

Regulaciones e Intervención del Banco Central en el Mercado Cambiario

Jorge Desormeaux J.
Banco Central de Chile

14 de Junio 2002

Estructura

- I. Las Experiencia de las Restricciones Cambiarias de los 90 y sus Lecciones.
- II. La Desregulación Cambiaria del Período 1999-2001
- III. Simplificación del CNCI y Desafíos Futuros
- IV. Flotación e Intervención del Banco Central en el Mercado Cambiario

I. La Experiencia de las Restricciones Cambiarias de los 90

Restricciones Cambiarias de los 90

- La década de los 90 se caracterizó en Chile por la utilización de restricciones cambiarias como herramienta de política.
- El mecanismo predilecto de los 90 fue un encaje no remunerado asimétrico sobre los flujos de capitales (sólo a la entrada).
- Mecanismo gozó de popularidad en círculos académicos por su potencial de proteger a los países de la especulación financiera internacional, y posibilitar la conducción de una política monetaria independiente.

Restricciones Cambiarias de los 90

- Si bien también estuvo presente entre 1978-82, el período más significativo es el de junio 1991 - septiembre 1998.
- Mecanismo se introdujo en junio 1991, en un momento en que flujos de capitales dificultaban el manejo macroeconómico.
- Objetivos explícitos de la autoridad:
 - a) Moderar influjo de capitales.
 - b) Reducir o moderar apreciación tipo de cambio real.
 - c) Asegurar autonomía de la política monetaria, posibilitando un diferencial entre las tasas de interés domésticas y externas.

Restricciones Cambiarias de los 90

d)Reducir vulnerabilidad del país ante shocks externos.

- El encaje se aplicó inicialmente con tasa de 20% a todos los créditos (equivalente a 1 año).
- Tasa se elevó a 30% en julio 1992 y se extendió a líneas de crédito de comercio exterior, créditos asociados a la inversión extranjera, a medida que el sector privado encontraba formas de evadir los controles.
- En 1995 encaje se extendió a los ADR secundarios y a las colocaciones de bonos internacionales.

Restricciones Cambiarias de los 90

- Como resultado de la Crisis Asiática, en junio de 1998 el encaje se redujo a 10% y luego en septiembre a 0%.

¿Cuál es la evaluación acerca de la eficacia de este mecanismo que podemos hacer hoy?

a) Efecto sobre los Flujos de Capitales

- Todos los estudios conocidos coinciden en que el mecanismo afectó la composición de los flujos de capitales reduciendo los flujos de corto plazo y aumentando aquellos de largo plazo.
- Esta evidencia es menos clara si se usa la madurez *residual* en lugar de la madurez *contractual* (Edwards, 1999):

Deuda de corto plazo de Chile en los 90 no es menor que la de Argentina y es superior a la de México (que no usaron controles a los movimientos de capitales).

a) Efecto sobre los Flujos de Capitales

- Valdés y Soto (1998) encuentran que el encaje afectó los flujos de capitales de largo plazo sólo a partir de 1995, cuando efectividad de este impuesto se incrementó en forma significativa.
- Pero menor influjo de capitales de corto plazo fue compensado íntegramente por mayores influjos de largo plazo.
- En consecuencia, los flujos agregados no habrían sido afectados por los controles.

a) Efecto sobre los Flujos de Capitales

- Gallego, Hernández y Schmidt-Hebbel (1999, 2002) encuentran que al utilizar como argumento el costo efectivo del encaje (*err*), que depende de la cobertura y eficacia de este instrumento, en lugar del costo simple del encaje (*urr*), se obtiene un impacto negativo sobre los influjos de capitales.
- También se encuentra evidencia de cambio en la composición de los flujos de capitales.
- Este efecto es transitorio, sin embargo, porque la eficacia del encaje se reduce a través del tiempo.

b) Efecto sobre el Tipo de Cambio Real

- Durante el período en que se aplicó el encaje (abril 91-septiembre 98), el tipo de cambio real se apreció un 28%. La pregunta es si esta apreciación habría sido mayor en ausencia de controles.
- Todos los estudios conocidos que han estudiado este tema coinciden en que los controles a los movimientos de capitales no afectaron al tipo de cambio real.
- Valdés y Soto (1996) encuentran que no hay efecto sobre el tipo de cambio real de largo plazo, y que el efecto sobre el tipo de cambio real en el corto plazo es insignificante.

b) Efecto sobre el Tipo de Cambio Real

- Edwards (1999) encuentra que un aumento de la tasa de encaje no tiene efecto significativo sobre el tipo de cambio real.
- De Gregorio, Edwards, Valdés (1998) y Gallego et al. (2002) confirman este resultado.

c) Independencia de la Política Monetaria.

- En presencia de una banda cambiaria que limitaba flexibilidad cambiaria, el Banco Central enfrentaba limitaciones para conducir una política monetaria autónoma.
- Para poder cumplir con meta de inflación el Banco Central necesitaba mantener tasas de interés domésticas superiores a las externas.
- Ello se podía conseguir de dos maneras:
 - Estableciendo controles a los movimientos de capitales.
 - Modificando el régimen cambiario en la dirección de un régimen de flotación.

c) Independencia de la Política Monetaria

- El Banco Central tomó el primer camino, y la evidencia sugiere que logró su objetivo.
- Soto (1997) y Edwards (1999) encuentran que la tasa de encaje tiene un efecto pequeño y de corto plazo sobre la tasa de interés en UF.
- De Gregorio, Edwards y Valdés (1998) encuentran un efecto algo mayor: con encaje de 30%, las tasas de corto plazo se incrementan en 140 puntos base.
- Gallego et al. (2002) encuentran un efecto significativo de sus dos mediciones del costo del encaje sobre la tasa de interés doméstica.

c) Independencia de la Política Monetaria

- En suma, la evidencia apunta a que el Banco Central pudo conducir una política monetaria independiente gracias a estos controles, consiguiendo con ello cumplir con su meta de inflación.

d) Vulnerabilidad Financiera

- Sin duda los controles a los movimientos de capitales no son suficientes para eliminar la inestabilidad financiera.
- La estabilidad financiera depende de la solidez y credibilidad de sus instituciones, y el apego de sus políticas macroeconómicas a los fundamentales.
- Por lo tanto, los controles a los movimientos de capitales deben ser vistos, en el mejor de los casos, como un *sustituto transitorio* para la regulación prudencial del sistema financiero, la solidez de sus instituciones, y la estabilidad macroeconómica.

d) Vulnerabilidad Financiera

- Por ello, a medida que se desarrollan las instituciones de un país, los controles a los movimientos de capitales pueden ser reemplazados por otros instrumentos, como la regulación prudencial de los descortes de plazos y monedas que puedan originar los capitales externos.
- Así, quienes incurren en riesgos que atenten contra la estabilidad financiera del país serán los que pagan por ello, y no todos los deudores del país.

d) Vulnerabilidad Financiera

- A nivel empírico en esta materia, Edwards (1999) encuentra que el mecanismo del encaje contribuyó a reducir la inestabilidad del mercado accionario, pero no así de la tasa de interés de corto plazo.
- Sin embargo, esa misma evidencia apunta a que el encaje no logró aislar a Chile del contagio de la Crisis Asiática.
- Concretamente, cambios en la tasa de interés de Hong Kong tuvieron un impacto amplificado en la tasa de interés de corto plazo de Chile.

Conclusión

- El uso del mecanismo del encaje en Chile fue menos efectivo de lo que sugieren autores como Eichengreen (1999) y Stiglitz (1999).
- De los objetivos que pretendió la autoridad sólo se logró:
 - Aumentar la madurez promedio de la deuda externa (aunque ésta no sobrepasó la de Argentina y México que no usaron dichos controles).
 - Un efecto sobre las tasa de interés, lo que permitió conducir una política monetaria independiente.

Conclusión

- No se logró:
 - evitar la apreciación del tipo de cambio real,
 - reducir la vulnerabilidad financiera del país, ni aislar economía chilena de Crisis Asiática.
- Mas aún, frecuentemente se omite mencionar que los controles a los movimientos de capitales tienen costos.
- El más importante es que se incrementa en forma significativa el costo de capital, especialmente en el caso de empresas medianas y pequeñas, que no pueden evadir dichos controles.

Conclusión

- A ello se agrega el nocivo efecto que tuvo el encaje sobre los ADR secundarios, que afectó severamente la liquidez del mercado accionario, situación que no ha podido ser revertida cuatro años después de eliminado el encaje sobre estas transacciones.

¿Existe una alternativa superior a los controles a los movimientos de capitales en caso que se repitiera la historia de flujos de capitales de los 90?

- Sin duda: el policy-mix actual.

Conclusión

- La flexibilidad cambiaria garantiza la independencia de la política monetaria, lo que permite asegurar la meta inflacionaria.
- Los potenciales efectos desestabilizadores de los flujos de capitales externos se cautelan de modo más eficiente con una adecuada supervisión financiera, especialmente de los descalces de monedas de empresas e instituciones financieras.
- Y así, sólo quienes incurren en conductas desestabilizadoras pagan por ello.

II. La Desregulación Cambiaria del Período 1999-2001

Desregulación Cambiaria 1999-2001

- Con la emergencia de la Crisis Asiática, las autoridades previeron una reducción de los flujos de capitales hacia Chile e iniciaron un proceso gradual de desmantelamiento de las restricciones cambiarias.

Junio 1998:

- Encaje se reduce a 10% y se liberaliza uso de divisas.
- Se estrecha amplitud de banda de flotación cambiaria (+2/-3,5%);

Septiembre 1998:

- Tasa de encaje se reduce a 0%.
- Banda cambiaria se amplía a +/-3,5% y luego a +/-5%.

Desregulación Cambiaria 1999-2001

Diciembre 1998:

- Banda se amplía a $\pm 8\%$. Límites se siguen ampliando en forma diaria.

Julio 1999:

- Se elimina autorización previa para compra de divisas.

Noviembre 1999:

- Se autoriza ingreso de casas de cambio al mercado cambiario formal (MCF).

Diciembre 1999:

- Inversionistas pueden disponer libremente de divisas ingresadas.
- Se elimina autorización previa y obligación de liquidar divisas provenientes de créditos.
- Se permite disponer libremente de divisas provenientes de depósitos en M/E.

Desregulación Cambiaria 1999-2001

Diciembre 1999 (continuación):

- Se permite contratar derivados de créditos.
- Se flexibilizan normas para inversiones de bancos en el exterior.

Mayo 2000:

- Se elimina el año mínimo de permanencia para inversiones Capítulo XIV
- Se permite emitir títulos en otras bolsas internacionales, distintas a la de Nueva York.
- Se permite colocar títulos ADR sin que medie un aumento de capital.
- Se permite a bancos transar derivados de monedas y créditos con el exterior para cubrir riesgos de cartera.
- Se reducen requisitos para colocar bonos en el exterior.

Desregulación Cambiaria 1999-2001

- Finalmente, en abril de 2001 se eliminó la totalidad de las restricciones cambiarias que persistían en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI):

Abril 2001:

- Se elimina requisito de autorización previa para ingreso de capitales asociados a créditos externos, inversiones, aportes de capital, bonos y ADR.
- Se elimina requisito de autorización previa para salidas de capitales asociadas a retornos de capital, dividendos y prepagos de créditos externos.
- Se elimina requisito de autorización previa para el retorno de capital, utilidades u otros beneficios asociados a inversiones de residentes en el exterior.

Desregulación Cambiaria 1999-2001

Abril 2001 (continuación):

- Se eliminan cláusulas especiales de prepago y aceleración de créditos externos.
- Se eliminan restricciones de clasificación de riesgo mínima y plazos ponderados mínimos para la emisión de bonos.
- Se eliminan limitaciones respecto de monedas en que se puede emitir o contraer deuda externa.
- Se elimina restricciones a las emisiones de ADR.
- Se elimina el encaje a los capitales provenientes del exterior.

Desregulación Cambiaria 1999-2001

- Ello puso fin a un período de 70 años de restricciones cambiarias.
- Esta liberalización implica que, desde el punto de vista regulatorio, nuestro mercado de capitales se encuentra plenamente integrado a los mercados financieros internacionales.
- Ello permite reducir considerablemente los costos de transacción asociados a las operaciones financieras con el exterior.

Desregulación Cambiaria 1999-2001

- Adoptar estas medidas no fue sólo un asunto de voluntad.
- Esta decisión fue posible debido a los sólidos fundamentos de la economía nacional, que permiten reducir y enfrentar en mejor forma los riesgos internos y externos:
 - Flotación cambiaria con sistema de metas de inflación ha permitido estabilidad de precios
 - Desarrollo de mercados de cobertura de riesgo cambiario
 - Perfeccionamiento de la regulación bancaria
 - Solvencia del sistema financiero y de las finanzas públicas.

Orientación de la Nueva Normativa Cambiaria

- Tras la eliminación de las restricciones cambiarias, el CNCI se ha transformando en un *mecanismo para obtener información sobre las operaciones cambiarias*.
- Estas se usan para fines estadísticos, incluyendo la estimación de la balanza de pagos, la posición de activos y pasivos con el exterior, y el mercado cambiario.
- Para ello, la actual normativa requiere que:
 - determinados ingresos o salida de divisas -en particular las de carácter financiero-, sean realizados a través del mercado cambiario formal, y
 - en el caso de otras operaciones que no se canalizan a través de este mercado, se provea directamente la información al Banco Central.

Orientación de la Nueva Normativa Cambiaria

- La disponibilidad de información transparente y oportuna sobre balanza de pagos y posición de activos y pasivos externos es un bien público, que es necesario cautelar.
- Sin ella, se crea incertidumbre acerca de la solvencia y liquidez de un país, lo cual puede originar una mayor vulnerabilidad externa, lo que se traduce a su vez en un mayor riesgo país y en un aumento del costo de capital para las empresas.
- Por cierto, la tarea del Banco Central es obtener dicha información al mínimo costo posible, y a eso se refiere la próxima sección.

III. Simplificación del CNCI y Desafíos Futuros

Simplificación del CNCI

- En marzo de 2002 el Banco Central reemplazó el antiguo CNCI y su Manual por versiones nuevas y revisadas, con el ánimo de optimizar la obtención de información.
- El nuevo CNCI simplifica en forma significativa los requisitos de información sobre operaciones de cambios internacionales.
- Para ello aprovecha las oportunidades que surgieron de la eliminación de las restricciones cambiarias, además de las herramientas informáticas disponibles.

Simplificación del CNCI

- Las principales modificaciones que contempla la nueva versión del CNCI y su Manual se pueden agrupar en las siguientes categorías:
 - Se reduce la información requerida a los agentes económicos
 - Se facilita la entrega de información via internet
 - Se simplifica el CNCI y su Manual para facilitar su comprensión
 - Se eliminan limitaciones innecesarias
 - Se mejora la cobertura de la información solicitada

Tareas Actuales y Desafíos Futuros

- Actualmente se está trabajando en la implementación práctica de las modificaciones efectuadas en marzo último.
- El desafío futuro es hacer esfuerzos adicionales para optimizar la obtención de información sobre las operaciones cambiarias, generando información de calidad y adecuada cobertura, minimizando el costo de obtener y procesar dicha información.

Tareas Actuales y Desafíos Futuros

- Al respecto, algunas tareas específicas en que ya se está trabajando o en las que se planea trabajar próximamente son las siguientes:
 - Estudiar la experiencia de países de mayor desarrollo, especialmente de aquellos que han transitado desde un régimen de restricciones a uno de libertad cambiaria.
 - Diseñar un mecanismo para obtener información relevante del mercado cambiario informal, básicamente de corredoras y agencias de valores vinculadas a bancos.
 - Evaluar estadísticas adicionales y difundir la información recopilada.

Tareas Actuales y Desafíos Futuros

- Finalmente, diversos especialistas han planteado la posibilidad de eliminar la distinción entre el Mercado Cambiario Formal y e Informal.
- Ello supondría modificar la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, lo que no es competencia del instituto emisor.
- Los beneficios de una modificación en esta dirección, por otra parte, no son muy significativos, dada la plena unificación de estos mercados en términos de precios y la existencia de una transmisión fluida de divisas entre ellos.

IV. Flotación e Intervención en el Mercado Cambiario

Flotación e Intervención Cambiaria

- La flotación cambiaria es altamente beneficiosa para una economía pequeña, abierta y con una fuerte participación de productos primarios en su base productiva.
- Ello porque en economías de estas características el tipo de cambio real debe fluctuar de manera importante para hacer frente a shocks externos.
- Tratar de evitar o limitar estos ajustes resulta muy costoso, como ya descubrimos en el pasado.

Flotación e Intervención Cambiaria

- El Banco Central, al optar por un régimen de cambio flotante en Septiembre de 1999, determinó que la variable de ajuste frente a shocks externos sería el tipo de cambio, y no la tasa de interés.
- Ello permite minimizar el costo de shocks externos sobre el empleo y el producto, al facilitar las reasignaciones de recursos entre sectores.

¿Puede, sin embargo, coexistir la estabilidad de precios en un mundo de volatilidad cambiaria?

Flotación e Intervención Cambiaria

- La experiencia reciente de Australia, Nueva Zelanda y Chile muestra que ello es posible, gracias a una marcada reducción del coeficiente de traspaso desde el tipo de cambio a inflación observada en la década del 90.
- Ello se explica en parte por la creciente importancia de los sectores no transables en la producción (De Gregorio, 2002).
- También juega un rol la diversificación de oferentes de bienes transables que ofrece un mundo integrado, y que permite reasignar el consumo ante cambios en precios relativos.

Flotación e Intervención Cambiaria

- La credibilidad de las políticas macroeconómicas también ha jugado un rol en estos casos, aumentando la percepción de que desviaciones significativas del tipo de cambio tendrán un carácter transitorio.
- Si la volatilidad cambiaria es mucho menos importante de lo que pensábamos en los 80, *¿por qué los bancos centrales intervienen en el mercado cambiario?*
- Porque una moneda puede sufrir fluctuaciones significativas que no guardan relación con los fundamentales: el caso de las burbujas en los mercados financieros.

Flotación e Intervención Cambiaria

- Ello puede comprometer la meta de inflación y tener consecuencias adversas en otros mercados.
- La evidencia empírica muestra que los mercados cambiarios exhiben un alto grado de volatilidad en todo el mundo.
- A ello se agrega el hecho de que en economías emergentes, los mercados cambiarios presentan frecuentemente escasa profundidad.
- Ello puede dar pie a fluctuaciones significativas del tipo de cambio, que tengan repercusiones adversas, tanto sobre la inflación como sobre la actividad.

Flotación e Intervención Cambiaria

- Ello explica por qué los bancos centrales optan en ocasiones por intervenir en el mercado cambiario:
 - proveyendo la liquidez faltante,
 - rompiendo una burbuja especulativa, o
 - liderando un cambio de expectativas.
- La intervención del Banco Central en Agosto del 2001 corresponde precisamente a una situación de esta naturaleza, que llevó a una sobrerreacción en el mercado cambiario, que alejó al tipo de cambio de sus niveles de equilibrio de largo plazo.

Flotación e Intervención Cambiaria

¿Cuán efectivas son las intervenciones cambiarias?

- Los estudios realizados durante la década del 80 pusieron en duda la efectividad de las intervenciones en el mercado cambiario, en especial aquellas de carácter esterilizado (cuando el Banco Central neutraliza los efectos de una intervención cambiaria en la oferta monetaria).
- Sin embargo, con una mejor base de información, la evidencia de los años 90 para países desarrollados sugiere que las intervenciones oficiales tienen efecto, tanto sobre el nivel como sobre la volatilidad cambiaria (Sarno y Taylor, 2000).

Flotación e Intervención Cambiaria

- Una intervención afecta al tipo de cambio a través de dos canales:
 - El *efecto portfolio* (intervención cambia cartera de los inversionistas, lo cual tiene un efecto sobre el tipo de cambio),
 - El *efecto señal* (intervención es una señal acerca del curso futuro de la política monetaria).
- De estos dos efectos, el segundo es el más importante, debido a que la creciente integración financiera mundial aumenta el grado de sustitución entre activos nacionales y externos, reduciendo el primer efecto.

Flotación e Intervención Cambiaria

- Por ello, para ser exitosas las intervenciones, deben constituir una señal poderosa y clara acerca del curso futuro de la política monetaria, así como de la información que maneja el Banco Central y que el sector privado desconoce.
- Ello se contrapone a la idea de intervenciones secretas o sorpresivas, aunque estas sean en la práctica muy frecuentes.
- También es un error que las intervenciones apunten a un precio, ya que ello es inconsistente con el régimen cambiario y puede alentar la especulación.

Flotación e Intervención Cambiaria

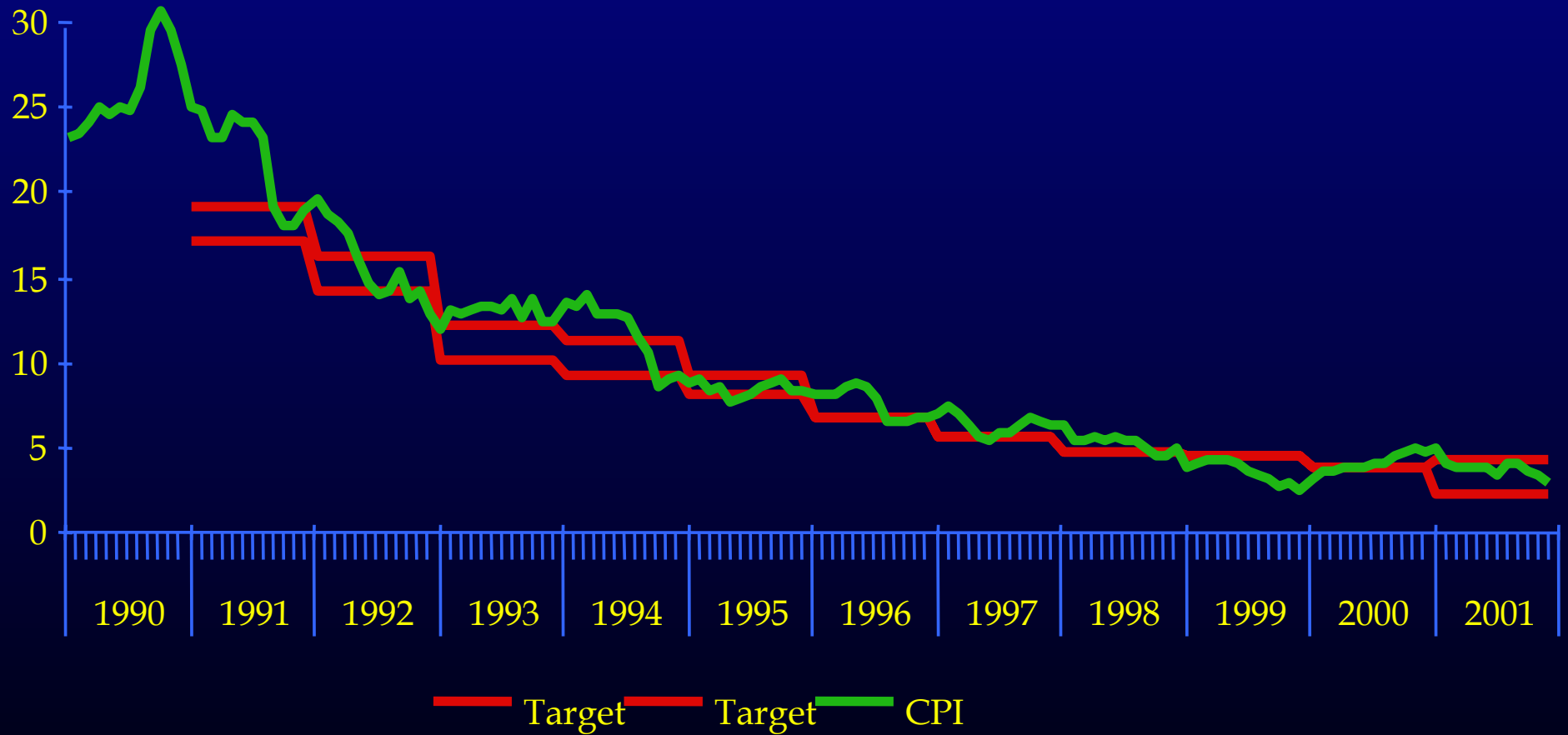
- Las intervenciones deben, entonces, ser preanunciadas, definidas por períodos específicos, y no comprometer los fundamentos de un sistema de cambio flotante.
- Pero sobre todo, las intervenciones deben ser muy esporádicas, y cada vez menos frecuentes, a medida que los mercados alcanzan una mayor profundidad y madurez.

Regulaciones e Intervención del Banco Central en el Mercado Cambiario

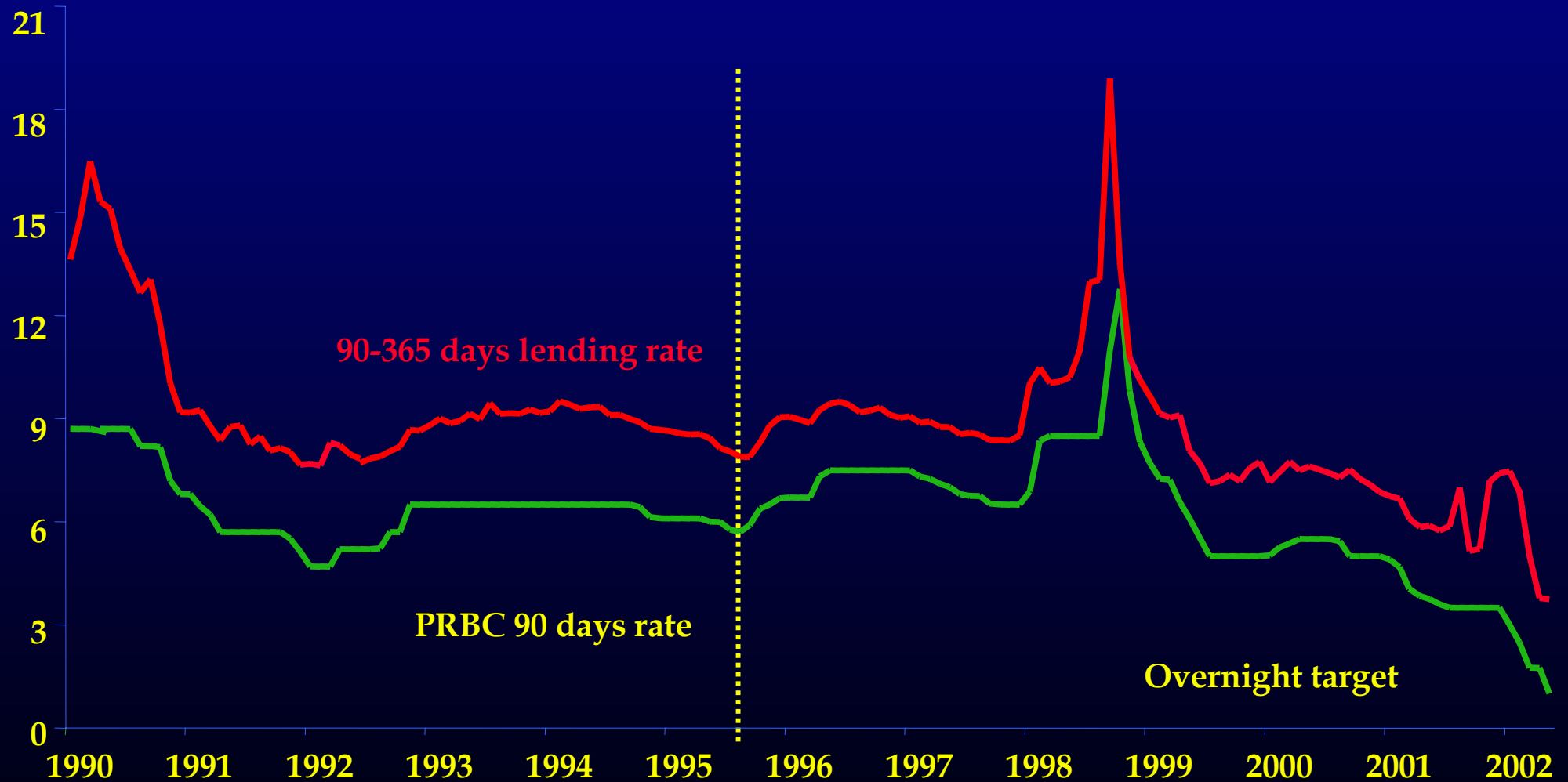
Jorge Desormeaux J.
Banco Central de Chile

14 de Junio 2002

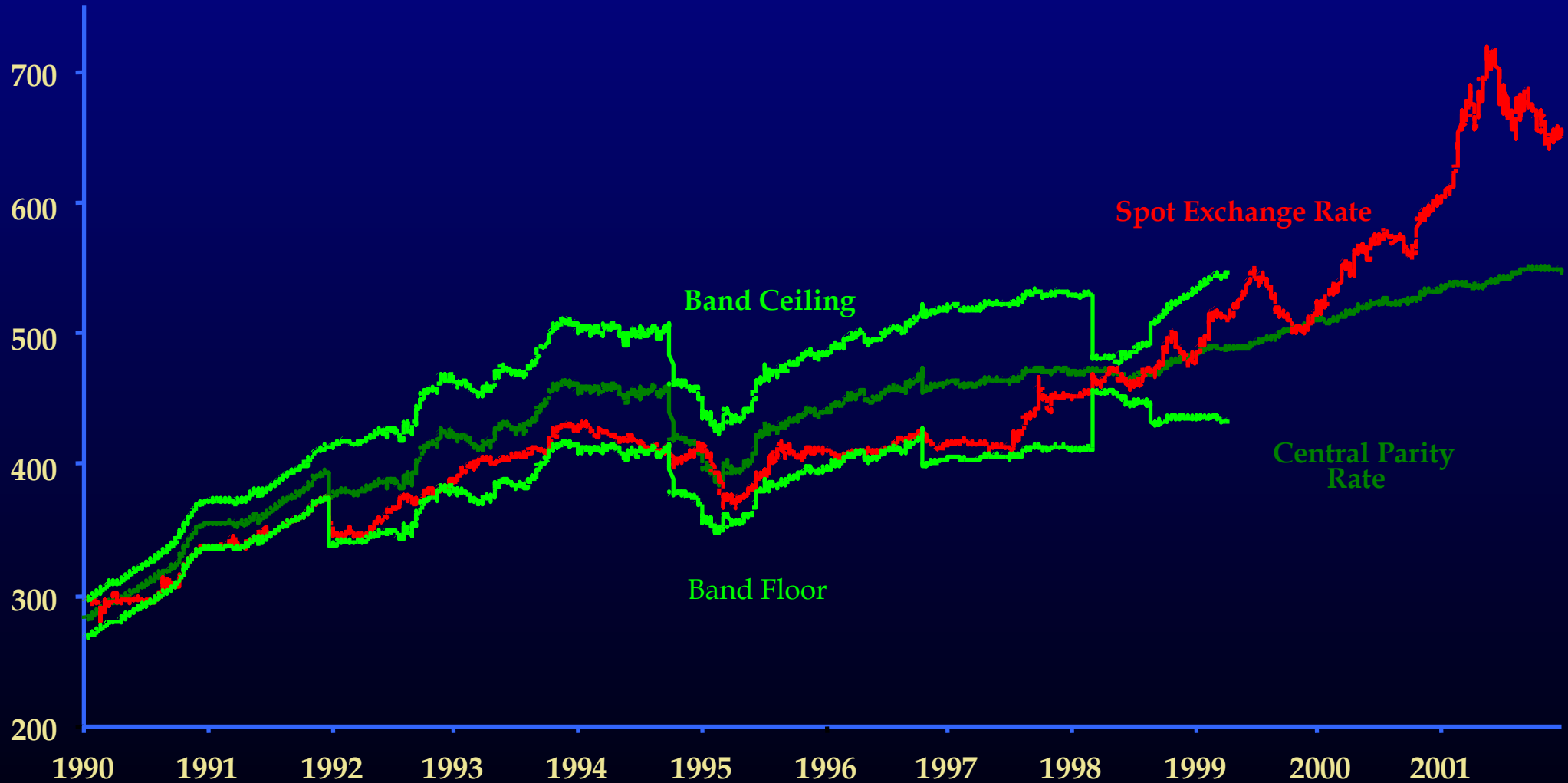
Inflation and Inflation Target (%)



Real Interest Rates (%)



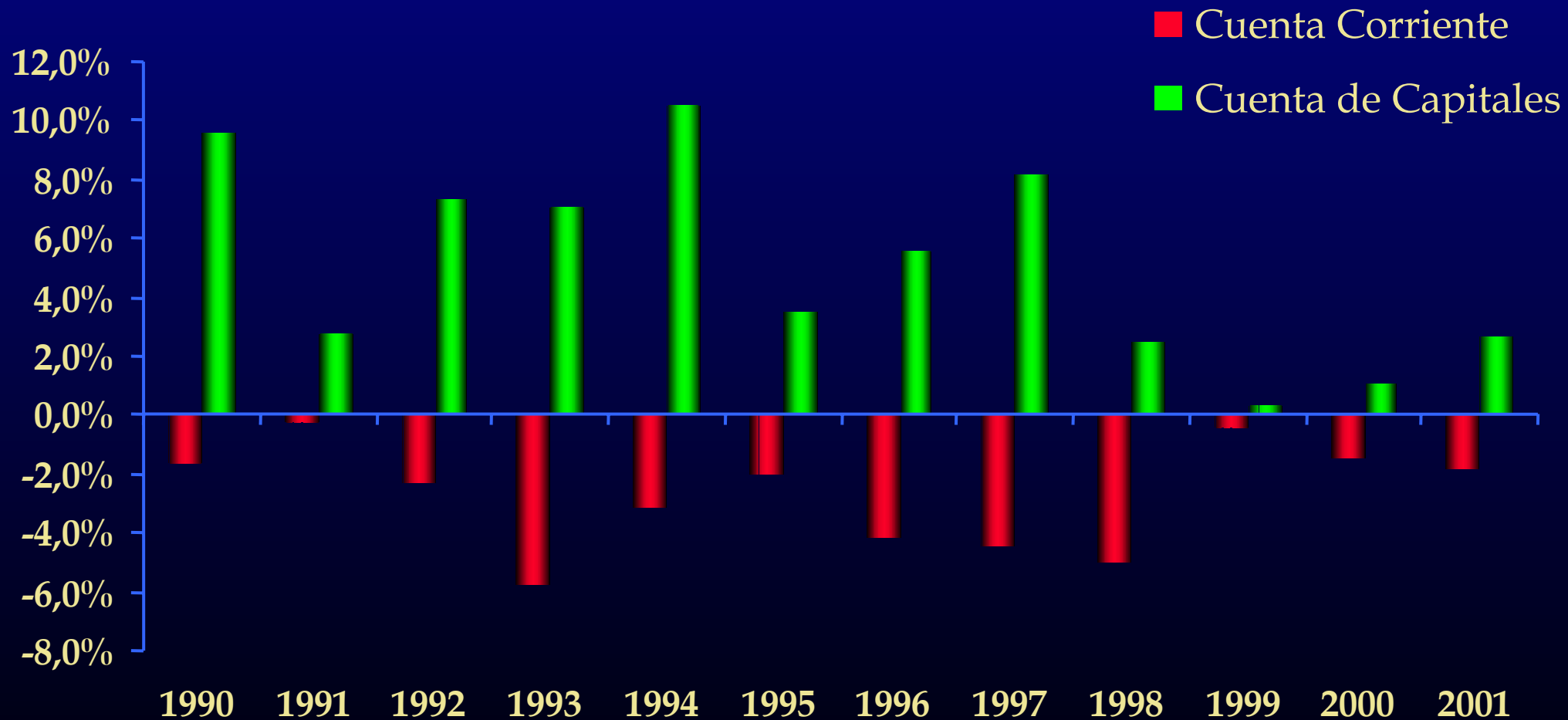
Exchange Rate (CLP/US\$)



Liberalización e Intervención Cambiaria

Cuenta Corriente y Flujos Netos de Capitales

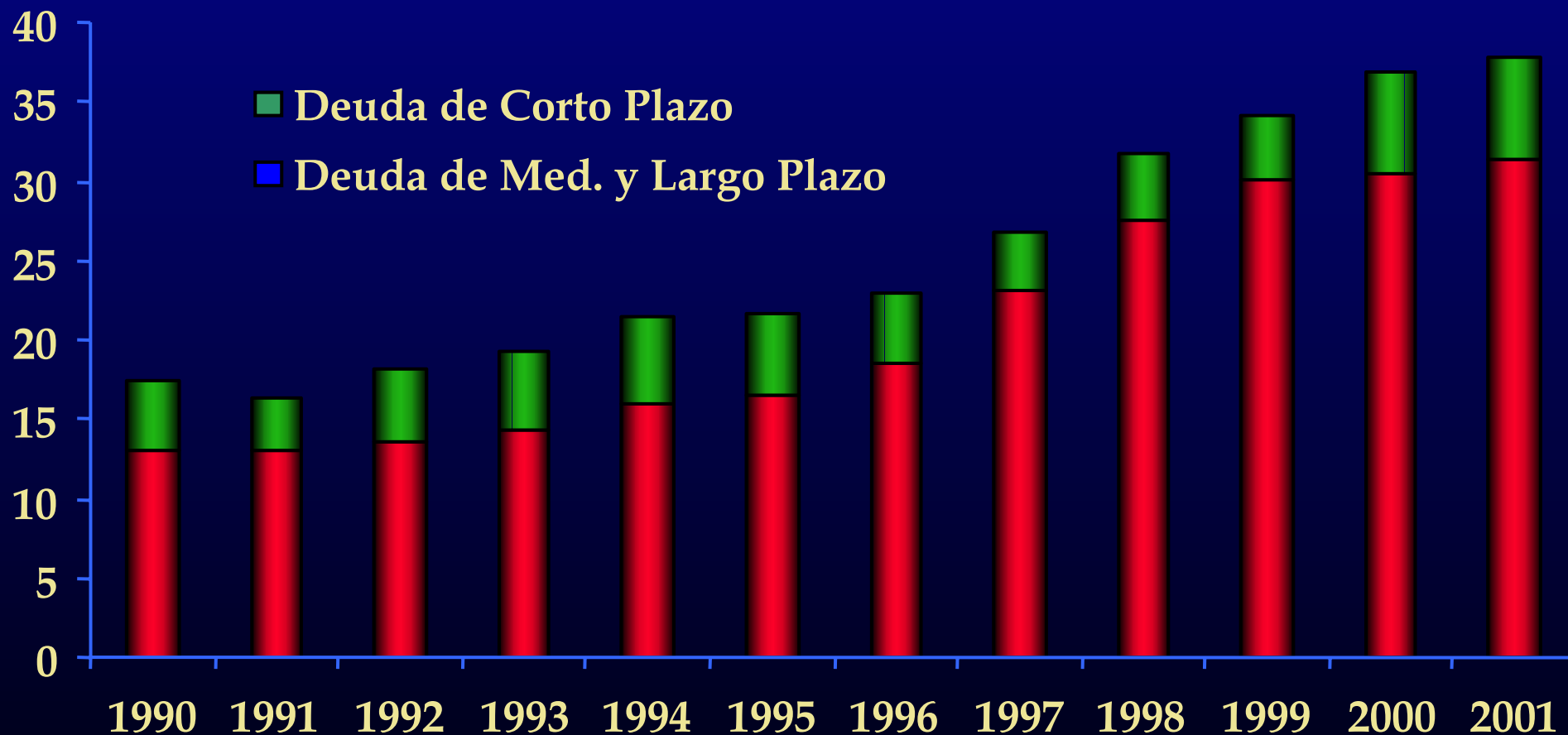
(como % PIB)



Liberalización e Intervención Cambiaria

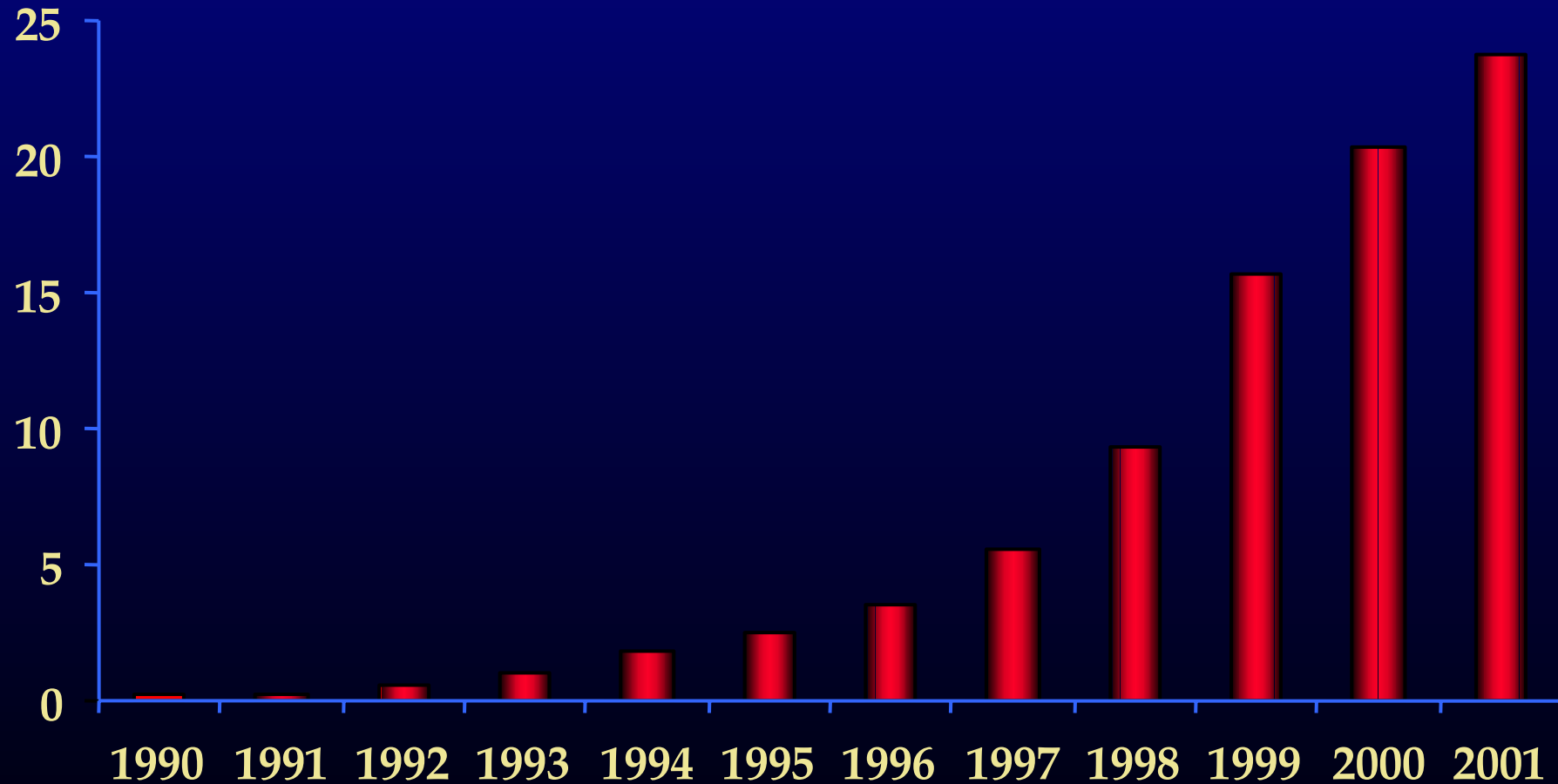
Deuda Externa Total

(en miles de millones de dólares de EEUU)



Inversión Externa Acumulada de Chile en el Exterior

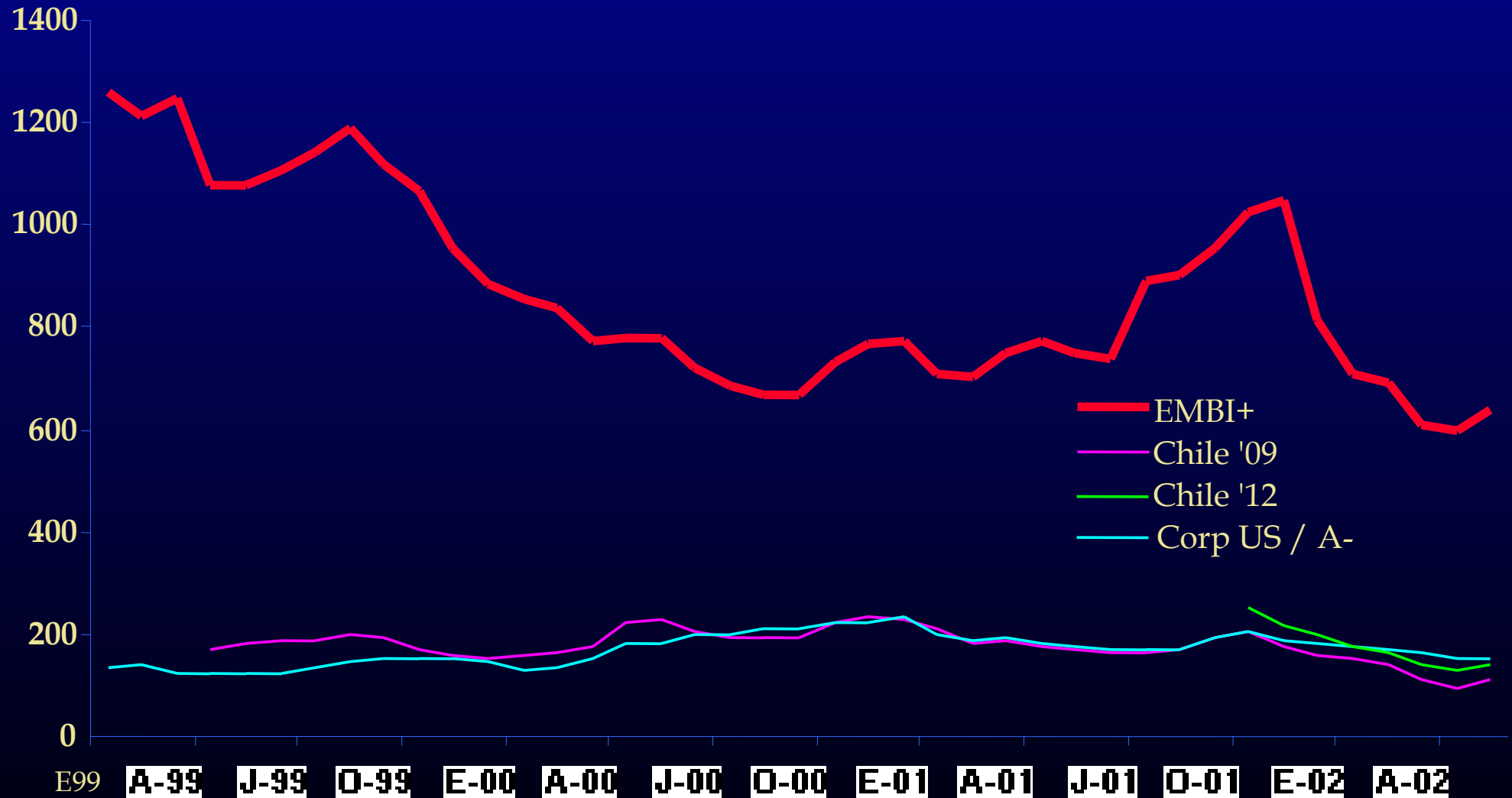
(en miles de millones de dólares de EEUU)



Liberalización e Intervención Cambiaria

Spreads Soberanos 1999- 2002

(puntos base)



Liberalización e Intervención Cambiaria