

La flotación cambiaria está plenamente vigente

Presentación de Felipe Morandé Lavín Gerente División Estudios
Banco Central de Chile en la Convención Nacional de
Productores de Fruta, Fisa, Septiembre 6, 2001,

Quisiera agradecer la oportunidad que se me brinda para expresar algunas reflexiones sobre la política cambiaria del Banco Central, especialmente en una coyuntura como la actual en la que los movimientos en el valor del peso frente al dólar están en el centro de la noticia. Nada mejor que hacerlo frente a Uds., para quienes el tipo de cambio es de suma importancia, y en el marco de esta gran convención.

Más que introducir conceptos nuevos o decir cosas muy originales, mi propósito es reafirmar los principios y las bases de las políticas del Banco Central, según las ha definido el Consejo. Como Uds. pueden imaginar, el título de mi presentación intenta condensar en una frase el principal mensaje que quiero dar, para despejar las variadas interpretaciones que se han dado a medidas tomadas recientemente por el Banco Central y que inciden en el comportamiento del mercado cambiario.

1. La política de flotación cambiaria está plenamente vigente porque es la única coherente con el esquema de metas de inflación.

Como es bien sabido, el principal objetivo del Banco Central es la estabilidad de precios, definida en Chile como una inflación baja y estable en un rango de 2 a 4% anual, en torno a 3%, a través del tiempo. Para conseguir este objetivo, el Banco Central destina como instrumento preponderante a su política monetaria, bajo el principio general de que es razonable asociar un instrumento a un objetivo. No obstante, la política monetaria es diseñada e implementada con cuidado, considerando que su efecto sobre la inflación se hace sentir con un rezago de entre seis y dieciocho meses, transitando por diversos canales de transmisión y afectando en el corto plazo a diversos precios relativos, la demanda interna y la actividad económica y el empleo. Por esta razón, las decisiones son tomadas mirando hacia adelante, proyectando los escenarios futuros y a la vez combinando determinación con prudencia. Se trata de conseguir que la inflación se mantenga dentro del rango meta sin exacerbar el ciclo económico, pero al mismo tiempo operando bajo el principio ampliamente reconocido, de que la política monetaria es neutral en el largo plazo, por lo cual no afecta el crecimiento de tendencia de la economía.

En este diseño, es contraproducente agregarle a la política monetaria otro objetivo, por ejemplo de orden cambiario. Si quisiéramos perseguir además de que la inflación sea baja y estable sin exacerbar el ciclo económico, que el tipo de cambio alcance tal o cual valor preciso, o incluso una banda de valores, rápidamente enfrentaríamos conflictos de objetivos que podrían llevar a que ninguno de ellos se consiga plenamente, con resultados muy negativos para la economía. Por esta razón, es mejor aislar a la política monetaria de aspectos puramente cambiarios y consagrar, por tanto, que sea el mercado el que libremente determine el valor del peso.

La credibilidad en la mantención del régimen de flotación y de metas de inflación permite precisamente que sean estas últimas las que anclen las expectativas de inflación de los agentes. Un régimen radicalmente distinto sería con tipo de cambio fijo, donde el ancla nominal lo entrega justamente la fijación del tipo de cambio. Pero debido a los problemas recurrentes que aquejan los regímenes de cambio fijo (que se han evidenciado tanto en nuestra propia historia como en otras economías emergentes), el Banco Central ha transitado gradualmente desde esquemas cambiarios menos flexibles a un régimen de flotación en la actualidad.

2. La flotación ha funcionado muy bien para el propósito que fue pensada: absorber el grueso de los shocks externos

El esquema de flotación cambiaria permite al Banco Central usar su instrumental monetario con más flexibilidad e independencia de lo que podría hacerlo en el caso de un régimen de rigidez del tipo de cambio. Esto es importante porque se puede combinar la estabilidad de precios que busca la política monetaria, con la posibilidad de absorber impactos de la economía mundial a través de la flexibilidad del tipo de cambio. En este sentido, la experiencia chilena con la flotación ha sido muy satisfactoria y comparable a la de otras economías más maduras y desarrolladas. En efecto, con ocasión de las turbulencias recientes en algunos países de América Latina e incluso de otras regiones (como Turquía), la única variable financiera que se ha visto afectada en el caso de Chile ha sido el tipo de cambio. Es cierto que el peso se ha depreciado considerablemente desde comienzos de año, pero el riesgo soberano de nuestra deuda externa, tanto pública como privada, casi no se ha alterado. Al mismo tiempo, las tasas de interés internas, luego de despejado el efecto puntual y transitorio de la nominalización, prácticamente no se han movido. Si se compara esta situación con la de 1998, cuando estábamos forzados a defender una banda cambiaria, aún corrigiendo por la intensidad de las múltiples crisis externas de entonces y por la fase expansiva del ciclo que vivíamos, vemos que la menor corrección del tipo de cambio aquel año tuvo como contrapartida un aumento más sustancial del riesgo soberano y de las tasas de interés internas que ahora.

3. El valor real del peso se ha depreciado principalmente porque las condiciones externas e internas así lo han requerido

Es un hecho que las condiciones de la economía mundial se han deteriorado marcadamente desde fines del año pasado. La desaceleración de EEUU ha sido más pronunciada que lo previsto y su recuperación se ha ido paulatinamente postergando, a pesar de las reducciones de la tasa de interés de la FED y de la reducción de impuestos. Más que eso, los efectos de dicha desaceleración sobre el resto de la economía mundial han sido más profundos que lo que nadie imaginó y hoy tenemos de nuevo a casi toda el Asia emergente en una situación recesiva. A ello se agrega el sempiterno estado de estancamiento de la economía japonesa y una América Latina signada por las dificultades de Argentina y el fantasma de un contagio generalizado de sus problemas financieros. Todo esto ha repercutido seriamente en los precios de nuestros productos exportados, especialmente el cobre y la celulosa, al

punto que se estima que los términos de intercambio del país se deteriorarán cerca de 6% este año.

En este contexto internacional, al cual Chile es tan sensible, no es nada de extrañar que el peso pierda valor frente al dólar y a otras monedas fuertes. A ello se agrega, en el lado interno, que el consumo ha mantenido una trayectoria bastante plana en el primer semestre del año, en tanto la inversión, si bien sigue creciendo, perdió algo de dinamismo en el segundo trimestre. El crecimiento atargado de la demanda interna es coherente con tasas de interés bajas, lo que, a su vez, coopera a la depreciación del peso.

Un cálculo simple del valor real del peso consistente con este conjunto de antecedentes revela que, desde comienzos del año pasado, se debiera haber observado una sustancial depreciación real de aproximadamente 12%. Muy poco es lo que el Banco Central puede hacer para contrarrestar esta depreciación puesto que responde a fenómenos que van más allá del control de la autoridad monetaria. La excepción es su tasa de interés de política, la que se reserva para circunstancias en que la inflación se proyecte desalineada respecto del rango meta en el horizonte de 1 a 2 años. Ello no ha pasado hasta ahora en gran medida por el flojo comportamiento de la demanda interna.

4. El Banco Central no tiene objetivos respecto del valor del dólar en el país

Se ha señalado que las acciones recientes del Banco Central que afectan al mercado cambiario, como el anuncio de la colocación de hasta US\$ 2 mil millones en PRD y el uso de hasta igual cantidad en el mercado spot, constituyen una indicación del temor de la autoridad monetaria a los efectos inflacionarios de determinados valores aparentemente muy subidos del tipo de cambio.

Conviene acá recordar que existen una serie de razones por las que el traspaso de una depreciación del peso a los precios internos ha sido hasta ahora y debiera seguir siendo en el futuro, más tenue que lo que conocimos en el pasado. Algunas de estas razones son de orden coyuntural, como la caída en los precios en dólares de los bienes durables que se importan del Asia, o la incapacidad de los intermediarios de traspasar uno a uno la depreciación del peso a precios al detalle por la apretada situación de las ventas internas.

Pero hay también razones más permanentes, como un estado de inflación baja que amenaza con pérdidas de participación de mercado a los intermediarios que traspasan muy rápida y sustancialmente los aumentos de costos al consumidor final, en un ambiente de suyo más competitivo. Dicho estado de inflación baja se sustenta a su vez en la credibilidad del compromiso del Banco Central con su meta de inflación, lo cual es hoy corroborado por los hechos: la expectativa de inflación vigente en el mercado en la actualidad y que se deduce de la encuesta de expectativas que publica el propio Banco Central, prácticamente no se ha movido de 3% anual a uno y dos años plazo, a pesar de la fuerte depreciación del peso en lo que va corrido del año. Finalmente, la misma percepción de que las fluctuaciones del tipo de cambio en un régimen de flotación son parte del paisaje indica que es perfectamente posible que una depreciación muy aguda del peso sea seguida por una apreciación subsecuente igualmente aguda.

Esta última circunstancia no es del todo ajena a lo que puede ocurrir hacia el futuro, a partir de la situación actual. En efecto, las condiciones externas e internas que mencioné con anterioridad y que han presionado a la baja el valor real del peso, son probablemente transitorias. Todos los vaticinios de consenso señalan, por ejemplo, que la economía internacional (partiendo por la de EEUU) debiera mejorar el próximo año. Esto implica también un mejor precio del cobre (que hoy está en mínimos históricos) y de otros de nuestros productos exportados. Asimismo, la situación de Argentina debiera aclararse en el mediano plazo o por lo menos acotarse a sus fronteras. No sería extraño, entonces, que el peso recuperara más adelante al menos parte de su valor perdido este año, lo que restringe adicionalmente el eventual efecto inflacionario de la depreciación reciente.

En síntesis, mal se podría tener un objetivo cambiario si el tipo de cambio se vincula tan difusa y transitoriamente con la inflación interna. Por tanto, las acciones recientes que afectan al mercado cambiario, al igual que en el caso de la administración de la política monetaria, no tienen la intención de conseguir un valor del dólar preciso ni se basan en el temor a un rebrote inflacionario.

5. Sin embargo, el Banco Central actúa también para introducir calma en los mercados financieros en circunstancias extraordinarias.

El propósito de las medidas anunciadas es influir sobre los mercados financieros para despejar eventuales temores presentes en el mercado frente a una situación inédita para nuestro país de mayor volatilidad cambiaria. La presión sobre el peso se tiende a retroalimentar frente a un panorama muy vulnerable y en estado de flujo de la economía argentina, lo cual puede encarecer sustancialmente la cobertura de riesgo por cuanto, en el corto plazo, la incertidumbre está sesgada sólo en una dirección. En este contexto, la provisión de un monto importante de PRDs y de dólares en el mercado spot busca apoyar los mecanismos de cobertura de riesgo cambiario y una liquidez en dólares que aparece como estrecha a los ojos de quienes temen un efecto mayor de la situación argentina.

Hay tres aspectos de los anuncios del 16 de agosto (y de la recién comenzada a implementar intervención cambiaria en el mercado spot) que son importantes de resaltar:

a) La colocación de PRDs y la intervención se hacen sobre la base de un monto explícito de recursos a utilizar en un horizonte determinado.

Como no se busca alcanzar un valor preciso para el tipo de cambio, el Banco Central deja en claro que en las actuales circunstancias considera adecuado usar un monto relevante pero acotado de sus reservas y capacidad de endeudamiento. No se

trata, por tanto, de una defensa a ultranza del peso sino que de un uso limitado de recursos considerado adecuado para los propósitos de poner un grado mayor de calma en los mercados financieros.

La colocación de PRDs se hará, como dice el comunicado, en una modalidad ya probada y conocida por el mercado. La venta de dólares, por un monto máximo de US\$ 2 mil millones hasta el 31 de diciembre próximo, se está haciendo de modo regular pero no mecánicamente. Esto último tiene por objeto introducir un elemento de riesgo ausente hasta hace poco en el mercado, en el sentido de que la variabilidad del tipo de cambio sea tanto al alza como a la baja.

b) Como se trata de circunstancias extraordinarias, estas acciones del Banco Central son también transitorias.....

El Banco Central tiene un monto importante de reservas internacionales, por aproximadamente US\$ 14,5 mil millones, y otros activos expresados en moneda extranjera, por cerca de US\$ 6,7 mil millones, en tanto tiene casi todos sus pasivos expresados en pesos (equivalentes a US\$ 11 mil millones). En términos netos, y considerando otros activos en pesos y los pasivos indizados al dólar (PRDs), la posición financiera del Banco Central presenta un descalce de US\$ 17,3 mil millones a favor de moneda extranjera. El sector privado, en cambio, tiene la posición contraria con un balance en términos netos claramente a favor del peso. Desde este punto de vista, las acciones recientes del Banco Central tienden a conseguir un mayor balance en cuanto a las posiciones en monedas de tanto el Banco Central como del sector privado.

No obstante, es claro también que estos ajustes tienen límites prudenciales que conviene respetar, por lo que se justifican cuando las circunstancias son especiales, como ahora, y cuando el descalce inicial del Banco Central es muy favorable. Por estas razones, las acciones anunciadas el 16 de agosto tienen un carácter eminentemente transitorio. En otras palabras, no se ha iniciado una etapa indefinida de flotación sucia sino más bien un período acotado de acciones de montos relevantes pero limitados en los mercados cambiarios y financieros.

c) ...y mantienen una posición de reservas internacionales sólida para enfrentar emergencias mayores.

En efecto, se estima que los montos máximos anunciados para la colocación de PRDs y venta de dólares de aquí a diciembre son suficientes para calmar un mercado cambiario a la expectativa de los vaivenes de la economía argentina y sus repercusiones en Brasil y otras economías emergentes. Sin embargo, aún suponiendo que se usaran esos fondos y se colocaran ese monto de PRDs, la posición de reservas internacionales netas del Banco Central sería suficientemente sólida para hacer frente a una contingencia financiera externa más aguda que la actual.

6. Las medidas anunciadas no son un sustituto de la política monetaria

Finalmente, vale la pena señalar que, como no se buscan valores precisos del tipo de cambio, los anuncios del 16 de agosto y su implementación no son de ningún modo un sustituto de la política monetaria en cuanto al objetivo de mantener la inflación dentro del rango meta. Si el Consejo llega a la convicción de que la inflación se verá afectada significativa y duraderamente en los trimestres venideros por los desarrollos en el mercado cambiario, entonces tendrá la opción de ajustar su política monetaria. El logro de una inflación baja y estable es de gran significancia para el bienestar y crecimiento del país, por lo que es fundamental sostenerlo en el tiempo usando la herramienta apropiada, y ésta es la política monetaria.