

Política cambiaria e intervenciones en el marco de metas de inflación del Banco Central de Chile¹

Pablo García Silva
Vicepresidente del Banco Central de Chile
10 de agosto 2022

Desde septiembre de 1999, el Banco Central de Chile (BCCCh) aplica un régimen de metas de inflación que se complementa con un régimen de flotación cambiaria, a través del cual el tipo de cambio está determinado por el mercado, de acuerdo con la oferta y demanda de divisas. Sin embargo, el Instituto Emisor se reserva la opción de intervenir en situaciones excepcionales en el mercado cambiario. La acción más reciente de este tipo es el programa anunciado el 14 de julio recién pasado. Esta nota tiene por objeto dar a conocer la racionalidad de la flotación cambiaria en el esquema de metas de inflación, así como algunas características que determinan una intervención en circunstancias excepcionales. En especial, ello requiere entender los diversos determinantes que pueden afectar la evolución del tipo de cambio en Chile y cómo dicha variable interactúa con el resto de la macroeconomía.

La flotación cambiaria y el esquema de metas de inflación

En un contexto de integración económica con el mundo, la flotación cambiaria es fundamental para la ejecución de una política monetaria independiente. Esto es, la capacidad de tener una orientación de la política monetaria diferente a la de otros países con mercados financieros de mayor tamaño. Las principales ventajas de un tipo de cambio flotante son facilitar el ajuste de la economía ante *shocks* reales, permitiendo que el tipo de cambio no se desalinee de manera significativa y por un tiempo prolongado respecto de sus fundamentos; evitar un ajuste más costoso en términos de variabilidad del producto; y, en principio, atenuar los movimientos de capitales que en otras circunstancias especularían contra rigideces cambiarias impuestas por el Banco Central. La flotación cambiaria, por lo tanto, es esencial para llevar adelante una política monetaria contracíclica, pues permite que la autoridad monetaria use sus instrumentos de política de modo flexible e independiente para responder a las perturbaciones que enfrenta la economía, contribuyendo a acercar el nivel de producto a la capacidad productiva de la economía.

La ecuación de paridad de tasas permite cuantificar de manera simple las implicancias de imponer rigideces en el tipo de cambio nominal. Esta condición de arbitraje relaciona el (logaritmo) del tipo de cambio nominal con sus expectativas, el diferencial de tasas y primas por riesgo cambiario:

$$s_t = s_{t+1}^e + i_t^* - i_t + \theta_t$$

En un esquema de flotación cambiaria, perturbaciones en la macroeconomía que lleven a expectativas de un tipo de cambio más depreciado, aumentos en la tasa de interés internacional o

¹ Presentación realizada en el Grupo de Política Macroeconómica del Foro para un Desarrollo Justo y Sostenible.

incrementos en la prima por riesgo, se traducirán uno a uno en el nivel del tipo de cambio observado concurrentemente. Por el contrario, en caso de tener un esquema de rigidez cambiaria, dichas perturbaciones se dirigirán a movimientos en la tasa de interés de corto plazo del Banco Central. Esto significa que, si la política del Instituto Emisor fuese mantener el tipo de cambio estable, para evitar movimientos de la paridad, que han alcanzado 10 o 20% en períodos relativamente cortos de tiempo, la tasa de interés debería haberse ajustado en montos del mismo orden de magnitud. Esta es la razón por la cual episodios de rigidez cambiaria habitualmente terminan con dolorosos ajustes en la economía real y, por tanto, refleja el por qué se ha adoptado desde 1999 un esquema de flotación cambiaria.

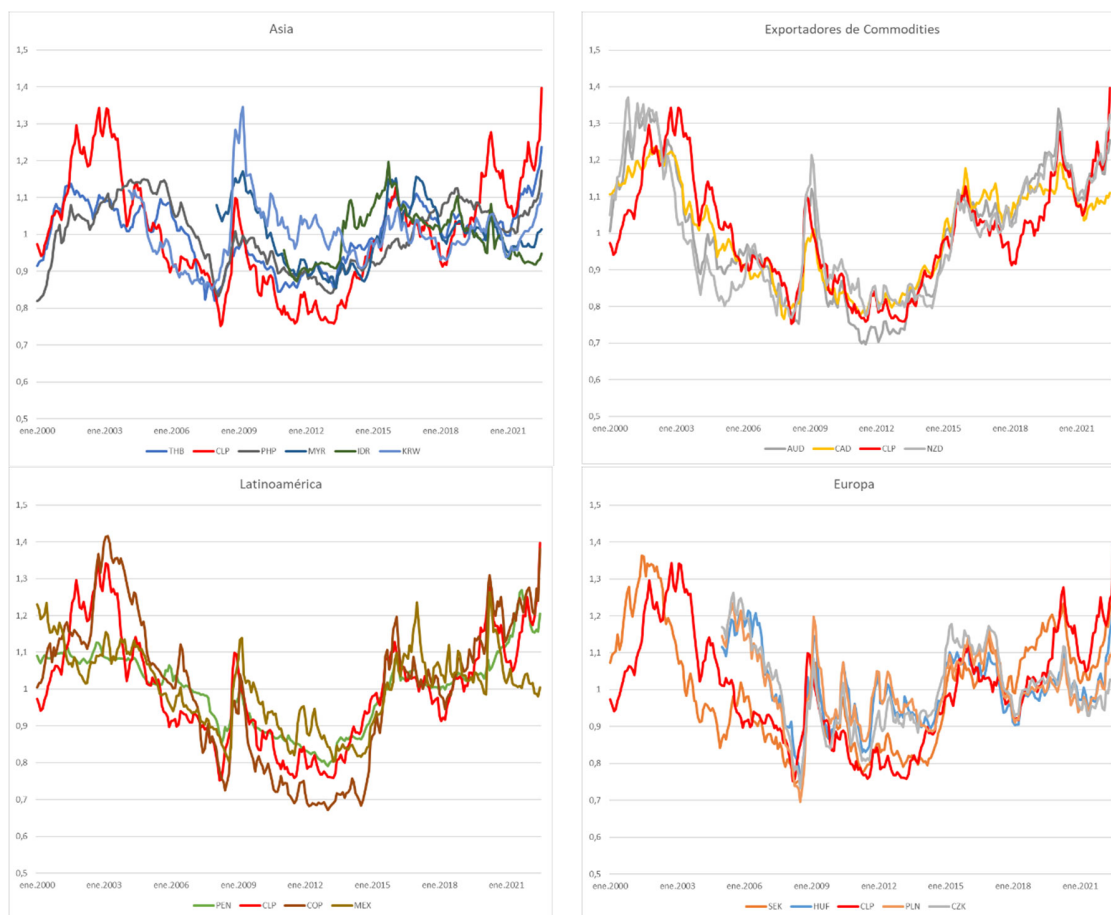
Tendencias y determinantes de la evolución del tipo de cambio en Chile²

Es claro que la flotación cambiaria implica una mayor volatilidad del valor de la divisa, en comparación a otros regímenes cambiarios. ¿Qué determina dicha volatilidad? Existen factores globales y también locales. Desde el punto de vista global, la comparación del peso chileno con otras economías es ilustrativa. La figura 1 muestra que en términos de volatilidad y excluyendo el período más reciente, las fluctuaciones del peso no han sido muy disímiles a las que enfrentan otras economías de distinto nivel de desarrollo, con distinta estructura productiva y en diferentes zonas geográficas. Esto sugiere que existen factores comunes asociados a la evolución de las divisas versus el dólar de EE.UU. Se ha documentado que el ciclo financiero global afecta de manera relevante a distintas economías al mismo tiempo, y que dicho ciclo financiero tiende a estar incidido en medida importante por las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal. La figura 2 muestra la fuerte correlación entre el valor del dólar en términos multilaterales y el componente principal de los movimientos de las distintas monedas presentada en la figura 1, junto con la paridad peso-dólar. Esta correlación es interesante puesto que la evolución del dólar multilateral está principalmente determinado por las fluctuaciones de las paridades Euro-Dólar, Yen-Dólar, Renminbi-Dólar. El rol de las paridades de los países mostrados en la figura 1 no debiese vincularse mecánicamente con el dólar multilateral debido a que la importancia de estas economías en el intercambio comercial de EE.UU. es sin duda pequeño.

² Para mayores detalles conceptuales, ver [Uso de Modelos Macroeconomicos en el Banco Central de Chile - Banco Central de Chile \(bcentral.cl\)](http://www.bcentral.cl/publicaciones/uso-de-modelos-macroeconomicos-en-el-banco-central-de-chile).

Figura 1

Tipo de cambio Peso/Dólar en perspectiva comparada (paridades normalizadas respecto a sus tendencias).

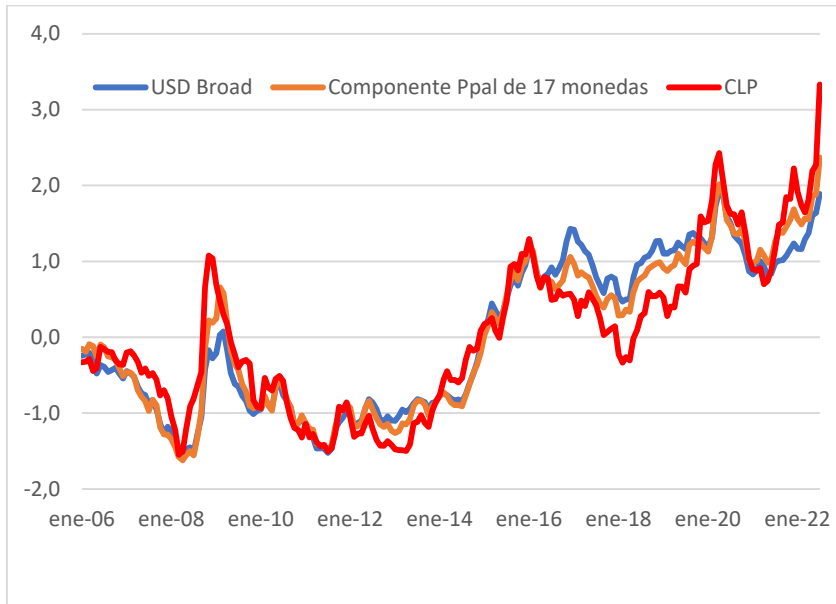


Los canales mediante los cuales este ciclo financiero global del dólar afecta a distintas economías pueden diferir en sus detalles. En algunos casos, el mecanismo opera mediante el efecto de las fluctuaciones del dólar en los precios de los productos básicos. En otros casos, esto funciona vía valoración de otros activos financieros, como las acciones o los bonos. Los movimientos de las cantidades, es decir los flujos de capitales, son la contraparte de estos movimientos de precios.

Figura 2

Dólar multilateral y paridades de economías pequeñas y abiertas

(variables normalizadas respecto al promedio y variabilidad).



Por otro lado, a pesar de la relevancia de factores globales como los mencionados, también es aparente que en el último mes el nivel del tipo de cambio en Chile no solo se elevó bastante por sobre sus comparadores internacionales, sino que los niveles que se observan desde hace algunos años no parecen ser coherentes con la correlación habitual entre el precio del cobre, por ejemplo, y el tipo de cambio real.

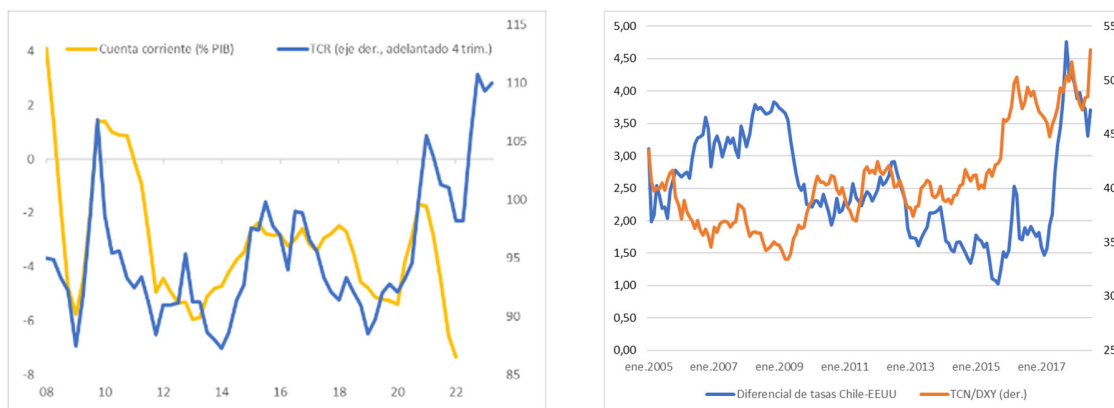
Entre los fenómenos idiosincráticos o específicos a cada economía que inciden en la trayectoria del tipo de cambio, destacan el equilibrio de ahorro e inversión así como las preferencias de distintos agentes por activos financieros denominados en moneda local o en moneda extranjera. Respecto al primero, siendo una economía pequeña y abierta, las fluctuaciones cíclicas tienen naturalmente efectos en las cuentas externas. Períodos de crecimiento acelerado, con dinamismo en el consumo y la inversión, tienden a tener un correlato en las cuentas externas. Esto se produce por diversas razones. Una economía en expansión, por sobre el nivel de crecimiento potencial, tiende a generar presiones inflacionarias. En ese contexto, la apreciación del tipo de cambio real permite dirigir el mayor gasto hacia componentes importados, mitigando las tensiones en la capacidad productiva local. Adicionalmente, el fortalecimiento de la moneda permite amortiguar en algo las presiones inflacionarias asociadas a la mayor demanda por bienes domésticos. Un proceso similar se aprecia en momentos de debilidad cíclica. La depreciación real del peso desincentiva la importación de bienes y por tanto permite preservar la actividad de los sectores domésticos.

La relación entre el balance de las cuentas externas (el saldo en la cuenta corriente) y el tipo de cambio real en Chile es evidente en los datos. Períodos de apreciación real han tendido a verse seguidos de ampliaciones en el déficit en la cuenta corriente y viceversa, como se aprecia en la figura

3. Esta relación, sin embargo, se ha desplazado aparentemente en años recientes (desde 2020), puesto que el tipo de cambio real se ha mantenido históricamente depreciado junto con una cuenta corriente históricamente deficitaria. Es más, este desplazamiento puede incluso llevar a interpretar la depreciación real del peso en lo más reciente como un movimiento coherente con reducir, hacia los años que vienen, el abultado déficit en cuenta corriente de la actualidad.

Figura 3

Tipo de cambio y variables macroeconómicas



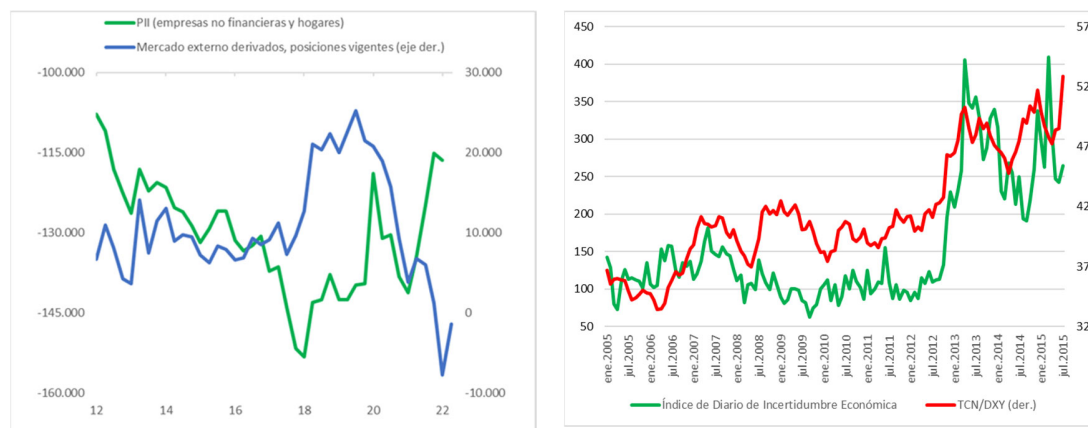
Este desplazamiento de las relaciones macroeconómicas habituales también se aprecia en la correlación entre tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio en Chile. Desde el punto de vista de los mercados financieros, el funcionamiento del esquema de metas de inflación con flexibilidad cambiaria tradicionalmente lleva a una correlación negativa entre las tasas de interés de largo plazo y el tipo de cambio. Períodos de expansión económica han tendido a coincidir con momentos de tasas de interés altas y tipo de cambio apreciado. La figura 3 muestra como efectivamente ello se dio con claridad en el período desde 2009 hasta principios del 2021. Desde mediados de ese año, sin embargo, los mercados financieros en Chile muestran una correlación positiva entre diferenciales de tasas de interés entre Chile y EEUU y el peso versus el dólar multilateral. Puede haber múltiples interpretaciones para este fenómeno, la más sencilla es que en la determinación de los precios de activos financieros la evolución cíclica relativa de la economía ha tendido a perder relevancia frente a factores de riesgo local. Mientras la primera afecta por las razones antedichas la tasa de interés de largo plazo y el tipo de cambio en direcciones opuestas, los segundos las afectan en la misma dirección.

El cambio en el apetito por activos denominados en pesos o en dólares también muestra patrones distintos en los años recientes respecto de los observados previamente. La figura 4 muestra una aproximación a estos cambios en preferencias. Específicamente, desde el año 2020 se ha observado un incremento sostenido en los activos externos netos (medidos por la posición de inversión internacional) de empresas y personas naturales, a diferencia de la tendencia previa. Por otro lado, una contraparte de este menor apetito por activos en pesos ha sido una disminución significativa de la posición neta en moneda extranjera de inversionistas no residentes en derivados peso-dólar. Como la posición neta se ha reducido, se ha incrementado el portafolio en pesos en los balances de

inversionistas no residentes. Adicionalmente, se aprecia que la depreciación del peso se ha visto acompañada de un incremento relevante de indicadores de incertidumbre local.

Figura 4

Portafolios en moneda extranjera e incertidumbre



La intervención cambiaria del 14 de julio

Bajo el esquema de flotación cambiaria, el BCCh se reserva la opción de intervenir en circunstancias excepcionales en el mercado cambiario, mediante operaciones cambiarias y/o proporcionando instrumentos derivados. ¿Qué son estas situaciones excepcionales? El Banco Central ha señalado³ que una sobre-reacción de la paridad cambiaria se produce conceptualmente cuando, sin mayor variación en sus determinantes fundamentales, el tipo de cambio tiene fuertes alzas o bajas, que pueden ser seguidas de movimientos en la dirección opuesta, en un período acotado. Este fenómeno de apreciación o depreciación excesiva puede generar incertidumbre sobre los eventuales efectos inflacionarios o de estabilidad financiera, mermando la confianza de los agentes, aumentar la volatilidad en los mercados financieros, o entregar señales equívocas de precios para la asignación eficiente de los recursos. El Consejo puede intervenir en el mercado de divisas en estos episodios excepcionales en que el tipo de cambio experimenta una sobre-reacción con potenciales efectos adversos sobre la economía. Sin embargo, determinar de manera precisa si el tipo de cambio se encuentra significativamente desviado de sus fundamentos en un momento del tiempo determinado no es una tarea fácil, por lo que cualquier decisión de intervención debe ser amplia y detalladamente analizada.

En síntesis, las decisiones de intervención no se vinculan mecánicamente a movimientos abruptos del tipo de cambio, sino que dichos movimientos tienen que ser difíciles de explicar y debe haber una presunción fundada respecto que, de persistir, podrían tener efectos adversos sobre la economía y los mercados financieros. La excepcionalidad de ocurrencia de estos fenómenos se

³ Ver [Política Monetaria del Banco Central de Chile en el Marco de Metas de Inflación - Banco Central de Chile \(bcentral.cl\)](http://www.bcentral.cl)

puede destacar observando que el BCCh solo ha intervenido vendiendo divisas en cuatro ocasiones desde que existe el esquema de flotación cambiaria. Estas intervenciones fueron realizadas en agosto de 2001, en octubre de 2002, en noviembre de 2019 y en julio de 2022.⁴ Es importante notar que el BCCh distingue entre las intervenciones cambiarias como las señaladas anteriormente, que cambian la posición de reservas internacionales netas, de otras operaciones de cambio asociadas a la provisión de liquidez en moneda extranjera. Estas últimas tienen por objeto facilitar el funcionamiento normal del mercado monetario en moneda extranjera y la liquidez interbancaria en dicha moneda y habitualmente se implementan mediante el préstamo (no compra) de reservas internacionales a distintos plazos. Debido a que dichas operaciones no modifican la posición valorada en moneda extranjera del balance del Instituto Emisor, no inciden en el canal de portafolio mencionado más arriba. Ejemplos de dichas medidas son las adoptadas en octubre del 2008 y en marzo del 2020.

Por la misma naturaleza de sobre-reacción de la paridad, no se puede saber con precisión las razones de porqué se producen estos momentos de elevada tensión que requieren de una intervención cambiaria. En la coyuntura más reciente probablemente se conjugaron diversos fenómenos, algunos de los cuales gatillaron un proceso y otros que dificultaron un ajuste más moderado. Entre los primeros está el hecho que el escenario externo se tensionó de manera significativa a partir de la doble perspectiva de alzas de tasas de la Fed asociadas al problema inflacionario en EE.UU. y a la mayor aversión al riesgo global producto de riesgos de recesión en la misma economía. Ambos fenómenos contribuyeron a un fortalecimiento del dólar, una caída de los precios de los *commodities* y a un estrechamiento de las condiciones financieras internacionales entre fines de junio y las primeras semanas de julio de este año. Con ello, la depreciación del peso se dio en un contexto muy distinto al observado, por ejemplo, en marzo del año 2020, cuando la política monetaria en EE.UU. se estaba tornada más -y no menos- expansiva. La mayor estrechez de las condiciones financieras globales probablemente acotó la capacidad de inversionistas extranjeros de arbitrar la tendencia a la depreciación del peso, mientras que los inversionistas institucionales locales también han tendido a tener mejor capacidad de reacción frente a los vaivenes cambiarios producto de la significativa disminución del tamaño del mercado de capitales local. En un contexto de incertidumbre local, como se presenta la figura 4, se tornó más difícil que distintos agentes pudieran tomar posiciones contrarias exacerbando la volatilidad cambiaria.

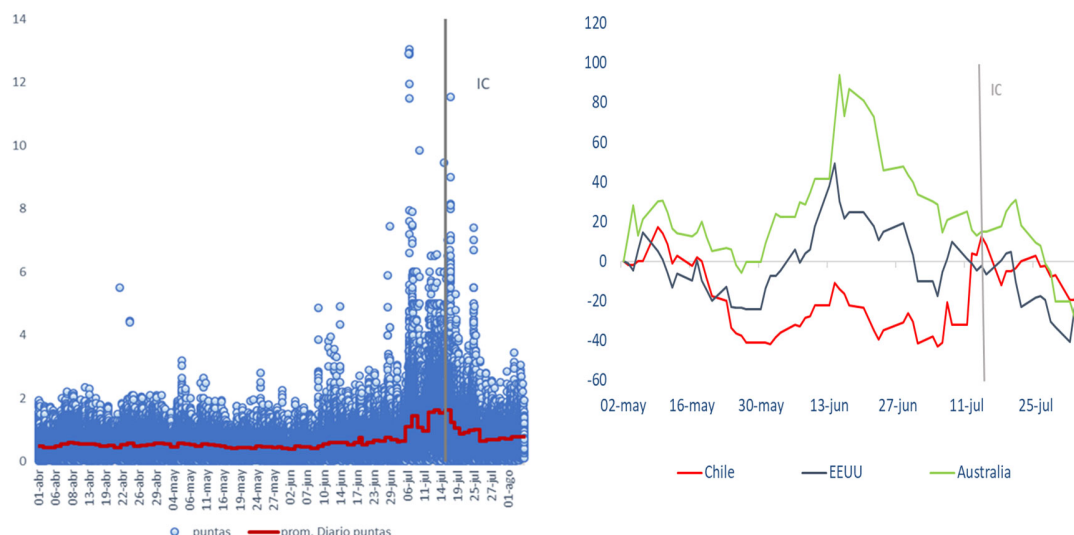
En este contexto, la depreciación cambiaria no solo fue abrupta sino que además comenzó a tensionar la formación de precios, aumentando además el riesgo de contagio a otros segmentos del mercado financiero. En los días previos a la intervención, se observó junto con la depreciación del peso un incremento relevante de la diferencia entre las puntas de compra y venta, tanto en su promedio como dispersión entre máximos y mínimos observados. Asimismo, en el mercado de renta fija las tasas de interés de largo plazo no siguieron tendencias observadas en comparadores internacionales. Esto se observa en la figura 5. Tras el anuncio y el inicio de la intervención se han logrado mitigar las distorsiones que estaban afectando el mercado cambiario. Diversos indicadores

⁴ Nótese que las decisiones de política a partir de octubre de 2008 y de marzo 2020 no califican precisamente como intervención cambiaria, debido a que en el primer caso se proveyó financiamiento en moneda extranjera (sin modificar la posición valorada en dólares del balance del BCCh) y en la segunda se extendieron medidas de provisión de liquidez ya anunciadas previamente. Adicionalmente, en marzo de 2008, enero de 2011 y enero de 2021 el Banco Central realizó operaciones de compra de divisas con el objeto de incrementar su nivel de reservas internacionales.

muestran que la conformación de precios ha mejorado en los últimos días y que la volatilidad ha caído.

Figura 5

Mercado cambiario y de renta fija en torno al momento de la intervención



Los efectos de la intervención sobre el mercado cambiario y otros mercados financieros se derivan de varios mecanismos que se han estudiado en la literatura. pueden analizar evaluando los distintos mecanismos mediante los cuales se entiende está tiene efectos: el canal de portafolio, el canal de señal y el canal de información. En el canal de portafolio el efecto cambiario se produce por la alteración de las dotaciones relativas de activos en manos de los inversionistas, afectando el premio por riesgo cuando la sustitución entre activos internos y externos es imperfecta. En el canal de señal, el efecto de una intervención esterilizada ocurre cuando los agentes privados modifican sus expectativas sobre el tipo de cambio, porque anticipan una futura alteración en la tasa de política monetaria o porque se reafirma el compromiso de la autoridad con el objetivo de la política monetaria. Finalmente, Una intervención cambiaria esterilizada también puede incidir en el tipo de cambio a través del canal de la información. Esto puede ocurrir en un escenario de mercados con asimetrías de información y agentes heterogéneos que dificultan que el tipo de cambio refleje correctamente el comportamiento de sus determinantes fundamentales.

No es evidente asignarle un rol a cada uno de estos canales, pero evaluando la tensión en la formación de precios previo a la intervención, así como la reacción previa a la misma de las tasas de interés, es factible pensar que los efectos de la intervención se produjeron por una combinación del canal de portafolio y del canal de información. Por un lado, en un entorno incierto y con condiciones externas más desafiantes, la sustituibilidad entre activos en pesos y en moneda extranjera puede dificultarse más a los ojos de los inversionistas. Por otro lado, en un escenario de volatilidad o mayor incertidumbre producto de heterogeneidad en percepciones de los agentes sobre el futuro, en particular asociado a potenciales eventos que muevan al tipo de cambio, modificaciones en la oferta de instrumentos financieros (como una intervención esterilizada, por ejemplo) puede tener efectos

mayores en sus precios. Dado que la estructura de tasas de interés locales no se levantó con posterioridad a la intervención no parece evidente asignarle un rol particular al mecanismo señal que se ha estudiado en la literatura.

Reflexiones finales

El BCCh mantiene desde 1999 una política cambiaria de libre flotación y se reserva la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario en circunstancias excepcionales. La intervención cambiaria ocurre cuando se observa que se están produciendo fenómenos que pueden poner en riesgo el normal funcionamiento de los mercados financieros y no mecánicamente frente a movimientos abruptos del tipo de cambio, puesto que no hay criterios de nivel de tipo de cambio en el esquema de flotación.

A diferencia de las decisiones de política monetaria, que responden a un proceso sistemático y programado de toma de decisiones, la intervención cambiaria, al ser excepcional, no se preanuncia sino que se adopta en el momento en que el Consejo lo considera apropiado. La experiencia desde 1999 muestra que las circunstancias que pueden gatillar volatilidad cambiaria y requerir una intervención del Banco Central pueden ser diversas. Por lo anterior, las modalidades e instrumentos que materializan la intervención cambiaria buscan proveer instrumentos de cobertura, divisas en el mercado spot y acceso al financiamiento en dólares a plazo.

Coherente con el esquema de metas de inflación que guía las decisiones de política monetaria, los programas de intervención cambiaria se definen por montos y plazos definidos y sus efectos monetarios son debidamente esterilizados. Esto significa que es necesario implementar, en el caso actual, programas de reinyección de liquidez en el mercado monetario vía REPOs, pero en condiciones que no predeterminen la TPM futura. Aunque hay vasos comunicantes entre las distintas variables macrofinancieras, la política monetaria no tiene como objeto afectar al tipo de cambio en desmedro de la meta de inflación. Y la intervención cambiaria no busca incidir en la inflación como sustituto de la política monetaria.

Mirando hacia adelante, contar con un sistema financiero desarrollado y bien regulado permite evitar que las fluctuaciones del tipo de cambio tengan efectos desestabilizadores en la economía al facilitar, por ejemplo, la cobertura cambiaria por parte de diversos agentes. El mecanismo de ajuste del tipo de cambio, facilitado por el funcionamiento de un mercado de capitales local de largo plazo e instrumentos de cobertura, permite también reducir la exposición de las tasas largas locales a eventos externos. Mantener un marco creíble de conducción de la política monetaria logra, entre otros factores, acotar el efecto de las variaciones del tipo de cambio sobre las perspectivas de mediano plazo de la inflación, permitiendo así un ajuste ordenado de la macroeconomía local a las distintas perturbaciones que la afectan.