

## La Nueva Política Cambiaria

Presentación de Felipe Morandé Lavín Gerente División Estudios  
del Banco Central en el Foro Empresarial ICARE Septiembre 22,  
1999

Hace pocos días atrás, y después de un proceso previo de estudio y de adoptar medidas preparatorias, el Banco Central resolvió suspender su compromiso formal de defender los límites de la banda del tipo de cambio. Como complemento, anunció su intención de intervenir en el mercado cambiario sólo en ocasiones excepcionales, en cuyo caso explicaría públicamente su decisión. Para agregar transparencia al procedimiento de intervención, se resolvió publicar quincenalmente información desagregada de la tenencia de reservas internacionales, lo que incluye naturalmente los cambios en las mismas que se hubieran producido por eventuales intervenciones del Banco Central.

La suspensión de la banda cambiaria y una política deliberada de mantenerse alejado de los mercados cambiarios representan un avance muy relevante en la agenda del Banco Central en orden a introducir mayores grados de flexibilidad en el tipo de cambio. Creo que existe hoy en el país un amplio consenso respecto de las bondades que tiene un régimen de tipo de cambio libre por sobre otros que requieran compromisos formales de la autoridad con ciertos niveles de paridad. Quiero aprovechar (y agradecer, por cierto) esta oportunidad que me da ICARE y su Foro Empresarial para explayarme sobre varios elementos que deben ser considerados para visualizar este nuevo esquema cambiario hacia el futuro.

Tanto a nivel académico como en la experiencia práctica que acumulan distintos Bancos Centrales, existe un acuerdo mayoritario en el sentido que los países deben moverse hacia esquemas cambiarios más "puros" o nítidos, como por ejemplo, tipo de cambio libremente flotante, por un lado, o caja de conversión (tipo de cambio fijo) o abandono de la moneda local en beneficio de una moneda más fuerte, por el lado opuesto. Dentro de estas opciones, en Chile las condiciones son claramente más propicias a un régimen de tipo de cambio flotante en la actualidad. De cualquier modo, lo que este consenso académico señala es que los regímenes intermedios o híbridos, tienden a ser sobrepasados por una realidad de globalización de mercados financieros. Esto no quiere decir que las bandas cambiarias no hayan jugado un rol útil en el pasado reciente o que aún lo puedan jugar en ciertas circunstancias, sino más bien representa las dificultades que hoy se aprecian en su sustentación.

En nuestro país, la adopción de un régimen cambiario de flotación tiene además una serie de ventajas desde la perspectiva de la formulación de las políticas del Banco Central en la actual coyuntura caracterizada en lo esencial por la convergencia de la inflación a niveles comparables a los de economías desarrolladas.

- En primer lugar, permite simplificar los objetivos de la política monetaria –la cual se concentra con más nitidez en sus objetivos inflacionarios– e incorporar una formulación de las metas de inflación adecuada a la necesidad de reconocer la presencia de shocks nominales y reales que pueden desviar transitoriamente a la economía de su trayectoria de largo plazo. Ambas medidas le dan mayor credibilidad al manejo de la política monetaria e, indirectamente, mayor estabilidad macroeconómica al país. El establecimiento de una meta rango para la inflación permite ponderar de modo diferente aquellos eventos que pueden afectar a la inflación en el corto plazo pero no su tendencia de mediano y largo plazo, permitiendo un grado de flexibilidad en la definición del horizonte de convergencia de la inflación hacia el centro del rango.
- En segundo lugar, se acordó intervenir en el mercado cambiario sólo en casos excepcionales e informar sobre tales decisiones, lo que aumenta de manera sustancial la credibilidad en las políticas monetarias y permiten una administración más eficiente de potenciales turbulencias externas.
- En tercer término, la flexibilización del manejo cambiario permite sentar las bases para continuar explorando un desarrollo posterior de la política monetaria sobre la base de instrumentos nominales y, en términos más generales, una mayor nominalización de la economía.
- Finalmente, el sistema de flotación cambiaria que se ha diseñado se beneficia del hecho que en Chile exista un esquema institucional que facilita su operación, sobre la base de un Banco Central autónomo y enfocado hacia la preservación de la estabilidad macroeconómica.

Dicho esto, Uds. pueden legítimamente preguntarse por qué no se tomó antes una decisión de esta naturaleza, considerando sus evidentes beneficios. O por qué no se adoptó por ejemplo el año pasado, para haber permitido un mayor ajuste cambiario y un menor ajuste de tasas de interés. Creo necesario y conveniente abordar estas inquietudes en la presente exposición.

El establecimiento de un régimen de flotación más libre del tipo de cambio requería de un conjunto de condiciones previas que garantizaran la estabilidad macroeconómica, por un lado, y la efectividad del esquema cambiario, por otra. En particular, en el caso chileno resultaba clave que la liberación cambiaria no llevase a un retroceso en el proceso de control inflacionario ni incentivase episodios especulativos.

Resulta claro que durante el año 1998 la economía chilena no cumplía estos requerimientos. A pesar de la solidez estructural del sistema económico, durante los últimos años se había observado un proceso de crecimiento del gasto global por sobre los niveles que resultan sostenibles en el largo plazo. El resultado más visible fue un desequilibrio importante en las cuentas externas que llevó a las autoridades económicas a implementar el proceso de ajuste.

Adicionalmente, durante el año pasado el sector externo, y en particular los mercados financieros internacionales, experimentaron un período de gran incertidumbre como consecuencia de la crisis asiática, la recesión en Japón y la moratoria rusa. Ello llevó no sólo a una caída sustancial de los términos de intercambio, sino también a mayores niveles y volatilidad en las tasas de interés relevantes para Chile y mayores problemas de acceso a flujos de financiamiento externo.

En una situación de desequilibrio interno y con gran incertidumbre externa, la implementación anticipada de un esquema cambiario más liberal habría implicado tomar un riesgo alto e innecesario. Es posible, aunque improbable, que se hubiera obtenido una depreciación cambiaria moderada y que ésta hubiese llevado a un mayor acomodo del shock externo y a menores tasas de interés. El gran riesgo era que un proceso inicial de especulación contra el peso –derivado del exceso de gasto– pudiese derivar en depreciaciones sucesivas del tipo de cambio y un rebrote inflacionario que, dada la falta de liquidez internacional, habría resultado muy difícil de controlar. En este caso, se aplica la máxima que sugiere que no es prudente realizar cambios radicales de reglas del juego cuando existe incertidumbre sobre la naturaleza del mismo.

Aunque exista consenso en cuanto a que el sistema de flotación cambiaria es superior a otros esquemas híbridos y que la coyuntura es favorable para su instauración, cabe preguntarse si están dadas las condiciones estructurales en el país para que el nuevo régimen cambiario funcione eficientemente. En términos generales, la respuesta es afirmativa pero debe tenerse presente que este nuevo esquema cambiario también impone desafíos importantes para el desarrollo del país.

Chile cuenta con una serie de fortalezas que permiten mirar con tranquilidad el futuro desempeño del mercado cambiario. En primer lugar, cuenta con un sector financiero sano y con la confianza de los inversionistas internacionales que han mantenido la clasificación de riesgo del país durante toda la crisis externa. En segundo lugar, y a pesar de la proyección de déficit fiscal para el presente año primordialmente como resultado de la fuerte caída de los ingresos públicos, la administración del Estado mantiene todavía una reputación de consistencia y austeridad en el manejo del gasto. En tercer lugar, el país cuenta con importantes reservas internacionales que permiten enfrentar períodos de restricciones de liquidez externa con mucha tranquilidad.

Si bien las fortalezas que he señalado son importantes, también lo son los desafíos que debemos enfrentar. Como ha quedado demostrado en la presente crisis, la economía chilena continuará siendo vulnerable en el corto plazo a shocks en los términos de intercambio y en los mercados financieros. Por ello, se deben desarrollar mecanismos más sofisticados que los que existen actualmente para cubrirse de las fluctuaciones que dichos shocks causarán inevitablemente en el mercado cambiario. Un primer paso ha sido la flexibilización de algunas normas vigentes en el sector financiero, que permitirán que las distintas entidades desarrollen progresivamente dichos mecanismos. En alguna medida, la falta de instrumentos adecuados se debe a que el mismo Banco Central proveía de un seguro cambiario implícito a través de la banda cambiaria que, como se discute más adelante, puede haber inhibido su utilización.

Pero más allá del desarrollo de instrumentos, la operación de un mercado cambiario más libre requiere de un cambio en la percepción y orientación de los agentes que participan en éste. Por un lado, los operadores locales deberán profundizar sus habilidades analíticas y la capacidad de estructurar sus portafolios de acuerdo a los niveles de riesgo individual que desean enfrentar. Tradicionalmente, la mayor parte de las entidades financieras se limitaron en gran medida a seguir al mercado respecto de la evolución cambiaria. Por el contrario, con un Banco Central ausente de los mercados cambiarios, el uso de instrumentos para enfrentar el riesgo cambiario exige que los operadores tomen posiciones contrapuestas y así debiera ir ocurriendo con el tiempo.

Por otro lado, la autoridad monetaria deberá aprender a distinguir los casos en los que las fluctuaciones cambiarias reflejan el funcionamiento normal del mercado de aquellos que, siendo infrecuentes y peligrosos, requieren de su intervención. Este es un proceso de aprendizaje simultáneo para el Banco Central y para el mercado sobre la mejor forma para permitir que el mercado cambiario opere libremente y lleva a una rica dinámica de confianza y cooperación entre las autoridades y el sector privado.

En este proceso de aprendizaje, resulta comprensible que existan aprehensiones respecto de la evolución probable del tipo de cambio como consecuencia de la liberalización cambiaria. Después de todo, Chile es un país acostumbrado a que los escasos episodios de libertad cambiaria que ha tenido se deban a crisis de balanza de pagos y no a que la economía haya llegado a un nivel de desarrollo tal que permita aprovechar las bondades de dicha liberación. Algunos se preguntan si se puede esperar una depreciación persistente del peso con estas modificaciones a la política cambiaria.

Para aclarar estas dudas, es importante separar dos conceptos que resultan usualmente confusos en las discusiones de política económica: el tipo de cambio nominal –el precio del dólar, en la jerga habitual– del tipo de cambio real que, en gran medida, mide la competitividad de la economía chilena a nivel internacional. Tanto el tipo de cambio nominal como el real serán afectados –aunque de manera diferente– por el hecho de tener un mercado de cambiario más flexible.

En primer lugar, se debe reconocer que es natural observar fluctuaciones en el tipo de cambio nominal si éste es libre para hacerlo. Ello revela que el mercado está operando y que los agentes internalizan la información sobre el estado de la economía y actúan en consecuencia. Un mercado cambiario libre en el que la cotización del dólar no se mueva sería, en realidad, algo anómalo y preocupante.

En segundo término, el tipo de cambio nominal no debiese exhibir movimientos sostenidos más allá de lo que sugieran los

eventuales diferenciales de inflación entre Chile y el resto del mundo, en la medida que no existan desbalances importantes en la economía. Como los actuales niveles de inflación en Chile no son sustancialmente mayores que los de los países desarrollados, no debiese esperarse una depreciación sostenida del peso.

Ciertamente, shocks sobre nuestros términos de intercambio o en los mercados financieros internacionales que se disipen lentamente, podrían provocar movimientos transitorios en el tipo de cambio nominal, los cuales debiesen revertirse en el largo plazo. Si dichos movimientos no desaparecen, ello será reflejo de desbalances más profundos en el gasto privado, en el sector externo o en el gasto público, los que requerirán de políticas correctivas.

De hecho, la misma existencia de un mercado cambiario libre debiese inhibir movimientos sostenidos del tipo de cambio nominal y lograr mayores niveles de estabilidad cambiaria y de precios en períodos más largos. Este es un efecto comúnmente refrendado por la evidencia empírica. La experiencia de Nueva Zelanda resulta reveladora al respecto. Como se observa en el siguiente cuadro, la volatilidad cambiaria en ese país no sólo no se incrementó, sino que además se *redujo* después que las autoridades dejaron de intervenir en el mercado cambiario y se abocaron a un objetivo único de política monetaria: el control de la inflación. En la primera columna del cuadro se encuentra el tipo de cambio promedio frente al dólar de Estados Unidos para el período 1985 - 1999, en tanto que en la segunda se presenta la volatilidad del mismo medida por su desviación estándar promedio (intramensual). Se observa que tras las reformas económicas –que al igual que en Chile incluyeron entre otras la independencia del Banco Central y la liberalización comercial–, la volatilidad cambiaria se redujo de manera apreciable, cayendo en cerca de 40%. La tercera columna, que mide la volatilidad respecto del nivel del tipo de cambio, confirma que este hecho no depende de si el tipo de cambio está alto o bajo.

Resulta interesante notar que ni siquiera durante un período particularmente difícil para la economía neozelandesa, como es 1998-1999, cuando esa economía vivió una recesión a raíz de la crisis asiática, la inestabilidad cambiaria alcanza los niveles de la década de 1980.

Cuadro 1  
Volatilidad Cambiaria en Nueva Zelanda

|                                                                        | Tipo de Cambio<br>Promedio<br>(NZ\$/US\$) | Desviación estándar<br>del tipo de cambio | Coefficiente de<br>variación (2/1) |
|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------|
| Con respecto al dólar de Estados Unidos                                |                                           |                                           |                                    |
| 1985-1989                                                              | 0.573                                     | 0.029                                     | 5.300                              |
| 1990-1998                                                              | 0.592                                     | 0.017                                     | 2.835                              |
| 1998-1999                                                              | 0.535                                     | 0.017                                     | 3.152                              |
| Con respecto a una canasta de monedas que refleja el comercio del país |                                           |                                           |                                    |
| 1985-1989                                                              | 0.626                                     | 0.025                                     | 3.936                              |
| 1990-1998                                                              | 0.593                                     | 0.012                                     | 2.071                              |
| 1998-1999                                                              | 0.580                                     | 0.013                                     | 2.365                              |

Estos indicadores no están contaminados por la mayor estabilidad que ha exhibido el dólar en los mercados internacionales en los años 1990. En efecto, en el segundo panel del cuadro se observan los mismos indicadores para un índice de monedas extranjeras, ponderadas de acuerdo a su participación en el comercio de Nueva Zelanda (principalmente, dólares, dólares australianos, yenes y libras esterlinas). Este índice refleja, por lo tanto, lo que el sector exportador enfrenta en términos de volatilidad cambiaria. Como se puede ver, nuevamente el nivel de volatilidad es menor tras la liberalización del mercado cambiario.

Si bien es muy posible que la mayor libertad cambiaria lleve a una mayor estabilidad en el tipo de cambio nominal en el tiempo y en comparación a regímenes con fuerte intervención de la autoridad, cabe preguntarse si no será posible que ello se consiga a costa de mayores desviaciones del tipo de cambio real y que, por tanto, se afecte negativamente a los exportadores y al crecimiento económico.

Es conveniente tener claro que desequilibrios sostenidos en el tipo de cambio real efectivamente tienen un efecto dañino sobre el crecimiento económico, tanto porque se incentiva una asignación errónea de los recursos como porque es común que episodios de desequilibrio cambiario desemboquen en profundas crisis de balanzas de pagos. La evidencia internacional al respecto es abrumadora. La experiencia de Chile a comienzos de la década de 1980 es, por su parte, reveladora del costo económico y social del problema. En este sentido, un tipo de cambio nominal libre de ninguna manera puede garantizar un tipo de cambio real "alto y estable", pero si garantiza que no se generen desalineaciones sustanciales del tipo de cambio real respecto de sus valores de "equilibrio" (aquellos coherentes con las condiciones económicas de largo plazo de una economía).

También debiéramos tener claro que la evolución de largo plazo del tipo de cambio real guarda escasa relación con los movimientos cambiarios nominales. En realidad, el tipo de cambio real es difícilmente controlable por las autoridades monetarias. Dentro de ciertos límites, se puede afectar sólo de manera transitoria algunas variables que inciden en el nivel del tipo de cambio real en el

corto plazo (como las tasas de interés), pero no puede controlársele completamente ni sostenidamente. Los determinantes de largo plazo del TCR se relacionan con el esfuerzo de ahorro del país, tanto privado como público, y con el cambio en la productividad de los factores y el progreso tecnológico. Estos son, en última instancia, los factores que determinan la capacidad de Chile para competir en los mercados globales. Igualmente, los shocks reales a nivel internacional pueden afectar nuestra competitividad y será clave nuestra capacidad para adaptarnos y aprovechar dichos shocks a partir de una política cambiaria que facilite el ajuste del tipo de cambio real. Pero esos shocks pueden ser negativos o positivos, pueden favorecernos (en cuyo caso tiende a haber una apreciación real del peso) o desfavorecernos (en cuyo caso habría una depreciación del peso). Por ello, resulta difícil creer que como resultado de la mayor liberalización cambiaria se produzca una evolución sostenida del tipo de cambio real.

Es posible que en el corto plazo el tipo de cambio real sufra movimientos transitorios y que éstos tengan efectos reales sobre los sectores productivos a través del mercado cambiario. Sin embargo, no se desprende de allí que se deba inhibir dichos shocks. Por el contrario, y aunque parezca paradójico, es preferible que el mercado cambiario sea muy flexible, pues ello ayuda al ajuste de los distintos sectores. Cuando los shocks son visualizados como permanentes, mientras más rápido se ajuste la economía, mayores son sus posibilidades de beneficiarse de dicho shock (cuando es positivo) o de reducir el costo de ajuste (cuando son negativos). Por el contrario si los shocks son transitorios, un mercado cambiario más líquido permite una mayor absorción del mismo y aísla al sector productivo de los efectos nocivos.

Por todo lo anterior, el tipo de cambio real no puede ser un objetivo de la política monetaria de mediano y largo plazo del Banco Central. Otros órganos del Estado tienen, sin embargo, la responsabilidad de fomentar y desarrollar el mejoramiento de la competitividad de Chile y estimular el ahorro interno. Con respecto a este último aspecto, la pronta recuperación de una instancia fiscal superavitaria y tal vez aumentos en las tasas de ahorro público por sobre lo observado en la actual década resultan claves para el crecimiento de largo plazo.

La discusión precedente señala la consistencia de un régimen cambiario más libre con los objetivos de crecimiento económico. No obstante, algunos se preguntan si se ha quitado prioridad a la contención de la inflación, dada la menor preocupación por la estabilidad del tipo de cambio.

Quisiera asegurar que, por el contrario, la decisión de controlar la inflación resulta hoy más clara que nunca y que un tipo de cambio libre en las actuales circunstancias apoya decisivamente la consecución de dicho objetivo. Las siguientes consideraciones apoyan esta afirmación:

- El Banco Central, de acuerdo con el Ministerio de Hacienda, ha introducido un concepto de meta de inflación de largo plazo en un rango de 2 a 4%, centrado en 3% anual. Como se señalara, ello obliga al compromiso de las autoridades para alcanzar dicha meta, reduce las expectativas de los agentes sobre desviaciones de corto plazo en los objetivos de la política monetaria, y exige una responsabilidad pública, tanto al Banco Central como al Ministerio de Hacienda, respecto de la obtención de dicho objetivo.
- El actual nivel de inflación está prácticamente en el objetivo de largo plazo y, por lo tanto, la inercia inflacionaria que se produce por los numerosos mecanismos de indización de la economía no debiese empujar, per se, hacia mayores niveles de inflación.
- Ciertamente aumentos en el tipo de cambio nominal pueden llevar a aumentos en los precios de los bienes importables o con un alto contenido de materias primas importadas. No obstante, este traspaso a precios es en la actualidad bastante moderado y, de acuerdo a lo discutido anteriormente, se espera que en general los movimientos cambiarios sean esencialmente transitorios.
- En este sentido, el mercado cambiario libre permite crear las condiciones para que dicho traspaso de los shocks externos sea cada vez menor. En efecto, los mismos agentes económicos encontrarán que es rentable tratar de suavizar los efectos de los shocks cambiarios utilizando y desarrollando instrumentos de cobertura. Igualmente, el desarrollo de contratos de mayor plazo se verá beneficiado por la estabilidad macroeconómica induciendo, a su vez, menores niveles de traspaso a precios de cambios en la paridad cambiaria.

Anteriormente me referí a los instrumentos de cobertura del riesgo cambiario que es necesario desarrollar y profundizar para aprovechar de manera creciente las ventajas de la flexibilidad cambiaria. Quisiera ahondar un poco en este punto que exigirá una labor compartida entre los agentes privados y las autoridades para desarrollar, progresivamente, estos mercados.

En realidad, actualmente existen algunos de los instrumentos necesarios para enfrentar la variabilidad del tipo de cambio que se espera exista en un contexto de flotación libre. Entre ellos están los contratos a futuro de monedas o en UF, las operaciones tipo swaps y las opciones de compra de moneda extranjera. El desarrollo del mercado –que incluye transacciones tanto en la Bolsa de Valores como fuera de ella– es, sin embargo, bastante incipiente.

En alguna medida, los esquemas cambiarios anteriores que tenía el país desincentivaban el uso de estos instrumentos porque, dentro de cierto límites, el Banco Central ofrecía un seguro cambiario especialmente cuando el tipo de cambio se acercaba al piso de la banda. Ahora, con un tipo de cambio efectivamente fluctuante, existirán todos los incentivos para que se desarrollen dichos

mecanismos de cobertura de riesgo con más profundidad.

Asimismo, la progresiva integración de los operadores financieros chilenos en los mercados internacionales y la creciente libertad cambiaria plantean la necesidad de ampliar la cartera de instrumentos disponibles para enfrentar el riesgo cambiario. En esta línea se espera que a futuro se profundicen los mercados de futuros y swaps para tasas de interés y, más adelante, las operaciones con opciones, put y call, para monedas y bonos.

Quisiera finalmente reiterar la idea central de esta exposición. La mayor libertad cambiaria abre oportunidades en cuanto provee de un mecanismo expedito de absorción de eventuales turbulencias externas con el que no contamos mayormente en el pasado reciente. Pero es un mecanismo que, junto a sus beneficios, también plantea desafíos. El sector privado debe ir crecientemente incorporando en sus decisiones un grado mayor de volatilidad cambiaria, especialmente en el corto plazo, lo cual representa un riesgo a cubrir adecuadamente a través del uso de instrumentos de mercado. Asimismo, se debe asumir que la mayor parte de las veces las fluctuaciones cambiarias son más bien transitorias y que al Banco Central no le cabe ningún rol en conseguir una tendencia determinada para esta variable, porque simplemente no está capacitado para hacerlo sustentablemente. La trayectoria del tipo de cambio nominal será considerada en las decisiones de política monetaria que se tomen como un indicador más de las condiciones que influyen sobre el comportamiento de la inflación. No obstante, la nueva modalidad de metas de inflación y la reducción esperable en el traspaso de los cambios en el tipo de cambio a la inflación doméstica matizan ciertamente la ponderación de esa trayectoria en las decisiones de política monetaria. Esto es lo que se puede esperar en una economía que avanza hacia su madurez macroeconómica luego de alcanzar tasas de inflación comparables a las de los países industriales.

Muchas gracias.