

UNA ALTERNATIVA CAMBIARIA

- El mercado ha apostado a la baja del dólar. Las autoridades no quieren seguir al mercado para no debilitar la posición de los exportadores, pero tampoco están dispuestas a que el Banco Central compre las cantidades necesarias de dólares para sostener su precio.
- La tarea del Banco Central en materia cambiaria, como en otras, es *perfeccionar* el mercado. En nuestro caso, el mercado cambiario es notoriamente imperfecto, de modo que el Banco Central hace bien en dudar de sus dictámenes.
- Como las paridades internacionales se mueven diariamente, y Chile está cada vez más integrado al resto del mundo, y no sólo a Estados Unidos, el precio del peso en dólares debería también fluctuar; el Banco Central mediante la fijación de la "inflación externa relevante" está ofreciendo una suerte de seguro que estimula el ingreso de capitales de corto plazo. Es necesario reformular la política de intervención cambiaria.
- La proposición es la siguiente. El Banco Central establece una canasta de monedas duras. El valor en pesos del dólar (o dólar acuerdo) fluctuaría diariamente para mantener la trayectoria anunciada en el valor en pesos de la canasta.
- La innovación planteada es una forma práctica de reflejar en la política cambiaria los avances de la integración comercial y financiera de Chile al resto del mundo; es un paso intermedio hacia un regimen de flotación más libre y una contribución práctica a resolver el problema que ha suscitado el arbitraje de capitales de corto plazo en la actual política cambiaria.

1 La política cambiaria lleva más de dos años en el centro del debate económico. En el intertanto el Banco Central ha ensayado variadas fórmulas para detener o demorar la caída del tipo de cambio real del dólar en Chile (o apreciación del peso). Impertérrito, el tipo de cambio observado en el mercado bancario ha descendido 17% en términos reales desde marzo de 1990, mientras el Banco Central ha acumulado US\$ 3.800 millones de reservas internacionales netas. La presente nota propone un mecanismo alternativo de intervención cambiaria, y su objetivo es contribuir a un debate serio sobre el tema.

2 No hay nada fundamentalmente erróneo en una disminución del tipo de cambio si éste es conducido por las fuerzas de un mercado bien informado y sin mayores distorsiones. Tampoco hay nada necesariamente negativo en que el Banco Central, subsidiariamente, si esas condiciones no se dan, intervenga en el mercado para corregir una tendencia que estima inconveniente.

3 El mercado, contra viento y marea, ha apostado a la baja del dólar. Las autoridades no quieren seguir al mercado para no debilitar la posición de los exportadores, pero tampoco están dispuestas a que el Banco Central compre las cantidades necesarias de dólares para sostener su precio. No es fácil conciliar estos dos objetivos tan antagónicos. Las recientes medidas insisten en atacar el problema mediante la imposición de impuestos o encajes al crédito externo y otros controles cambiarios.

4 Es un error interpretar el rol de la política cambiaria como una batalla contra las tendencias del mercado. Hay sobradas evidencias que permiten prever que semejante intento sería infructuoso. La tarea del Banco Central en materia cambiaria, como en otras, es *perfeccionar* el mercado, conducirlo a un mejor resultado. En nuestro caso, el mercado cambiario es notoriamente imperfecto, de modo que el Banco Central hace bien en dudar de sus dictámenes. Pero esas imperfecciones provienen en general de limitaciones, restricciones e intervenciones establecidas por el propio Banco Central. Por eso su acción en esta materia debe orientarse hacia más mercado, no más control.

5 El Banco Central podría mejorar la operación del mercado con las siguientes medidas:

- dando más y mejor información sobre sus proyecciones de corto y mediano plazo de la economía, la situación fiscal y de balanza de pagos; no es necesario reiterar el valor de la información y del buen análisis de la Gerencia de Estudios del Banco Central;
- abriendo y desregulando el mercado cambiario, en particular en relación a las operaciones de los bancos en los mercados contado y futuro; no hay razón para

postergar la libre convertibilidad del peso, pero las medidas recientes, al elevar los encajes y restringir el manejo de la posición cambiaria de los bancos, le quitan profundidad al mercado y son un paso exactamente en la dirección opuesta, y

- modificando la fijación del "dólar acuerdo" y las bandas de intervención, de manera que ellas reflejen permanentemente la verdadera "inflación externa relevante", la que en el último año ha sido sistemáticamente sobreestimada, lo cual estimula artificialmente el ingreso de capitales especulativos al país.

6 El último punto es crucial y es el que motiva la presente nota. El problema cambiario más importante *no* es si el Banco Central compra o no demasiados dólares en el piso de la banda, sino si el Banco Central está dando las señales correctas para que el mercado funcione bien, y si éstas señales pueden transmitirse mediante las informaciones que da el Banco Central y sus intervenciones en el mercado cambiario. A esta última tarea nos referimos a continuación.

La forma de las intervenciones

7 No hay intervención cambiaria perfecta. En este campo nos movemos inevitablemente en el terreno de los subóptimos y los males menores. La idea central es, en todo caso, que el Banco Central tiene el deber de intentar que el mercado no se desvíe mayormente de lo que estima debe ser su tendencia o equilibrio de largo plazo. La forma de las intervenciones debe ser cuidadosamente definida para *no* crear falsas certidumbres o, a la inversa, inestabilidades artificiales que desorienten el mercado.

8 Desde mediados de la década pasada se ha aplicado en Chile una política de *banda de flotación* para el dólar. El Banco Central se compromete a vender (o comprar) la cantidad de dólares que le pidan (o le ofrezcan) al techo (piso) de la banda. Las bandas son conocidas y tienen una amplitud que comenzó en $\pm 0,5\%$ en 1984 y se incrementó en pasos sucesivos hasta $\pm 10\%$ en enero último.

9 La política de bandas ha sido *grosso modo* exitosa. Su aporte consiste en reducir la amplitud de las fluctuaciones del tipo de cambio. Pero la condición necesaria para que ello ocurra es que el Banco Central esté dispuesto a atenerse a las reglas de la banda, es decir, a comprar o vender grandes cantidades de divisas en los extremos de la banda. Si el mercado percibe que ese es el caso, formará sus expectativas correspondientemente y, entonces, rara vez será incluso necesario efectuar las compraventas aludidas.

1 0 El problema es que en Chile se ha perdido la credibilidad en la banda. El problema comenzó en la primera mitad del año pasado, cuando el Banco Central quiso desestimular el ingreso excesivo de divisas al país introduciendo variaciones intempestivas en la trayectoria del dólar acuerdo. La intención, aunque suene paradójico, era crear incertidumbre cambiaria. Dicha incertidumbre puede haber desalentado el ingreso de capitales especulativos, pero de paso desacreditó la política cambiaria. Las sucesivas medidas —encajes, revaluación, ampliación de la banda, intervenciones intempestivas, ahora al interior de la banda— no han logrado devolverle la confianza a la política cambiaria. El problema de fondo es simple: el mercado percibe que el Banco Central no estaría dispuesto a comprar grandes volúmenes de divisas al piso de la banda, y que si esa situación se diera probablemente volvería a revaluar. Tampoco cree el mercado que el Banco Central toleraría una devaluación de 19% al interior de la banda, hasta alcanzar su techo actual: probablemente intervendría antes para evitar las presiones inflacionarias asociadas a una maxidevaluación. Entonces la banda, como mecanismo estabilizador de las expectativas, ya no está vigente.

1 1 Lo que existe en la actualidad es un régimen de "flotación sucia", en la cual el Banco Central ha estabilizado la divisa a pocos centímetros del piso de su banda oficial. Los mecanismos de flotación sucia —excepto por su inapropiado nombre— son conocidos en el mundo y constituyen una forma respetable de intervención cambiaria. Tienen la ventaja sobre el régimen de bandas de que le dan al Banco Central mayor flexibilidad para operar, aunque eso mismo puede ser una causa de mayor inseguridad cambiaria. En cualquier caso, el mercado normalmente deduce de una sucesión de intervenciones cuál es la regla utilizada por el banco para determinar sus acciones, las que normalmente tienen la forma de una banda implícita.

1 2 Lo importante, entonces, en un régimen de bandas, explícitas o implícitas, es el criterio con que éstas se fijan. Este criterio puede darles una trayectoria que estimule o desestime los movimientos de capitales especulativos y, en consecuencia, afecte la posición del precio de la divisa al interior de la banda. En nuestra opinión, esto ha sido determinante en la evolución del tipo de cambio en Chile en los últimos dos años.

1 3 La fijación de las bandas en Chile sigue la trayectoria del dólar acuerdo. Este se reajusta diariamente según la variación de la Unidad de Fomento menos un factor que recoge la llamada "inflación externa relevante". Este factor sigue, con algún rezago y cierta suavización (determinados ambos, discrecionalmente, por el Banco Central), la inflación promedio de nuestros principales socios comerciales, traducida a dólares mediante las paridades correspondientes.

14 Dos son los principales defectos de este procedimiento:

- a) como los ajustes de la inflación externa relevante son rezagados y suavizados, ellos provocan significativas fluctuaciones en el tipo de cambio real; por ejemplo, en los últimos 12 meses se ha provocado una caída gradual del valor real del dólar acuerdo de 3,5% por éste solo efecto. Es sabido que una apreciación *gradual* (a diferencia de una alteración súbita) del peso estimula el ingreso de capitales porque rebaja el costo de endeudarse en dólares. Dicho de otro modo, los rezagos y suavizaciones que introduce nuestra política cambiaria no son obviamente recogidos por las tasas internacionales de interés, y ello crea oportunidades de arbitraje que complican al Banco Central en su manejo cambiario, y
- b) como las paridades internacionales se mueven diariamente, y Chile está cada vez más integrado al resto del mundo y no sólo a Estados Unidos, el precio del peso en dólares debería también fluctuar; el Banco Central mediante el arbitrio del dólar acuerdo y su "inflación externa relevante" está ofreciendo una suerte de seguro que estimula el ingreso de capitales de corto plazo. La distorsión está en que el Banco Central trata como "inflación externa relevante" —esto es, una variación gradual de los precios— lo que en realidad son los movimientos súbitos de las paridades de las monedas. Si el problema tratado en la letra anterior afecta el costo esperado del endeudamiento externo, el discutido en ésta reduce su riesgo.

15 La modalidad actual de reajuste del dólar acuerdo y las bandas de intervención fue introducida a mediados de la década pasada, cuando la economía estaba considerablemente más aislada de los movimientos de capitales privados. Su objetivo fue estabilizar el tipo de cambio real pertinente para los exportadores y sustituidores de importaciones. De allí que se resolviera no considerar los vaivenes diarios de las monedas internacionales, pues ellos no repercuten con igual regularidad en los precios de las mercancías intercambiadas, que son los que afectan en definitiva la posición competitiva de la producción nacional. Pero esa labor estabilizadora del Banco Central crea inadvertidamente oportunidades de arbitraje financiero porque las monedas de verdad fluctúan. Este problema se ha agravado al hacerse cada vez más integrado el mercado de capitales chileno al mercado internacional. Por eso, a nuestro modo de ver, es necesario reformular la política de intervención cambiaria.

Canasta de Monedas

16 A continuación se explica una fórmula diferente para la determinación del dólar acuerdo y las bandas de intervención. La exposición supone que se mantienen *bandas explícitas*

que imponen un piso y un techo conocidos a la fluctuación del dólar observado en el mercado cambiario. Pero nada impide aplicar el esquema propuesto a la determinación y publicación por parte del Banco Central de un dólar acuerdo de carácter estrictamente referencial, esto es, sin la existencia de bandas explícitas. Tampoco es incompatible la fórmula propuesta con un régimen de flotación sin bandas. Al contrario, sostenemos que la metodología planteada es la que debería guiar siempre al Banco Central en sus intervenciones cambiarias, sean éstas conforme a una banda explícita o de "flotación sucia".

1 7 La proposición es la siguiente: El Banco Central establece una *canasta de monedas duras* (CMD), compuesta de las divisas de los principales países socios de nuestro comercio internacional. La participación de cada moneda en la CMD puede determinarse en función de aquella del país correspondiente en nuestro comercio. Siguiendo la metodología del cálculo del tipo de cambio real que efectúa el Banco Central, podemos concentrarnos en los doce principales socios, e incluir sólo las exportaciones no cupreras y las importaciones no petroleras. Podemos descartar también las monedas latinoamericanas más relevantes (el peso argentino, el cruzeiro brasileño y el sol peruano). Una manera simple de hacerlo es escoger las tres principales: dólar de EE.UU., marco alemán y yen japonés, y atribuir al dólar la ponderación del comercio con Canadá al marco aquel de las restantes monedas europeas y al yen la participación coreana. Aproximadamente, entonces, la CMD se compondría de dólares en 41%, marcos en 36% y yenes en 23%.

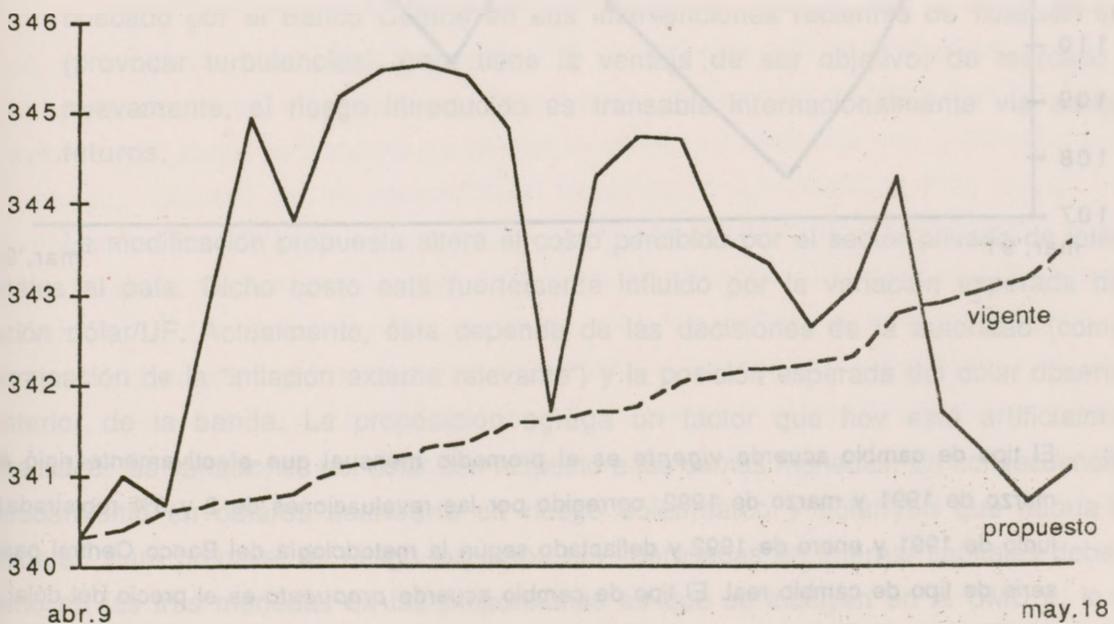
1 8 Así como ocurre hoy con el dólar acuerdo, el Banco Central fijaría el 10 de cada mes el valor en pesos de la CMD. De allí en adelante, el valor en pesos seguiría la trayectoria establecida por el Banco Central, la que, como ocurre hoy, podría incluir un reajuste por la variación de la UF, descontada la inflación internacional (definida como el promedio ponderado de la inflación mayorista de Alemania, EE.UU. y Japón). En cambio, el valor en dólares de la canasta fluctuaría diariamente al ritmo de los altibajos de las paridades internacionales.

1 9 A diferencia de lo que ocurre en la actualidad, el dólar acuerdo y las correspondientes bandas ya no serían predeterminados por 30 días. El valor en pesos del dólar (o dólar acuerdo) sería determinado diariamente por el cociente entre el valor en pesos y en dólares de la CMD. En otras palabras, el dólar acuerdo fluctuaría diariamente para mantener la trayectoria anunciada en el valor en pesos de la CMD. El Banco Central daría a conocer a primera hora de la mañana el valor del día del dólar acuerdo y las correspondientes bandas de intervención según el cierre de las 11:00 A.M. de la Bolsa de Valores de Londres (hora londinense), como lo hace actualmente con las paridades de monedas extranjeras. Los valores anunciados regirían para el día bancario correspondiente, aunque el Banco Central podría

reservarse el derecho de modificarlos si a lo largo de la mañana ocurriese una alteración significativa (de más de 2%, por ejemplo) en las paridades en el exterior.

20 La fórmula propuesta conduce a una relación dólar/peso más variable que la actual, pero a una relación canasta/peso más estable. El Gráfico N° 1 compara el piso de la banda vigente entre el 9 de abril y el 10 de mayo pasados con aquel que habría resultado del procedimiento propuesto. El Cuadro N° 2 compara el tipo de cambio real del "dólar acuerdo" vigente en el período marzo 1991-marzo 1992 con el que habría prevalecido bajo la fórmula propuesta.

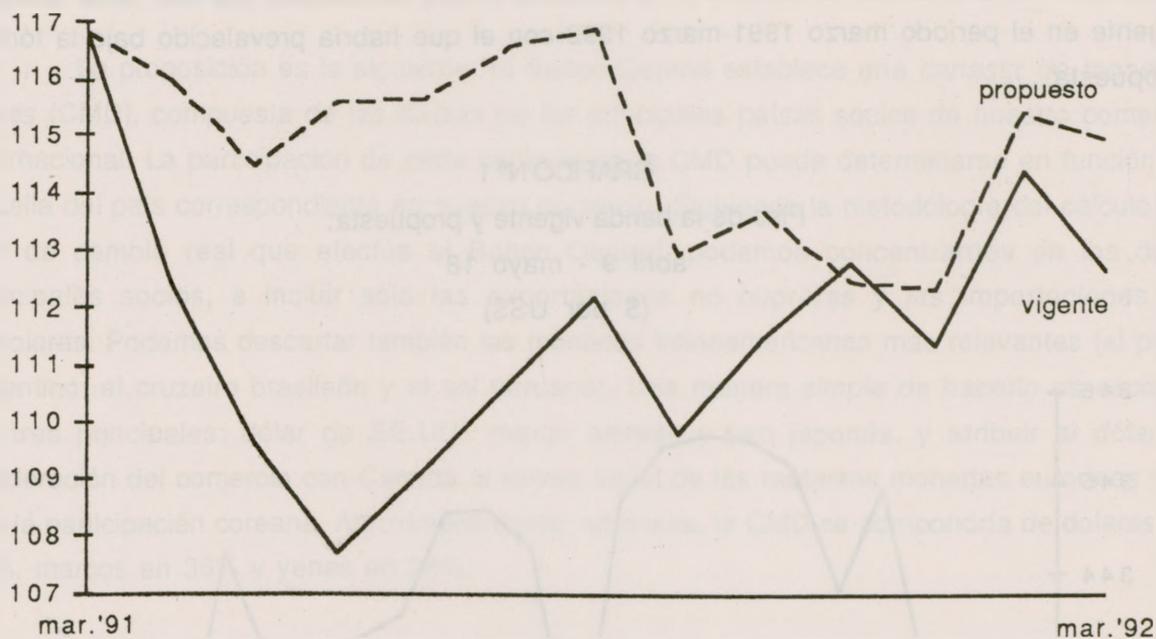
GRAFICO N° 1
Piso de la banda vigente y propuesta:
abril 9 - mayo 18
(\$ por US\$)



Nota: La curva punteada corresponde al piso de banda vigente para el período abril 9 a mayo 18. La curva continua describe el piso que resultaría de la aplicación de la fórmula propuesta, para una CMD de \$378 el día 9 de abril y que se reajusta diariamente según la variación de la UF con un descuento de 2,0% anual por concepto de inflación internacional.

GRAFICO Nº 2

Evolución del tipo de cambio real para el dólar acuerdo
según fórmula vigente y fórmula propuesta:
marzo 1991 - marzo 1992
(índice base 100 para 1986)



Nota: El tipo de cambio acuerdo *vigente* es el promedio mensual que efectivamente rigió entre marzo de 1991 y marzo de 1992, corregido por las revaluaciones de 2 y 5% registradas en junio de 1991 y enero de 1992 y deflactado según la metodología del Banco Central para su serie de tipo de cambio real. El tipo de cambio acuerdo *propuesto* es el precio del dólar que resultaría de la fórmula aquí planteada, descontando las revaluaciones observadas y con idéntica metodología para traducirlo a términos reales. Puede observarse que la segunda curva es más estable que la primera.

Consecuencias de la propuesta

21 La fórmula propuesta tiene las siguientes consecuencias:

- a) como se señaló, el dólar acuerdo y las bandas de intervención se hacen más variables. Esto puede complicar, en primera instancia, a los exportadores e importadores, pero hay que destacar que es una variabilidad necesaria para estabilizar mejor el tipo de cambio del peso respecto de la canasta de monedas. Y esa canasta representa, en promedio y aproximadamente, los mercados de nuestras exportaciones e importaciones. Además se trata de una variabilidad determinada por el mercado internacional y para lo cual existen suficientes resguardos (futuros, *swaps*, etc.);
- b) la mayor variabilidad del dólar acuerdo y las bandas elimina un factor de certidumbre artificial en la relación del peso con las monedas externas. Esto debe desalentar ciertos movimientos especulativos de capitales. El efecto, es semejante al buscado por el Banco Central en sus intervenciones recientes de flotación sucia (provocar turbulencias), pero tiene la ventaja de ser objetivo, de mercado. Y, nuevamente, el riesgo introducido es transable internacionalmente vía *swaps* y futuros.

22 La modificación propuesta altera el costo percibido por el sector privado de internar capitales al país. Dicho costo está fuertemente influido por la variación esperada de la relación dólar/UF. Actualmente, ésta depende de las decisiones de la autoridad (como la determinación de la "inflación externa relevante") y la posición esperada del dólar observado al interior de la banda. La proposición agrega un factor que hoy está artificialmente neutralizado: las variaciones del dólar con respecto a las demás monedas. En consecuencia, el endeudamiento en dólares acarrearía un riesgo dólar/marco y dólar/yen que habría que considerar. Para precaver tal riesgo las empresas interesadas en internar capitales deberían hacerlo en las tres monedas en las proporciones en que se incluyen en la CMD o, lo que equivale a lo mismo, cubrirse en los mercados de futuros o *swaps*. El efecto de ello sería una estructura más diversificada de riesgos cambiarios en nuestra deuda externa, lo cual es saludable desde el punto de vista de la exposición del país a riesgos cambiarios externos.

23 La diversificación de monedas (directa o indirecta, vía futuros y *swaps*) en nuestro endeudamiento externo tendría un efecto adicional. La tasa de interés en marcos alemanes es más alta que la del dólar porque incluye un premio por la devaluación de esa moneda. Bajo la fórmula propuesta el costo del endeudamiento externo ya no sería determinado sólo por el interés en dólares, sino por el promedio ponderado de las tasas de interés de las tres divisas

incluidas en la CMD. Dicho promedio es hoy 6,25% anual en términos nominales y 4,25% real, si se estima en 2,0% la inflación externa (base: LIBOR a 180 días). En consecuencia, si la prima por riesgo país es de un punto porcentual, la tasa de captación en Chile hoy (5,2% real a 90 días) *no* es mayor que la tasa promedio de los tres países, aunque sí lo es respecto de EE.UU.* El cambio propuesto eliminaría el incentivo a endeudarse en dólares, por cuanto introduciría el riesgo antes comentado. Ello no sólo reduciría el ingreso de capitales especulativos sino que haría redundante los nocivos encajes al crédito externo impuestos por el Banco Central para detener el caudal de divisas. Si nuestro diagnóstico es correcto, dicho caudal se basa no sólo en factores objetivos y reales (como la mejor solvencia del país), sino en una fórmula de reajuste cambiario que ignora las fluctuaciones diarias de las paridades internacionales.

24 Ciertamente, la aplicación de la fórmula propuesta significaría un gran impulso al uso de los mercados de futuros y de *swaps* de monedas en Chile. El Banco Central puede facilitar este proceso flexibilizando las regulaciones correspondientes.

25 La explicación anterior está basada en la importancia del dólar acuerdo y las bandas (explícitas o implícitas) de intervención. Puede contraargumentarse que lo que importa es el dólar observado y que éste flota libremente al interior de una amplia banda. Sin embargo, la forma de las intervenciones —y en particular la inclinación de las bandas— puede influir sobre el costo percibido de mantener posiciones deudoras o acreedoras en moneda extranjera y, en consecuencia, sobre la ubicación del dólar observado al interior de la banda. Este es el caso actual, en que la trayectoria del dólar acuerdo y las bandas ignora las fluctuaciones diarias de las paridades internacionales. Por cierto, hay factores adicionales que afectan tal ubicación, como la percepción del nivel del tipo de cambio de equilibrio de largo plazo. La proposición planteada aquí *no* influye sobre estas percepciones y, en consecuencia, no sería capaz de hacerse cargo de una tendencia revaluacionista o devaluacionista fundada en tal factor.

26 Una forma enteramente semejante a la planteada opera hoy en Israel. La moneda de referencia del Sistema Monetario Europeo, el ECU, es también comparable con nuestra CMD. El valor de los DEG que utiliza el Fondo Monetario Internacional se calcula del mismo modo. En Chile se ensayó brevemente un mecanismo similar en 1982, pero fue abandonado en las críticas circunstancias de entonces. A nuestro modo de ver, la innovación planteada es una

*Este argumento está basado en la comprobación empírica de que las tasas *reales* de interés son hoy más altas en Europa que en EEUU, aun cuando el arbitraje internacional de capitales asegura que se cumple la paridad de intereses *nominales*. La diferencia se explica en la existencia de tasas de inflación divergentes, lo cual revela que el arbitraje internacional de bienes es imperfecto.

forma práctica de reflejar en la política cambiaria los avances de la integración comercial y financiera de Chile al resto del mundo; es un paso intermedio hacia un régimen de flotación más libre y una contribución práctica a resolver el problema que ha suscitado el arbitraje de capitales de corto plazo en la actual política cambiaria.

Juan Andrés Fontaine*

* Economista. Ex Director de Estudios del Banco Central de Chile. Profesor, Pontificia Universidad Católica de Chile. Investigador asociado, Centro de Estudios Públicos. Socio de Fontaine y Paúl Consultores Asociados.