

Dilema del Banco Central: ¿Tasas de interés bajas o intervención cambiaria?

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

(Columna diario La Tercera, 7 de octubre de 2010)

En estos días el debate sobre el tipo de cambio se ha vuelto más complejo por dos razones. En primer lugar, economistas prestigiados que han visitado el país invitados por el ministro de Hacienda han planteado que Chile, al igual que los otros países emergentes de buen desempeño, enfrenta una delicada situación de manejo de entrada de capitales externos que tiene impacto en el tipo de cambio. Ellos plantean una nueva fuente de desalineamiento del tipo de cambio. La segunda razón es que el tema entró fuerte en el radar de la política, con una creciente inquietud política y presidencial de que las cosas se están saliendo del rango razonable. Ante la presión, el Banco Central ha anunciado que podría moderar el incremento de la tasa de interés para apoyar el tipo de cambio. Es decir, se propone tasas de interés más bajas en lugar de la intervención cambiaria. Sostengo que el Banco Central enfrenta un dilema complejo, ya que dicha política de menores tasas no sólo es peligrosa para la inflación en el contexto de la fuerte expansión de la demanda interna, sino que puede agravar la situación cambiaria empujando el tipo de cambio hacia abajo. Vamos por parte.

Para poder hacer mi argumento en forma coherente, es necesario recordar cual es la crítica que se le atribuye a Alan Greenspan, Presidente de la Reserva Federal de los EE.UU., el equivalente de nuestro Banco Central, respecto a la política monetaria previa a la crisis *subprime*. Se dice que las bajas tasas de interés alimentaron una burbuja en los activos financieros e inmobiliarios en los EE.UU., hasta que éstos alcanzaron niveles de precios insostenibles. Al reventar la burbuja –siempre revientan- se desencadenó una de las mayores crisis globales en los últimos 80 años. Es decir, es necesario situarse en la economía de los desequilibrios, la economía de las burbujas, y no en la economía de los fundamentales donde estos fenómenos no existen. En la economía de las burbujas, tasas de interés menores a las necesarias pueden ayudar a desalinear transitoriamente el precio de los activos financieros, retroalimentando expectativas erróneas del precio final de dichos activos que finalmente se desploman ante la imposibilidad de sustentarse en el tiempo. En nuestras economías, las burbujas toman la forma de un peso alto medido en dólares.

Es decir, nuestro peso y todos los activos financieros denominados en pesos, se encuentra en un estado de burbuja. Eso es lo que pasa con nuestro tipo de cambio. Activos en moneda local muy caros y en moneda extranjera muy baratos. En la economía de las burbujas las cosas funcionan al revés: tasas de interés bajas en pesos, precio de los activos financieros en pesos muy caros, dólar muy bajo. Para entender esta economía es necesario olvidarse de los fundamentales económicos y situarse en la economía de los portafolios de los agentes económicos. La burbuja se produce porque los portafolios de los agentes



económicos están en desequilibrio respecto de sus demandas deseadas: hay exceso de demanda por activos en pesos (instrumentos en pesos que faltan) que incrementa su precio, que no es más que el dual del exceso de oferta de los dólares que sobran. La fuente de la burbuja es el exceso de oferta no deseado de dólares, ya sea que entren al país por inversionistas internacionales y por venta de dólares fiscales. La solución es una intervención cambiaria que retire los dólares que sobran y reponga los instrumentos financieros en pesos que faltan. Es una simple intervención cambiaria esterilizada, igual que la exitosa intervención de abril de 2008. Grave dilema el que tiene el central.