

El absurdo valor del peso (d3lar)

Patricio Arrau
Gerente General
Gerens Capital S.A.

(Columna diario La Tercera, 21 de marzo de 2008)

La situaci3n del peso chileno es de la mayor gravedad para nuestra economía. La economía chilena enfrenta un absurdamente alto valor del peso medido en d3lares, o lo que es lo mismo, un absurdamente bajo valor del d3lar medido en pesos. Me gusta m3s la primera expresi3n puesto pone en evidencia que esta no es la crisis del d3lar, sino que es la crisis del peso chileno. De pronto, al llegar a estos niveles, parece que hemos descubierto algo nuevo. Los mercados financieros no funcionan muy perfectamente y pueden entrar en dinámicas especulativas sorprendentes. No importa mucho si algunos de nosotros pens3bamos que esa imperfecci3n venía manifest3ndose hace rato. Lo importante es que ahora parece que ha sido tan obsceno el desalineamiento del peso que una mayoría del *establishment* profesional est3 llegando a la misma conclusi3n. Hasta hace muy poco tiempo atr3s, para la mayoría de los economistas el mercado cambiario funcionaba bien, tenía toda la informaci3n relevante y pocos economistas enfatiz3bamos la necesidad de cuestionar ese dogma. Para algunos de nosotros ese no era el caso. Los mercados cambiarios necesitan de guía porque no se trata de un activo m3s. Se trata de un precio macroecon3mico clave. Ante la ausencia de guía en estas materias los mercados financieros no tienen m3s remedio que mirar para el cielo. Si salen “manchas solares” el peso sube y si se esconden el peso baja. Tuve la suerte de ser alumno del creador de la teoría de *Sunspots* o m3ltiples equilibrios. Por estos días me he acordado mucho de ese gran maestro que ha sido para mí Costas Azariadis. Lo que dice su teoría, aplicada al mercado cambiario, es que los mercados pueden encontrar equilibrios muy distintos y diversos, unos malos y otros buenos. El énfasis en las “manchas solares” como determinantes de un equilibrio cambiario es precisamente el énfasis en expectativas que no est3n bien fundadas, que no tienen nada que ver con los fundamentales de la economía. A veces a las “manchas solares” son la llamada correlaci3n con el real brasileño, en otras ocasiones las manchas se llaman “diferencial de tasas de inter3s” o “gasto p3blico excesivo” o “precio del cobre”. Son los nombres que toma una formaci3n de expectativas desalineada de los fundamentales de la economía. Es evidente que todas estas variables econ3micas si tienen una incidencia en el equilibrio de largo plazo del peso medido en d3lares y afectan el equilibrio de fundamentales de una economía, pero en ning3n caso pueden explicar las excesivas oscilaciones que van mucho m3s all3 de los fundamentales econ3micos. Un mercado cambiario a la deriva no funciona bien. La ausencia de una guía o ancla de largo plazo para el tipo de cambio es la pata coja del modelo econ3mico chileno. Antes que emerjan aÑejas ideas de encaje y otros tipos de control de capitales, es necesario actuar y actuar con energía en la guía del mercado cambiario, en el ancla de largo plazo del mercado cambiario, que a mi juicio est3 al menos \$ 100 pesos m3s arriba del actual nivel.

Vamos por parte. Es necesario explicar por qu3 hasta hace muy poco tiempo atr3s tantos colegas pensaban que el tipo de cambio no estaba tan desalineado. La raz3n es simple. No es correcto mirar el tipo de cambio real promedio para la se1al de largo plazo de la econom3a chilena. Esa medida est3 distorsionada pues es un promedio entre el tipo de cambio de los sectores que tienen un alt3simo tipo de cambio real (minero y otros *commodities*) y aquellos sectores transables que en el margen son sustentables en el largo plazo, que est3n adecuadamente invirtiendo para proveer el mercado mundial, pero que en la actual situaci3n son transitoriamente inviables. Se requiere proveer al mercado de mayor an3lisis respecto a lo inconveniente del actual nivel, y se requiere intervenir con energ3a en una situaci3n de desalineamiento excesivo como el actual.

A diferencia de lo que ocurr3a un par de d3cadas atr3s, la intervenci3n en el mercado cambiario no tiene nada que ver con la inflaci3n. Cuando no hay mercado financiero profundo la intervenci3n causa inflaci3n. No es el caso de Chile. Tanto el Banco Central como el Ministerio de Hacienda pueden intervenir. De hecho en los pa3ses en desarrollo es el Tesoro p3blico el que lo hace. Lo que se requiere es la colocaci3n de papeles en pesos o unidades de fomento, que escasean enormemente, y retirar los d3lares que sobran. La combinaci3n actual de pesos y d3lares no es deseable por el mercado como portafolio para mantener la riqueza y eso hace que el peso escale como la espuma. El Banco Central y el Tesoro son los 3nicos emisores a costo soberano de los pesos chilenos que escasean en el mercado. Se valora el anuncio del Ministerio de Hacienda de que se colocaran US\$ 1.200 millones de papeles en unidades de fomento. Quien sabe donde estar3a el peso sin ese anuncio y sin la creaci3n de los fondos en d3lares en el exterior. Mayor informaci3n respecto a las operaciones cambiarias del Fisco es un complemento a los avances en materia de los fondos en el exterior. Por otra parte, el mercado le ha tomado el pulso al nuevo Consejo del instituto emisor. Se conoce la aversi3n del actual Presidente a la intervenci3n cambiaria desde su tiempo en la Vicepresidencia. Es necesario que el nuevo Consejo sorprenda al mercado y anuncie la colocaci3n de un importante monto de papeles en pesos, retirando d3lares. Antes que las ideas a1ejas se tomen la agenda y se busque refugio en encajes o controles de capitales, es necesario una en3rgica intervenci3n coordinada de Hacienda y el Banco Central.