

Interrumpir la intervenci3n cambiaria: ¿por qu3?

Patricio Arrau
Doctor en Economía, U. de Pennsylvania
Consejero Giro País

(Columna diario La Tercera, 20 de junio de 2008)

Algunos analistas y observadores del mercado cambiario han propuesto que el Banco Central interrumpa o disminuya la velocidad de sus compras diarias de divisas. Se ha propuesto reducir el monto total de US\$ 8.000 millones que el instituto emisor anunció en marzo pasado y que implica US\$ 50 millones de compras diarias hasta diciembre próximo. Alternativamente se ha propuesto disminuir la velocidad de las compras de modo que los US\$ 8.000 millones se alcancen avanzado el próximo año. La pregunta que surge es ¿por qué?. Vamos por parte para intentar responderla.

En primer lugar es necesario recordar que el tipo de cambio abrió este año unos pesos por debajo de \$ 500 por dólar. Sin embargo, la abrupta apertura de brecha de interés entre Chile y los EE.UU. produjo una fuerte caída del tipo de cambio. El intangible e impersonal “mercado” llevó el tipo de cambio \$ 80 pesos más abajo en unas pocas semanas. Un fuerte debate público en marzo pasado dividió a analistas y observadores respecto los beneficios de la intervenci3n cambiaria. La gran mayoría creía que la intervenci3n era inocua o inefectiva, y otro tanto reforzaba a los primeros agregando cálculos de costo fiscal, después de todo, el “mercado” era imbatible. Todos por igual descartaban que el Consejo del Banco Central aceptaría intervenir para favorecer al *lobby* exportador.

La historia desde ahí hasta esta semana ha sido un rotundo silencio y sorpresa de analistas y observadores por igual. El Consejo dirigido por José De Gregorio pilló a muchos actores de mercado “cortitos” en dólares, es decir, sobrevendidos y especulando a una baja mayor en el tipo de cambio, lo que seguramente arrastra heridas en los balances. Ello porque la intervenci3n funcionó y muy bien. El tipo de cambio ha fluctuado entre 480 y 500 pesos las últimas semanas, con una significativa recuperaci3n respecto al mínimo el día anterior a la intervenci3n. ¿Por qué interrumpir la intervenci3n?. El caballo de batalla es la inflaci3n. A principios de año se esperaba terminar el año con un 4,3% de inflaci3n. Hoy las expectativas están entre 5,5 y 6%. La explicaci3n es respetable pero a mi juicio falaz. El tipo de cambio está por debajo de la partida del año en términos nominales. Una y otra vez, los análisis en profundidad nos indican que la inflaci3n es un fenómeno de oferta y los efectos de segunda vuelta siguen siendo más una preocupaci3n que una realidad. Las alzas nominales del tipo de cambio, a diferencia de los que se pensaba antes en Chile, normalmente se traduce en un incremento del tipo de cambio real. En las actuales condiciones de mercado es muy improbable que se traslade a precios más allá de productos regulados y anclados al dólar. Así como es un error en pretender devolver rápidamente la inflaci3n al centro de la meta con la tasa de interés; se dice que es como intentar matar una mosca con un bazuca, intentar hacerlo con el tipo de cambio es cambiar el bazuca por un tanque. ¿Se está proponiendo que la meta de inflaci3n debe ser cumplida al costo del tipo

de cambio, aunque evidentemente la inflaci3n actual no es causada por el tipo de cambio nominal?. Espero que no. El debate cambiario, lamentablemente, se encuentra completamente dominado por consideraciones del tipo financiero. Las consideraciones reales y de estructura productiva brillan por su ausencia. Sabemos que las alzas de tasas afectan los portafolios de los inversionistas de renta fija y que la subida del tipo de cambio afecta a los inversionistas cortos en d3lares. Aprovecho de hacer una propuesta delicada para que se corrija un sesgo del debate p3blico. Muchos analistas del mercado financiero pertenecen a bancos comerciales y de inversi3n. A diferencia de lo que ocurre en otros pa3ses, en Chile no tenemos pr3cticas de separaci3n conocidas entre las unidades de estudios y las unidades asesoras de inversiones. El conflicto de inter3s es evidente. Quiz3 es hora de corregir este sesgo en los an3lisis de prensa y de mercado. Por ning3n motivo estoy proponiendo regulaci3n, pero s3 autorregulaci3n.

Afortunadamente el Presidente del Banco Central ha descartado cambiar el programa de compras de divisas. En su estad3a en el Fondo Monetario Internacional, el actual presidente del instituto emisor fue un destacado economista de la secci3n de an3lisis de Europa. All3 realiz3 investigaciones de inflaci3n que conclu3an que el tipo de cambio nominal se traslada en su mayor proporci3n al tipo de cambio real en los pa3ses estables. A su vuelta a Chile fue un implacable cr3tico de la torpeza que cometió el Banco Central de Chile el a3o 1998. Por el temor exagerado a la inflaci3n, no se permiti3 entonces el ajuste del tipo de cambio nominal desencadenando un largo per3odo de estancamiento en la econom3a chilena. Los temores de inflaci3n asociados a la intervenci3n cambiaria son infundados. Para mantener su propia credibilidad en alto, el Banco Central de Chile debe mantener su palabra y continuar con la compra diaria de US\$ 50 millones hasta diciembre.