

### El d3lar una vez m3s

Patricio Arrau  
Gerente General  
Gerens Capital S.A.  
(Columna diario la Tercera, 21/04/06)

El record alcanzado por el precio del cobre, sobre los 3 d3lares la libra, debiera tener a todos los chilenos con gran j3bilo. De fiesta. Sin embargo, tenemos sentimientos encontrados. El pa3s se ve tremendamente beneficiado por esta situaci3n, puesto que obtenemos grandes rentas de la venta de nuestro principal producto de exportaci3n, y sin embargo, la preocupaci3n que despierta el impacto de esta situaci3n externa en el precio del d3lar nos impide celebrar.

La situaci3n se origina en el extraordinario momento hist3rico que enfrenta la econom3a global. Estamos siendo testigos de la emergencia de gigantes asi3ticos dormidos que est3n buscando agresivamente un espacio en el intercambio comercial global. La incorporaci3n de estas enormes econom3as, hasta hace muy poco tiempo aut3rquicas, genera enormes presiones sobre los flujos de bienes y servicios y sobre los flujos financieros globales. Parece que el precio del cobre se mantendr3 en niveles sorprendentes por mucho m3s tiempo que el previsto hace tan solo algunos meses atr3s.

¿Pero donde est3 el problema?. En lo personal me encantaría que el precio del cobre alcanzara 4 o 5 d3lares la libra. El problema no est3 en el precio del cobre. El problema est3 en que esta nueva situaci3n amerita un nuevo diagn3stico y una r3pida respuesta de pol3ticas p3blicas. Es decir, se requiere tomar medidas que incorporen este nuevo fen3meno del entorno externo, modificando los lineamientos de la pol3tica cambiaria y fiscal que hemos venido desarrollando en los 3ltimos a3os. Vamos por orden, primero la pol3tica cambiaria.

Luego de muchas d3cadas de intervenci3n cambiaria y una estricta regulaci3n de los flujos de la divisa, en los noventa tuvimos una transici3n con banda cambiaria y gradual apertura y desregulaci3n. Terminamos en la actual pol3tica de “flotaci3n limpia” y m3nimas regulaciones a los flujos de capital extranjero. No existe una pol3tica de reservas internacionales o de compra y venta de divisas del Banco Central. La idea es que el mercado opere libre de intervenciones discrecionales del Banco Central, que seg3n la creencia oficial, perturba el sano equilibrio del mercado y tiene costos importantes sin beneficios evidentes. Cuando el Banco Central y el sector financiero se ponen ha hacer gallitos, dice nuestro credo cambiario, nadie gana. No comparto el credo. Yerra en un aspecto fundamental. La actual pol3tica de flotaci3n cambiaria est3 agotada porque desconoce que el equilibrio cambiario del mercado no s3lo responde a la demanda y oferta de divisas por motivo de importaciones y exportaciones de bienes y servicios, sino que tambi3n existe una demanda y oferta por motivo de las posiciones netas deseadas de activos financieros en los cuales se desea mantener el ahorro financiero. Si abundan divisas o

activos financieros en moneda extranjera que el p3blico no desea mantener en sus portafolios y escasean los instrumentos en UF que el p3blico s3 desea mantener en sus portafolios, entonces el precio del d3lar cae y sube el precio de los instrumentos en UF (cae la tasa de inter3s de papeles largos). Por este motivo, el precio del d3lar se encuentra muy por debajo del precio de equilibrio de largo plazo que se requiere para estimular inversiones en el sector transable. Por este camino vamos derecho a ser una econom3a rentista centrada en los *commodities*, por lo que no se entiende el esfuerzo realizado por d3cadas en Chile con la firma de acuerdos de libre comercio que redujeron severamente los aranceles en nuestros socios comerciales. Si el actual desalineamiento del tipo de cambio tiene su origen en la escasez relativa de instrumentos financieros en los cuales el sector privado desea mantener la riqueza financiera, una intervenci3n que retira el exceso de divisas y coloca papeles en UF es una respuesta adecuada. Si el Banco Central compra d3lares y coloca papeles en UF para esterilizar el impacto monetario, el precio del d3lar subir3.

¿Y que hay por el lado fiscal?. Puesto que uno de los principales beneficiados con el *windfall* del precio del cobre es el Fisco, las decisiones de portafolio que 3ste tome respeto a que moneda utiliza para sus ahorros financieros determina fuertemente el equilibrio cambiario dom3stico. El fisco no debe actuar como los privados, desprendi3ndose de sus d3lares como si fueran una papa caliente, sino que debe ahorrar esos recursos en el exterior o en el Banco Central, sin que pasen por el sistema financiero dom3stico. De este modo libera al sector financiero de la necesidad de acomodar ese nuevo *stock* de divisas. Para financiarse, en aquella parte que suele hacer vendiendo d3lares en el mercado, el Fisco puede tambi3n colocar papeles en UF. El famoso “fondo noruego a la chilena” no es m3s que colocar en el Banco Central los recursos obtenidos de origen extranjero y utilizar una mayor colocaci3n de deuda dom3stica para financiar esa mayor posici3n neta en moneda extranjera. ¿Es esto un subsidio a los exportadores?. Por ning3n motivo. Es adem3s un gran negocio de mediano plazo para los chilenos, puesto que nuestro Fisco ahorra d3lares que subir3n de precio, evitando venderlos barato, y se financia ese ahorro adicional en moneda extranjera con deuda en UF a bajas tasas de inter3s. Parece magia, pero cuando una mala definici3n de pol3tica es reemplazada por una mejor, normalmente existen ganancias insospechadas.