

¿Qué pasa con el Dólar?

Presentación de Felipe Morandé, Gerente de División de Estudios del Banco Central de Chile, en ICARE, el 23 de marzo de 1999.

Consenso académico hoy: los regímenes cambiarios polares son preferibles a los sistemas intermedios. En la práctica puede ser algo distinto.

Como es natural, la elección del régimen cambiario ha recibido gran atención en el último tiempo, pero no se debe olvidar que los problemas más fundamentales no se resuelven por la elección de un determinado régimen cambiario, ni los resultados son tan dramáticamente distintos por la elección de un régimen u otro. Ej., experiencia de AL: Perú y México: flotación; Argentina: currency board, Chile: intermedio; todos enfrentan dificultades similares, las diferencias son de segundo orden respecto de la complicada situación externa que se vive en la actualidad.

Costos y beneficios de los sistemas cambiarios polares son conocidos: en caso de currency board o dolarización, se puede favorecer la disciplina fiscal pero hay ausencia de política monetaria para afectar el ciclo económico (y problemas para implementar facilidad de prestamista de última instancia cuando se dolariza en forma unilateral; EEUU ha dejado claro que no ve con buenos ojos entregar soberanía de política monetaria y menos está dispuesto a actuar como prestamista de última instancia). En el caso del tipo de cambio libre, se obtiene flexibilidad de un precio clave para amortiguar shocks externos (ajustes de *nivel* necesarios para evitar sobre o sub apreciaciones) pero mayor volatilidad potencial de precios (e inflación) frente a shocks de carácter financiero. ¿Cómo nos ubica esta discusión en Chile, donde tenemos un esquema de banda?

Alternativas cambiarias para Chile:

1. Es importante entender qué se busca con un determinado régimen cambiario.

A) ¿ancla nominal y detener la inflación? (a través de un currency board o dolarización) No, para qué si ya tenemos un ancla (la meta) y la inflación es lo suficientemente baja;

B) ¿instrumento para influir sobre el TCR? (a través de una banda cambiaria ajustable tipo PPP) Poco práctico en la era de la globalización y flujos de capitales

C) ¿instrumento para disminuir el costo del financiamiento externo? Argumentos son mixtos para un TC flotante y para un currency board poco creíble. Son mejores en el margen para la dolarización.

D) ¿instrumento disciplinador de las políticas macroeconómicas? También los argumentos son mixtos. Importante: los fundamentos macro tienen que ser correctos para que funcione bien cualquier régimen; si éstos no están bien, un régimen flexible va a traer gran volatilidad y fuertes depreciaciones e inflación (Ecuador, Brasil), mientras en un régimen de TC fijo, habrá un fuerte problema de credibilidad que resolver con alto costo en producto (Argentina 1995)

2. El currency board o la dolarización no parecen alternativas prudentes en el corto plazo. No necesitamos por ahora un sistema rígido y no se dan las condiciones históricas para adoptarla. Sin embargo, cumplimos todos los requisitos como para hacerlo (que son los mismos para que funcione bien cualquier régimen cambiario, como ya se señaló). En el largo plazo, si toda la región se dolariza, aún no sería clara la necesidad de que Chile lo haga puesto que la estructura de comercio exterior basada en materias primas desvincula a Chile del resto de la región; los argumentos son más bien de orden político y financiero. Además, se deben dar una serie de requisitos previos de convergencia regional. Hoy la situación es al revés: la flexibilidad cambiaria imperante en la mayoría de los países pone en aprietos a aquellos pocos que tienen currency board o están dolarizados.

3. ¿Es posible la flotación limpia? Sí, pero con el tiempo. Podemos decir que se requiere preparar el terreno para un esquema de flotación más amplia y limpia (dando pasos como perfeccionar la regulación de instrumentos de cobertura cambiaria), pero por ahora no nos parece prudente salirnos completamente del mercado cambiario, toda vez que éste aún no es muy profundo (véase por ej. los efectos de las OPAS eléctricas en los últimos días). Además, la indexación de precios domésticos y su eventual efecto amplificador de fuertes fluctuaciones cambiarias nos hace ser cautos y esperar todavía a que el proceso de reducción de la inflación consolide una tasa de inflación cercana a la de los países industriales (como requisito para que la indexación desaparezca).

5. Mientras, el régimen de flotación sucia (que busca evitar fluctuaciones bruscas) dentro de una banda en ampliación, ha facilitado (en conjunto con otras políticas) una depreciación real relevante según ha empeorado la situación externa, tasas de interés en la actualidad dentro de las más bajas de AL, tasas de inflación declinantes y también dentro de las más bajas de AL, y tasas de crecimiento positivas en 1998 y 1999, claramente superiores al promedio de AL a pesar de haber sufrido uno de los shocks externos más elevados de la región.