

D3lar y tasas largas: ¿Algo m3s que hacer?

Patricio Arrau
Gerente General
Gerens Capital S.A.
(Columna diario la Tercera, 27/10/05)

Interesante se est3 poniendo de nuevo el debate macroecon3mico. Varios analistas prenden las alarmas respecto a la necesidad de acelerar el paso en el incremento esperado de la Tasa de Pol3tica Monetaria. Hay cierta preocupaci3n con la vuelta de una mayor inflaci3n y con el eventual d3ficit en cuenta corriente, el que se encuentra elevado a precios normales del cobre y otros productos de exportaci3n. Seg3n algunos, Corbo estar3 pronto a enfrentar su prueba de fuego, al acercarse el momento en el cual el Consejo deber3 decidir mayores tasas, aguando la fiesta y eventualmente poniendo mayor presi3n sobre el tipo de cambio. Ya emergen tambi3n, aunque t3midamente todav3a, las voces que claman por mayor ahorro fiscal para apoyar el tipo de cambio, evitando una mayor apreciaci3n.

Interesante debate, pero incompleto. Es muy conveniente conceptualmente separar la discusi3n macroecon3mica propiamente tal, asociada a las variables fundamentales de la econom3a, de la discusi3n financiera propiamente tal, asociada a los estados de las expectativas y a los eventuales desv3os de los precios financieros de dichos fundamentales macroecon3micos. Vamos por parte.

La discusi3n presentada en el primer p3rrafo se refiere a los elementos m3s permanentes y fundamentales de los equilibrios macroecon3micos, incluidas las teor3as del ciclo econ3mico. Los economistas podemos aproximar como se asocia el precio del d3lar, las tasas de inter3s, tanto cortas como largas, salarios, inflaci3n, etc., en el contexto de equilibrios de mediano y largo plazo de los procesos de ahorro-inversi3n, brecha producto efectivo-producto potencial (empleo efectivo-empleo natural), factores productivos y precios externos de tasas y t3rminos de intercambio. Los equilibrios macroecon3micos en este contexto est3n determinados por par3metros permanentes de las preferencias de los consumidores, tecnolog3as de producci3n disponibles para las empresas, y opciones de pol3tica como el super3vit o d3ficit fiscal. En este contexto, la opci3n de pol3tica del Banco Central es elegir la tasa de inter3s de corto plazo, motivado por alg3n objetivo de mediano o largo plazo. En nuestro caso ese rol lo cumple la meta de inflaci3n de 3% anual (m3s menos 1%). En el contexto de la flotaci3n cambiaria limpia que profesa el Banco Central, cualquier comentario a favor de la pol3tica cambiaria es interpretado como una “presi3n corporativa” de los exportadores y se emplaza a Corbo a “no ceder y a pasar la prueba de fuego”.

Al ignorar los aspectos financieros y la verdadera naturaleza de las fuerzas financieras en una econom3a de mercado, se simplifica el debate en extremo y se arriesga a malas respuestas de pol3tica. Los economistas somos expertos en construir los equilibrios macroecon3micos de “fundamentales” a los que se hac3a referencia m3s arriba, pero tenemos poco que decir sobre los equilibrios financieros. Los operadores que transan en

los mercados se forman sus expectativas con toda la informaci3n disponible en el mercado y no s3lo con las construcciones y modelos de los economistas. En base a su experiencia diaria, se definen “pisos” y “techos” para las variables financieras, los que acompa3ados de “estados de expectativas” concretas en el corto y mediano plazo, determinan que los precios financieros, entre ellos el d3lar y las tasas de inter3s de largo plazo, se determinen en “equilibrios temporales” que pueden diferir por largo tiempo de los equilibrios de fundamentales. Esos estados afectan a su vez los equilibrios macroecon3micos de vuelta.

El Informe de Pol3tica Monetaria del Banco Central se ha convertido en un instrumento esencial para se3alar estos referentes m3s permanentes de largo plazo. Nadie osa siquiera rebatirlo en el mercado. Merecida credibilidad ganada por el Instituto Emisor. Se ha procedido correctamente con la velocidad de ajuste de la TPM. Sin embargo, trat3ndose de los aspectos financieros el Banco Central tiene m3s que aportar. Tanto el tipo de cambio como las tasas largas han estado por debajo de su valor de mediano y largo plazo para la econom3a chilena. En octubre hemos visto una se3al de correcci3n de ambos precios, pero se puede hacer m3s. Compras espor3dicas de d3lares, por montos de licitaci3n y no fijando precios, a su vez esterilizando con papeles largos, ayudar3a al mercado a realizar un ajuste correctivo de portafolio elevando las tasas largas y el precio del d3lar, ambos necesarios para acercar dichos precios claves a sus valores m3s permanentes de largo plazo.

¿Inaceptable discrecionalidad?. En los EE.UU. le llaman flexibilidad. Existe un un3nime reconocimiento a Alan Greenspan por su muy bien ejercida discrecionalidad. No lo estamos aplaudiendo por seguir reglas r3gidas en su reinado, sino por ser astuto y tener respuestas apropiadas de pol3tica cuando enfrent3 la crisis asi3tica, la crisis rusa, la explosi3n de la burbuja de internet o el ataque a las torres gemelas. A diferencia de nuestra equivocada respuesta en 1998, a Greenspan lo estamos despidiendo con v3tores por el buen ejercicio de la flexibilidad y por su acertado pragmatismo. Es hora de preguntarnos si esta rareza mundial llamada “flotaci3n limpia del tipo de cambio” es una buena pol3tica para que en su momento podamos despedir con v3tores a nuestras autoridades monetarias.