontrarse en dificultades, como por ejemplo, las pesqueras, pueden tener perspectivas suficientes para justificar consideración y ayuda especiales. Pero aún tales actividades no tienen la importancia suficiente para justificar la alteración por ellas del tipo de cambio en las circunstancias actuales. Si, después de una cuidadosa investigación, resulta que algunas actividades de esta índole merecen ayuda, ésta debería disponérselas por subvenciones directas, las que proporcionan una manera relativamente ordenada y manejable de solucionar el problema; no puede hacerse alterando el tipo de cambio y no debe hacerse introduciendo otra vez los "excepcionales" tipos de cambio múltiples que tienden a reproducirse, son inmanejables y demasiado onerosos. En conjunto, por lo tanto, mientras que un alza en el tipo de cambio sería indudablemente de alguna ayuda para las exportaciones, esto dista mucho de ser una justificación substancial para alzar el tipo de cambio, bajo las actuales circunstancias.

La razón principal para considerar un alza en el tipo de

cambio, es su efecto restrictivo sobre las importaciones. Esta restricción provendría no solamente del efecto de un alza en los precios internos de las importaciones por sí, sino también de otros dos efectos de un alza en el tipo de cambio: (1) Existencia de los depósitos requeridos, alzas en los tipos de cambio significan también aumentos en los depósitos; y (2) los derechos de importación se ajustan cada trimestre de acuerdo al tipo de cambio vigente durante el mes anterior, de modo que un alza en el tipo de cambio significa también un alza en estos derechos. Hasta donde alcanzarían los efectos de las diferentes alzas en el tipo de cambio dependería de muchas circunstancias y sólo la experiencia puede determinarlo realmente, pero como ya se ha consignado, probablemente se tendrá que recurrir a esta arma en alguna ocasión durante los próximos cinco o seis meses.

En cuanto a la precisión en el tiempo, pueden sostenerse dos amplias opiniones. Por una parte, se puede sostener que las dificultades en la balanza de pagos son más bien prospectivas que actuales. ¿Por qué perturbar, entonces, la delicada situación interna con las consecuencias psicológicas y los efectos sobre el costo de la vida de un alza en el tipo de cambio con respecto a una situación que, con un poco de suerte, puede no ocurrir, o si así fuera, puede no ir tan lejos ni ser tan seria como piensan actualmente algunas personas? Aun, a costa de un riesgo consciente respecto a las reservas de divisas, ¿No sería prudente evitar, durante el mayor tiempo posible, alzas en el tipo de cambio de las cuales internamente se perdería más de lo que se ganaría en cuanto a las reservas y, mediante las cuales, debido a la magnitud de los efectos internos, las reservas mismas finalmente también sufrirían?

Se puede aducir una serie de argumentos en contra de este punto de vista general. Una espera demasiado larga lleva consigo el riesgo de una posible pérdida seria de reservas. Actualmente el Banco Central tiene bastante oportunidad para maniobrar con respecto al momento preciso y a la forma de alzar el tipo de cambio, la que puede perderse considerablemente al producirse una excesiva demora. Un brusco cambio desfavorable en las reservas puede posteriormente, más o menos, forzar al Banco Central a actuar en momentos especialmente difíciles, tal vez justamente cuando ciertas medidas económicas internas, como la de los salarios, estén alcanzando momentos críticos. Mientras que el Banco Central puede ahora alzar el tipo de cambio de una manera gradual, cautelosa o irregular, puede que más tarde tenga que alzarlo considerablemente dentro de un plazo relativamente corto y en forma violenta y brusca que podría asestar un golpe psicológicamente serio a la economía del país. Una pérdida cuantiosa de reservas causaría efectos adversos sobre los mercados de cambio, aún cuando el Banco Central sostuviera el tipo de cambio; esto tendería a subir en el mercado de corredores, los importadores se inclinarían a hacer compras especulativas, calculando que tarde o temprano el tipo de cambio subiría; estas maniobras podrían tomar un impulso propio. Esto significa adiciones especulativas al problema básico, y mientras que, con medidas anticipadas, el Banco Central podría controlar todavía y, hasta cierto punto, dirigir, pero, si esperara demasiado tiempo, podría verse obligado a seguir el mercado y tendría entonces un mucho menor grado de control.

Resumiendo: Existe el peligro de que, mientras que con medidas rápidas y cautelosas, el problema cambiario se podría mantener dentro de límites controlables, la demora podría crear una situación en que el problema básico se complicaría de

tal forma que el Banco Central perdería flexibilidad y un considerable grado de control, y el tipo de cambio podría tener que alzarse en un momento inoportuno y de una manera tan violenta y brusca, que podría resultar un golpe demasiado fuerte a la economía interna y perjudicar seriamente el programa anti-inflacionista.

Teniendo presente que las respuestas a estas difíciles preguntas no se pueden dar dogmáticamente y habiendo estudiado a fondo las muchas consideraciones involucradas, hemos llegado a una conclusión en favor de una acción anticipada más bien que de una retrasada. Consideramos que el Banco Central debería comenzar a mover su tipo de cambio hacia arriba cautelosa y gradualmente, y vigilando su reacción en los mercados. Esta alza debería ser irregular, por ejemplo, un alza de dos puntos seguida de una baja de un punto, para no dar la impresión de un movimiento indefinido en una sola dirección, crear una pequeña incertidumbre en el mercado y, con eso, ayudar a limitar especulaciones adversas. Sólo una constante verificación de la reacción del mercado y una estrecha observación de los acontecimientos en los mercados de cambio, pueden indicar en cuánto debería alzarse el tipo de cambio; la experiencia tendrá la última palabra.

NOTA SOBRE EL MERCADO DE CORREDORES

El problema del mercado de corredores deriva principalmente de las consecuencias, tanto psicológicas como económicas, de una discrepancia entre los tipos de cambio de los dos mercados, o sea de un tipo de cambio bastante más alto en el mercado de corredores que en el mercado bancario. Un alza en el tipo de cambio del mercado de corredores tiene consecuencias psicológicas que deben tomarse en cuenta. Una discrepancia considerable y bastante prolongada entre los tipos de cambio de los dos mercados tiende a producir filtración de fondos del mercado bancario al de corredores. En la situación cambiaria en conjunto, que al parecer está en perspectiva, sería prudente esperar que se produzcan dificultades en el mercado de corredores el que, debido a su estricto y naturaloza, está sujeto grandemente a movimientos especulativos.

Al igual que en la política cambiaria en general no hay nada absoluto en la elección de procedimiento frente a las alzas del mercado de corredores que producen discrepancia entre los tipos de cambio. En una situación en la que existe una relativamente pequeña discrepancia en los tipos de cambio, y no se desea elevar el tipo de cambio del mercado bancario el tipo en el mercado de corredores puede colocarse en armonía mediante una relativamente pequeña venta de divisas en el mercado de corredores. Pero debe ejercerse gran cautela - especialmente en la situación que al parecer se avocina - en no gastar demasiadas reservas en este empeño. Tan pronto se observe que el desembolso pueda ser demasiado grande, se debe ir poniendo más énfasis en mover el tipo bancario más bien que en apoyar el tipo de corredores, con el fin de colocarlos en un nivel más parejo. Finalmente, para cubrir todas las contingencias, incluyendo las muy pesimistas, puede ser necesario permitir, en ciertas circunstancias difíciles, que los tipos de cambio discrepen por un tiempo, porque los desembolsos necesarios para apoyar el tipo de corredores y las desventajas de las alzas adicionales en el tipo de cambio bancario son mayores que aquellas que permiten la discrepancia de tipos de cambio.

Esto conduce a meditar sobre la interrogativa fundamental: ¿los dos mercados deberían o no fusionarse. La jus-

tificación básica para mantener mercados separados es que el mercado bancario resguarda el producto de las exportaciones para la compra y pago de las importaciones, mientras que el mercado libre, al permitir alguna libertad de movimientos al dinero de carácter no comercial, actúa como un barómetro útil y valioso que no significa un desembolso excesivo. Esto, por supuesto, es un arreglo artificial y la fusión de los mercados tendría sin duda sus ventajas. El punto principal es que, existiendo una discrepancia entre los dos mercados, se producirá, de todas maneras, una gran filtración desde el mercado bancario al mercado libre. Pero fusionar los dos mercados, en las actuales condiciones, sería un procedimiento peligroso. El mercado libre es el que se puede utilizar para la fuga de capitales sin infringir los reglamentos cambiarios. Al combinar los dos mercados, se estaría haciendo accesible el uso legal del mercado bancario para la fuga de capitales, donde actualmente es ilegal. Dada la filtración actual y potencial mediante la infracción y las leyes de cambio, las posibilidades de fuga de capitales que resultarían al combinar los dos mercados serían mucho mayores y, por lo menos en el caso de una emergencia, podrían ser sumamente graves. Después de todo, la gran proporción del producto de la exportación proveniente del cobre no se filtrará al mercado libre. Muchos otros exportadores o importadores obedecen los reglamentos cambiarios. Aún aquellos exportadores o importadores que se dedican a desviar fondos, sólo lo pueden hacer con una parte, y de ningún modo con el total de los fondos involucrados en sus transacciones. Mantener separados los dos mercados significa mantener abierta una línea de retirada para el Banco Central; si fuere necesario, puede dejar discrepar los tipos de cambio de los dos mercados, y, no obstante, resguardar de la fuga una buena parte - probablemente el grueso - de los fondos del mercado bancario.

-O-O-O-O-O-O-

C U A D R O I

RESERVAS DEL BANCO CENTRAL

(Equivalente en millones de dólares)

ORO

1.- Antigua Reserva	37,6	37,6	37,6	37,6	37,6	37,6	38,1	38,1
2.- Nueva reserva y Varios	3,9	3,9	3,9	3,9	4,0	4,2	3,6	3,6
3.- Depósitos de ter- ceros.	<u>0,9</u>	<u>0,9</u>	<u>0,9</u>	<u>0,9</u>	<u>0,9</u>	<u>0,8</u>	<u>0,9</u>	<u>0,9</u>
T O T A L:	42,4	42,4	42,4	42,4	42,5	42,6	42,6	42,6

MONEDAS EXTRANJERAS

4.- US\$	28,4	14,1	14,3	31,1	14,4	23,3	31,9	29,9
5.- Libras Esterlinas	<u>1,5</u>	<u>0,9</u>	<u>4,2</u>	<u>4,7</u>	<u>7,8</u>	<u>10,4</u>	<u>10,9</u>	<u>11,1</u>
T O T A L:	29,9	15,0	18,5	35,8	22,2	33,7	42,8	38,8

(1) Incluye Libras Esterlinas de libre conversión a dólares.

C U A D R O I I

OPERACIONES DE CAMBIO EN DOLARES DEL BANCO CENTRAL (1) (En millones de dólares)

<u>COMPRAS</u>	<u>MAYO</u>	<u>JUNIO</u>
FISCO	15,0	21,0
COMPAÑÍAS CUPRÍFERAS	3,3	2,5
BANCOS	(11 mil)	--
VARIOS	1,6	(128 mil)
T O T A L:	<u>19,9</u>	<u>23,5</u>
<u>VENTAS</u>		
BANCOS	4,6	7,7
VARIOS	1,3	7,2
T O T A L:	<u>5,9</u>	<u>14,9</u>
<u>OTROS</u>	- 2,9	--
NETO	† 11,1	† 8,6
CAMBIOS EN RESERVA	† 11,5	† 9,1

(1) Incluyendo Libras Esterlinas de libre conversión a dólares.

C U A D R O I I I

1/

VENTAS BRUTAS DE CAMBIO EN DOLARES POR BANCOS COMERCIALES

Y BANCO CENTRAL A CLIENTES NO BANCARIOS

(En miles de dólares)

	<u>Bancos Comerciales</u>	<u>Banco Central</u>	<u>Total</u>
ABRIL 20 a ABRIL 28	2.030	3.182	5.212
ABRIL 28 a JUNIO 1	10.161	1.254	11.415
JUNIO 2 a JUNIO 28	12.917	7.148	20.065
JULIO 2 a JULIO 20	<u>5.512</u>	<u>2.515</u>	<u>8.027</u>
T O T A L:	30.620	14.099	44.719

1/ Incluyendo Libras Esterlinas de libre conversión en dólares.

C U A D R O I VDEPOSITOS PARA IMPORTACIONES EQUIVALENTE DE DEMANDA DE
IMPORTACIONES EN U.S. DOLARES

	<u>Depósitos Netos Pendientes</u>	<u>Bruto</u>	<u>Liquidado</u>
MAYO 7	2.479,5		
MAYO 14	3.912,9		
MAYO 23	7.960,9		
MAYO 30	11.103,1		
JUNIO 7	12.172,1		
JUNIO 14	14.119,5		
JUNIO 21	16.424,2		
JUNIO 28	25.115,9		
JULIO 5	29.739,5		
JULIO 12	33.040,9		
JULIO 19	39.529,6		
JULIO 26	40.387,8	59.744,3	19.356,5 (12.090,1) (7.266,4) (Mercado) (Otro,) (Bancario)

FECHA DE DEVOLUCION

[illegible]