

### La chiflota del dólar (peso)

Patricio Arrau  
Ph. D. Economía, Universidad de Pennsylvania  
Director Giro País

(Columna diario La Tercera, 21 de agosto de 2010)

Nuevamente, junto con la fuerte reactivación de la economía chilena, asoma fuerte el debate sobre la mayor debilidad que tiene la política macroeconómica chilena: la excesiva y recurrente apreciación del peso frente al dólar. En efecto, la actual política cambiaria de prescindencia total de intervención parte de las autoridades es, a mi juicio, la “pata coja” de la política macroeconómica. Las patas sólidas son el modelo de Banco Central autónomo y su exitosa política monetaria centrada en metas de inflación, por una parte, y la política de gasto fiscal basada ingresos estructurales fiscales, es decir, la llamada Regla Fiscal chilena por la otra. Como la mesa tiene 3 patas y una de ellas esta “coja”, la superficie de la mesa está ladeada y mantiene a la economía chilena en el permanente vértigo de irse al despeñadero. Cabe preguntarse entonces por qué tenemos esta política cambiaria de no intervención, o más bien, de idolatría al equilibrio permanente del mercado. Vamos por parte.

Es conveniente partir describiendo los dos enfoques o visiones de los analistas económicos que se enfrentan en este debate. Advierto que esta clasificación es purista y es probable que nadie se inscriba en ninguna de ellas, pero es útil para entender finalmente la opción de la autoridad. En primer lugar están los analistas “fundamentalistas”. Este grupo describe precio de nuestro peso en dólares analizando las variables fundamentales de la economía que usualmente determinan el equilibrio macroeconómico de largo plazo del tipo de cambio real. Aquí el tipo de cambio real es un precio relativo entre transables y no transables, donde el precio de nuestros productos de exportación, especialmente el cobre, de importación, el gasto fiscal, los niveles de consume e inversión privados, las diferenciales de tasas de interés, entre otras variables, están en el centro de las explicaciones de la apreciación cambiaria. Para este grupo, el tipo de cambio está casi siempre en un equilibrio de fundamentos. El otro grupo, al cual adscribo, creemos que el tipo de cambio de largo plazo de fundamentos es una referencia, que no puede oscilar por los fundamentos entre 750 pesos y 430 pesos como ha sido el caso los últimos años, y donde la formación de expectativas en el sector financiero es central para determinar un equilibrio temporal de corto plazo que puede alejarse persistentemente y por tiempos largos del equilibrio de fundamentos. Este último precio oscila entre 560 y 540 pesos hoy y no explica los \$ 500 de estos días. Aquí las posiciones de portafolio en moneda local y extranjera son muy importantes en la formación de las expectativas temporales que determinan el tipo de cambio de equilibrio de corto plazo frecuentemente desalineado de los fundamentos. El tipo de cambio como precio relativo de bienes es superado por su función como precio de activo en los portafolios de los participantes del mercado. Aquí la intervención activa de la autoridad para corregir los excesos de liquidación de divisas, por ejemplo para financiar el



déficit operacional en pesos del Fisco, que inunda el mercado de moneda no deseada en los portafolios, tienen un rol fundamental. Si se siguiera una política clara y transparente para esterilizar estos excesos de venta de divisas, ya sea como política de reservas del Banco Central, o bien de incremento de los fondos soberanos del Fisco, otro sería el tipo de cambio de equilibrio y la mesa de la economía chilena recuperaría nivel horizontal. Es claro que tanto el Banco Central como Hacienda pueden neutralizar los excesos de divisas indeseados que delinear el equilibrio de corto plazo. Si las autoridades adscriben de verdad al primer grupo no tenemos nada que hacer. Si no es así y se abstienen por temor a fracasar en el plan de intervención la pregunta es ¿quién se queda con la chiflota?. Una nueva política cambiaria activa y coordinada entre ambos es superior.