

### El d3lar nuevamente: ¿por qu3 tanta pasividad?

Patricio Arrau  
Gerente General  
Gerens Capital S.A.

(Columna diario La Tercera, 21 de septiembre de 2007)

La competitividad del sector exportador distinto de aquel basado en nuestros productos naturales o *commodities* se encuentra nuevamente bajo fuerte presi3n. La brecha entre las tasas de inter3s nominal en Chile y Estados Unidos, que se mantuvo pr3cticamente nula por varios semestres, se est3 normalizando. Es l3gico que una econom3a emergente y con un crecimiento importante como la chilena tenga un precio de escasez del capital superior a la econom3a mas capitalizada del mundo. La reciente reducci3n de la tasa de inter3s de parte de la FED en medio punto porcentual ante las se1ales de desaceleraci3n de la econom3a norteamericana profundiza esta normalizaci3n. Los analistas de mercado ya dieron su veredicto: el peso chileno se apreciar3 reduciendo los ingresos en pesos de los exportadores, afectando la capacidad de nuestros env3os no tradicionales de competir en los mercados internacionales. Pareciera que estamos destinados a ser una econom3a de *commodities* y de servicios, renunciando a una base industrial importante. ¿Por qu3 tanta pasividad de parte de las autoridades?

El equilibrio cambiario dom3stico depende cr3ticamente de las expectativas de los actores financieros acerca del tipo de cambio, la que a su vez depende de la oferta de pesos y d3lares relativos al deseo de mantener estos activos en los portafolios privados. El tipo de cambio es un precio relativo entre estos dos tipos de dinero. El tipo de cambio esta bajo porque sobran d3lares y faltan pesos. Nuestra estructura comercial se encuentra muy sesgada a productos de exportaci3n que actualmente gozan de muy altos precios en d3lares, inundando el mercado dom3stico de divisas que el sector financiero no desea mantener en sus portafolios. Por otra parte, los fondos de pensiones vienen hace mucho tiempo presionando el mercado dom3stico por papeles en pesos que son escasos, impedidos de invertir una mayor proporci3n en el exterior. Las tasas de inter3s en UF (pesos) ya llevan por demasiado tiempo en niveles rid3culamente bajos (precios de los activos en UF muy altos) para los fundamentos de nuestra econom3a. Gracias a la reciente y retrasada decisi3n de ampliar los l3mites externos de los fondos de pensiones, es posible que el tipo de cambio logre mantenerse por arriba de los 500 pesos por d3lar.

Sostengo que ha calado hondo en nuestras autoridades, analistas y economistas en general un paradigma cambiario simplista que no se compadece con la situaci3n estructural que enfrenta la econom3a chilena en materia cambiaria, es decir, este exceso de oferta de moneda extranjera y exceso de demanda de papeles en pesos. Ello presiona el tipo de cambio a la baja. Este paradigma cambiario de flexibilidad purista mantiene a las autoridades econ3micas, tanto a Hacienda como al instituto emisor, en una pasividad que no es saludable para Chile. El Tesoro p3blico ha acumulado reservas internacionales comparables a las que mantiene el Banco Central por lo que esta no es una materia

3nicamente del instituto emisor, sino que de ambas autoridades. Es necesario constatar que de no mediar la decisi3n de Hacienda de ahorrar en el exterior el exceso de ingresos en moneda extranjera es probable que el tipo de cambio hubiese traspasado hace rato la barrera de los 500 pesos por d3lar. Sin embargo, constatado ese hecho, llama la atenci3n que no se haga nada m3s.

Un sistema cambiario de tipo de cambio flexible y nula intervenci3n como el chileno podr3a ser el adecuado para una econom3a muy diversificada en las fuentes y usos de la divisa, pero no para una econom3a fuertemente sesgada a la exportaci3n de *commodities* con muy altos precios internacionales y con inversionistas institucionales ahogados y acorralados a invertir internamente y que requieren m3s pesos en sus portafolios. No se trata de fijar el precio de la divisa, eso ser3a fatal. Pero si se trata de proveer los instrumentos financieros en pesos que demanda el sistema financiero y los fondos de pensiones y de sacar los d3lares en exceso de no son deseados por los inversionistas de portafolio. Una fuerte y severa operaci3n de portafolio que provea papeles en pesos y retire el exceso de d3lares, que puede hacer tanto Hacienda como el Banco Central, es muy necesaria en estas circunstancias. Adem3s se trata tambi3n de colaborar activamente en la formaci3n de expectativas y el anclaje de 3stas en torno a un precio razonable de largo plazo. En ausencia de esta funci3n de anclaje que las autoridades se resisten a realizar el mercado busca sustitutos para anclar las expectativas. La brecha de tasas con el mercado norteamericano est3 cumpliendo esa funci3n en ausencia de una acci3n p3blica m3s decidida. En nada ayuda que el Banco Central se limite a repetir una y otra vez que el tipo de cambio real “es coherente con el tipo de cambio real del largo plazo”. El tipo de cambio real que excluye a los sectores “inframarginales” de *commodities* se encuentra muy bajo y nada de coherente con el precio de largo plazo necesario para que nuevas industrias de exportaci3n se desarrollen.

En suma, un paradigma cambiario simplista y poco coherente con la estructura econ3mica y financiera de la econom3a chilena. El corolario de esta pasividad es una econom3a condenada a los *commodities* de exportaci3n y a los servicios.