

### Para refrescar el debate cambiario

Patricio Arrau  
Gerente General  
Gerens Capital S.A.  
(Columna diario la Tercera, 24/02/06)

Parece que el tema cambiario seguir3 fuerte en la agenda de debate macroecon3mico. Los precios de productos primarios de exportaci3n se mantendr3n en altos niveles en un horizonte previsible y el valor del peso chileno se mantendr3 m3s elevado (d3lar m3s bajo) de lo que resulta, a mi juicio, conveniente para el mediano plazo. Diversos economistas del medio nacional han planteado que el Banco Central debiera abandonar su excesiva pasividad o “displicencia” con respecto al d3lar. El ministro Eyzaguirre reprendi3 en duros t3rminos a legisladores que plantearon lo mismo hace unas semanas, sugiriendo que cualquier intervenci3n es un subsidio a los exportadores. Ha inferido en varias ocasiones que quienes estamos preocupados por el tipo de cambio representamos a alg3n grupo de presi3n.

Mala reacci3n la del ministro, poco respeto por los est3ndares de un debate p3blico informado. El debate respecto al Banco Central se ha expandido tambi3n al Fisco, puesto que la actual coyuntura ha puesto tambi3n la mirada en como el Fisco ahorra o liquida sus excedentes en moneda extranjera. La renovaci3n de las autoridades econ3micas trae consigo una oportunidad para refrescar estos y otros temas de debate. En un sistema marcadamente presidencialista, las ideas y representaciones mentales de quienes detentan el poder se convierten en argumentos absolutistas, recubiertos de la Gracia del Estado, lo que hace muy dif3cil un debate serio e informado si dichas autoridades no promueven el intercambio respetuoso. Pocos se atreven en este contexto a exponer libremente ideas contrarias a las oficiales, puesto que la exposici3n a la descalificaci3n se hace inminente. La descalificaci3n p3blica por conflictos de inter3s o “representar grupos de presi3n” es particularmente reprochable. Las ideas y convicciones vienen sustentadas en las experiencias vividas. Ninguna experiencia o inter3s personal inhabilita participar en un debate p3blico. Que sean los observadores quienes juzguen la solidez moral de las ideas expuestas, no la autoridad.

Muchos son los buenos argumentos que se dan de lado y lado. No es necesario recurrir a los malos. No cabe duda alguna que la opci3n por tipo de cambio flotante est3 fuera de discusi3n. Que permite absorber mejor los choques externos, que permite mayor autonom3a de pol3tica monetaria. Para quien ha propuesto y defendido desde antes del a3o 2000 la apertura e integraci3n financiera con el exterior en el contexto de flotaci3n cambiaria, estos argumentos a favor de la flotaci3n no est3n en cuesti3n. La discusi3n interesante es de grados. Grados ideol3gicos respecto a como funciona el mercado, es decir, que tanto se parece a un or3culo, o m3s bien al mejor instrumento de se3ales de precios disponible, pero imperfecto. Grados de pragmatismo en la ejecuci3n de las pol3ticas p3blicas, donde el ensayo y error nos permite aprender mejor sobre sus resultados. Nos parece que la opci3n

de flotaci3n limpia a ultranza que hoy aplica el Banco Central no es la mejor opci3n para el Chile de hoy. Sin duda alguna, cuando las instituciones son d3biles, imponer reglas r3gidas e inamovibles hace una gran diferencia entre las instituciones que se sostienen y las que se desmoronan. Chile no est3 en ese riesgo.

Pero pongamos algunos n3meros sobre la mesa. A mi juicio, el a3o 2004 en promedio el tipo de cambio real no se encontraba desalineado. A juzgar por su valor hoy, similar al de entonces, en promedio el tipo de cambio real no estar3a desalineado. El problema es que a juzgar por como se han movido los 3ndices de valor unitarios de las exportaciones, el actual promedio representa un promedio entre un muy alto tipo de cambio real de los productos mineros y uno muy bajo de los productos industriales y otros. El primero est3 un 20% m3s alto que el promedio y el segundo un 10% m3s bajo. El tipo de cambio nominal se habr3a ajustado a la baja en respuesta al alza de los precios de los productos de exportaci3n y no habr3a nada que hacer a riesgo de “desmoronar las instituciones”.

Este argumento pol3tico debe ser puesto bajo sospecha. No est3 claro como funciona el mecanismo de transmisi3n entre el precio del cobre y el d3lar. Si el mercado funciona en forma muy cercana a la perfecci3n, el precio de mercado es la mejor representaci3n de los fundamentales de la econom3a y cualquier intento de ir contra la corriente es pan para hoy y hambre para ma3ana. Los *stocks* relativos de activos en moneda extranjera y nacional en los cuales se acumula la riqueza financiera no tendr3an poder para determinar el tipo de cambio. Creemos, sin embargo, que esta 3ltima hip3tesis debe ser puesta a prueba. No nos parece claro cual ser3a el d3lar hoy si el Fisco, por ejemplo, no hubiese liquidado sus US\$ 2.000 millones de excedentes de moneda extranjera para prepagar al Banco Central en pesos. O alternativamente, si el Banco Central decidiera comprar US\$ 1.000 millones de divisas y colocar el mismo monto en UF para esterilizar el efecto. Creemos que la composici3n de monedas del portafolio de ahorro financiero en el mercado dom3stico s3 puede determinar un mayor o menor desalineaci3n del tipo de cambio respecto de sus fundamentales, puesto que el mercado cambiario depende muy cr3ticamente de las expectativas de los actores financieros en el mercado, las que son modificables por la acci3n de la autoridad. Aqu3 s3lo se ha intentado plantear una hip3tesis. La forma m3s barata de probar dicha hip3tesis es el ensayo y error pragm3tico en la ejecuci3n de pol3ticas p3blicas, para aprehender mejor sobre sus resultados. La m3s cara para las instituciones democr3ticas es la descalificaci3n.