

## **El Tipo de Cambio y la Política Cambiaria en Chile**

Presentación del Presidente del Banco Central de Chile, Sr. Vittorio Corbo, en la Sesión Especial del Senado de la República, 3 de enero de 2006

Por su intermedio, Sr. Presidente, agradezco al Senado de la República la oportunidad para poder referirme al tema del tipo de cambio y la política cambiaria en Chile.

Como punto de partida quiero destacar tres aspectos. Primero, que frente a mejoras en los términos de intercambio y en las condiciones financieras internacionales como la que hemos experimentado en los últimos dos años, es normal y esperable que se produzca una apreciación del tipo de cambio real, sin importar cuál es el sistema cambiario. Segundo, el marco de políticas macroeconómicas que hemos perfeccionado en Chile en los últimos quince años, incluyendo la flotación del tipo de cambio, es el más apropiado para una economía pequeña e integrada al resto del mundo que está frecuentemente sujeta a estos cambios en su entorno externo. Tercero, sabemos que aún en un régimen de flotación, ocasionalmente, el tipo de cambio puede alejarse de sus valores fundamentales y que estas desviaciones, cuando son significativas, pueden tener consecuencias negativas para el desempeño de la economía. Por esta razón, el Banco Central mantiene abierta la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario.

### **I. Medición y evolución del tipo de cambio y de sus fundamentos**

El efecto de la reciente apreciación del peso sobre la competitividad de los sectores transables ha estado en la primera plana de la discusión pública. Desafortunadamente la discusión ha enfatizado la evolución del valor nominal de la paridad peso-dólar, que, como argumentaré, no es la variable correcta a seguir a la hora de medir cambios en la competitividad externa (**Figura 1: Tipo de Cambio Nominal y Multilateral**).

En primer lugar, no es correcto concentrarse solo en el tipo de cambio bilateral peso dólar ya que Estados Unidos representa menos de 25% de nuestro comercio exterior (**Figuras 2 y 3: Composición Comercio 2004 y Participación de EE.UU. en el comercio de Chile**). Por ello es crucial mirar cómo evolucionan medidas de tipo de cambio multilateral a la hora de evaluar cambios en la competitividad, esto es el tipo de cambio respecto del conjunto de nuestros socios comerciales. Coincidiendo con la depreciación del dólar en los mercados internacionales, se observa que la apreciación del peso con respecto a las monedas de nuestros principales socios comerciales es significativamente menor que la apreciación respecto del dólar (**Figuras 4 y 5: Tipo de Cambio Nominal Economías Seleccionadas**).

En segundo lugar, a la hora de evaluar cambios en competitividad, es crucial considerar cambios en los costos relativos de Chile respecto de nuestros socios comerciales. En estos influyen diversos factores, como la productividad, la tecnología, el costo de capital etc. El tipo de cambio real multilateral (TCR)— que muestra cómo evolucionan los precios de nuestros socios comerciales en relación con nuestros precios internos—provee una aproximación al comportamiento de estos costos relativos. Esto es relevante porque los precios externos, aunque estén expresados en dólares, varían considerablemente (**Figura 6: Precios Externos**)

Para ilustrar la importancia de concentrarse en una medición multilateral y real del tipo de cambio se puede comparar las trayectorias del TCR y el TCN durante los últimos veinte años. Ello demuestra que, desde una perspectiva de mayor plazo, una depreciación nominal es poco informativa sobre la evolución del TCR. Lo mismo sucede con cálculos como cuántos dólares compra una UF, que olvidan la inflación internacional (**Figura 7: Tipo de Cambio Real y Nominal**)

Aún considerando estos temas de medición, el TCR se ubica hoy aproximadamente 8% bajo el promedio del periodo 1990-2005, habiéndose apreciado en forma gradual a partir del segundo trimestre del 2003. Ello evidentemente es un tema de preocupación para

algunos sectores transables. Sin embargo, el TCR se ubica 14% sobre el mínimo que alcanzó en octubre de 1997. **(Figura 8: Tipo de Cambio Real)**

Quiero enfatizar, sin embargo, que aunque el tipo de cambio real está 8% más apreciado que el nivel promedio 1990-2005, las variables fundamentales que determinan el TCR hoy son mucho más favorables que las observadas, en promedio, durante los últimos quince años. Es así como la caída del tipo de cambio real en los últimos dos años obedece mayoritariamente a la favorable evolución de los términos de intercambio y de las condiciones financieras internacionales. Los términos de intercambio, muy influidos por los favorables precios del cobre y el molibdeno, han aumentado en cerca de un 40% en relación al promedio 2002, mientras que el *spread* de los bonos externos ha caído a menos de la mitad. **(Figura 9: Términos de Intercambio y Spread)**

Nuestra evaluación es que, en lo grueso, los movimientos del TCR han sido el resultado de cambios favorables en el entorno externo. No se observa inestabilidad ni contagio en los mercados financieros internacionales. Tampoco se observan desequilibrios en el resto de la economía, como lo demuestran el cumplimiento de la regla fiscal y los niveles prudentes de la cuenta corriente evaluada a precios de largo plazo. Hasta ahora no tenemos antecedentes suficientes para concluir que el mercado cambiario pasa por una situación que amerite una intervención.

Un hecho destacable, además, es que la apreciación del TCR de Chile es comparable a la apreciación que han experimentado las monedas de Australia y Nueva Zelanda entre un conjunto de países exportadores de productos básicos. **(Figura 10: Tipo de Cambio Real en Países Exportadores de Productos Básicos)**

Sin embargo, en las últimas semanas el TCR se ha acercado a niveles que solo serían coherentes con la presunción que las actuales condiciones externas favorables se mantendrán por un tiempo muy prolongado. Por cierto, este es un escenario posible, pero improbable. Nuestra evaluación es que la favorable coyuntura externa es transitoria y, por ende, que el tipo de cambio real no debiera permanecer por mucho tiempo en los actuales niveles.

## **II. El régimen de políticas macroeconómicas**

La política cambiaria del Banco Central debe analizarse en el contexto del régimen de políticas macroeconómicas y financieras que están vigentes en nuestro país. Como es sabido, el actual régimen de políticas tiene cuatro componentes fundamentales: (i) Una política fiscal responsable que sigue una regla de superávit estructural; (ii) Una política monetaria de metas de inflación acompañada de una política de flotación cambiaria, en la que el Banco Central se reserva el derecho a intervenir en el mercado ante situaciones excepcionales; (iii) La integración financiera con el resto del mundo y (iv) Una eficiente regulación y supervisión del sistema financiero.

Este régimen de políticas macroeconómicas y financieras es el resultado del esfuerzo, la experiencia y reflexión de muchas personas durante muchos años. Estas políticas han logrado proveer al país de estabilidad y crecimiento, pese a la volatilidad propia de la región y de nuestros términos de intercambio. Estos logros son ampliamente reconocidos internacionalmente.

Creo importante aclarar que la política monetaria no es indiferente respecto de la evolución del tipo de cambio por dos razones. Primero, la evolución del tipo de cambio es parte del análisis que alimenta las decisiones de política monetaria. La trayectoria del tipo de cambio puede influir sobre las proyecciones de producto y de inflación, variables claves en la conducción de la política monetaria. De hecho, la decisión de política monetaria del pasado mes de diciembre del 2005 tomó en cuenta la apreciación nominal del peso y sus efectos sobre la evolución proyectada de la inflación lo que llevó a decidir una pausa en el proceso de normalización de la política monetaria. Existe, por lo tanto, a través de los efectos de la tasa de interés en el tipo de cambio, un grado de estabilización natural del tipo de cambio en la política monetaria que implementa el Banco.

La segunda razón por la cual el tipo de cambio es importante para el Banco Central es que además del objetivo de la estabilidad de precios, tiene el objetivo de velar por la estabilidad financiera. Para ello es importante hacer un seguimiento del tipo de cambio y

los potenciales riesgos que puedan introducir variaciones cambiarias pronunciadas, tales como las que se pueden generar cuando se produce la corrección brusca de un tipo de cambio que se ha desviado del valor que puede ser explicado por sus determinantes fundamentales. En este contexto el Banco mantiene la opción de intervenir en el mercado cambiario —esto es, cambiar su posición neta de moneda extranjera interactuando con el sector privado— en situaciones excepcionales. Ellas se determinan caso a caso, pero tienen en común la conclusión fundada de que existe una sobre-reacción en el valor de mercado que se considera dañina para la economía, unida a la presunción de que la acción de intervenir podría tener un efecto estabilizador. Darían pie, a una evaluación como ésta, los casos en que se observaran variaciones del tipo de cambio real que serían difíciles de explicar sobre la base de cambios presentes y esperadas en las condiciones internas y externas de productividad, de los términos de intercambio, del financiamiento externo y de la demanda interna.

Reconocemos que los mercados no siempre funcionan bien. Sin embargo, toda intervención arriesga erosionar la credibilidad del régimen de flotación cambiaria, lo que implica sacrificar parte de los beneficios de este régimen. Más aún, si el Banco Central equivoca el diagnóstico de sobre-reacción e intenta detener movimientos del tipo cambio que sí se justifican por cambios en los fundamentales, entonces se arriesga además, a que la intervención sea inefectiva e implique un alto costo patrimonial para el Banco. Esto hace necesario ser muy cuidadoso al momento de evaluar la conveniencia y la oportunidad de las intervenciones cambiarias.

### **Los beneficios de la flotación**

Existen varias razones por las cuales Chile ha terminado adoptado un régimen de flotación cambiaria. Se ha llegado a este punto tanto por nuestra experiencia con regímenes cambiarios fijos y mixtos (como la banda cambiaria) así como, por una mejor comprensión de los fenómenos involucrados. Se puede decir que en los años setenta aprendimos sobre la importancia de la disciplina fiscal; en los años ochenta sobre la importancia de la disciplina financiera; y en los años noventa sobre la flexibilidad cambiaria.

En primer lugar, la flotación cambiaria confiere a la economía flexibilidad para enfrentar choques externos reales, tales como un cambio de los términos de intercambio, permitiendo una respuesta más rápida de los precios relativos y por ende un impacto mucho menor en el producto y el empleo. De hecho, la caída del producto ante choques adversos en los términos de intercambio es varias veces mayor bajo tipo de cambio fijo o mixto que bajo tipo de cambio flexible. La elevada fracción de productos básicos en nuestra canasta exportadora, combinada con rigideces de precios y salarios, hacen particularmente importante el rol del tipo de cambio como variable de ajuste en la economía chilena.

Dicho de otra manera: si el Banco privilegiara el objetivo de estabilidad cambiaria podría reducir la volatilidad de la divisa, pero acentuaría las fluctuaciones de las tasas de interés, del crédito, del producto y el empleo. Esta volatilidad perjudicaría a la gran mayoría de los chilenos. Más aún, tampoco tienen éxito perdurable las estabilizaciones cambiarias en regímenes semi-rígidos, como las bandas cambiarias. En estos sistemas, solo se gana estabilidad cambiaria en el corto plazo, hasta que estos regímenes se deben abandonar por una crisis de balanza de pagos, que frecuentemente lleva a una recesión con grandes sacrificios de producto y empleo.

En segundo lugar, la flotación cambiaria facilita el ajuste a choques financieros internacionales, o al menos evita agravar los efectos de tales choques. Por ejemplo, los intentos de sostener temporalmente el tipo de cambio cuando su movimiento hacia la apreciación obedece a una reducción persistente en el costo del endeudamiento externo, generan expectativas de apreciación, que a su vez reducen aún más el costo del crédito externo y pueden llevar a una burbuja expansiva. Dinámicas de este tipo parecen haber estado presentes en Chile entre 1995 y 1998, los últimos años de vigencia de la banda cambiaria.

Tercero, la evidencia apunta a que los regímenes cambiarios intermedios (aquellos que se encuentran a medio camino entre los regímenes fijos y flotantes, como las bandas cambiarias) son los más vulnerables a una crisis de balanza de pagos, como la descrita debido a la creciente globalización de los mercados de capitales.

Cuarto, un tipo de cambio flexible permite implementar una política monetaria autónoma encaminada hacia el logro de una meta de inflación y a estabilizar el producto en torno al producto potencial. Ello no es posible bajo un esquema de tipo de cambio fijo o prefijado, como el esquema que tenía el país a comienzos de los ochenta o el que tuvo Argentina en la década de los noventa. Ha sido justamente la posibilidad de utilizar una política anticíclica junto a la confianza en su capacidad de mantener la inflación en torno a su meta lo que le ha permitido al Banco Central utilizar una política monetaria anticíclica desde el año 2001.

Por último, un régimen de tipo de cambio flexible genera mayores incentivos al sector privado a incrementar su cobertura frente al riesgo cambiario, llevando a menores niveles de endeudamiento externo, una menor dolarización de los pasivos domésticos y una asignación más eficiente del riesgo cambiario al interior de la economía. Esto se ve claramente en la evolución del descalce cambiario de firmas chilenas antes y después de septiembre de 1999 (**Figura 11: Descalce Cambiario empresas chilenas**).

La demanda por cobertura cambiaria que genera la flotación ha venido acompañada de un fuerte desarrollo del mercado de derivados cambiarios, permitiendo que ello se traduzca en una reducción de los descalces. Esta evolución se refleja en el rápido crecimiento del stock de derivados cambiarios en relación con el comercio exterior. (**Figura 12: Transacciones de Derivados Cambiarios**). Datos del BIS muestran que, dentro del conjunto de economías emergentes, el mercado de derivados de Chile es uno de los más profundos, superando (como fracción del PIB) a los mercados de México y Brasil. (**Figura 13: Otros Mercados de Derivados**) Datos adicionales del BIS muestran que la estructura de plazos de estos derivados es similar a la observada en los mercados desarrollados. También cabe notar que los costos de los contratos de derivados no son mayores que los observados en otras economías emergentes. Las recientes modificaciones que permiten las operaciones bancarias de opciones cambiarias son un paso adicional en la profundización del mercado de cobertura que facilita el acceso a éstas de empresas que

enfrentan un difícil acceso a las líneas de crédito que se requieren en las operaciones de *forwards*.

La flotación cambiaria no es un esquema que esté exento de problemas —la volatilidad de corto plazo puede en algunos casos ser uno de ellos (**Figura 14: Volatilidad Cambiaria**). Sin embargo, estamos convencidos de que para la economía chilena estos costos son menores que los de tratar de manejar el tipo de cambio de manera sistemática, lo que causa ciclos mucho más pronunciados y es germen de inestabilidad financiera.

### **Cuestionamientos a la flotación cambiaria: ¿Mitos o Realidades?**

Se ha argumentado que los costos para la economía chilena de la crisis asiática son evidencia de los riesgos de una excesiva confianza en un tipo de cambio flotante y de que estaríamos ad portas de una dinámica similar a la de 1995-1998. Quiero refutar esta presunción. En primer lugar, la falta de flexibilidad cambiaria fue uno de los elementos que contribuyeron a la recesión de 1999. Segundo, fueron precisamente los eventos del periodo 1995-98 los que motivaron la transición a un régimen de tipo de cambio flexible en 1999. Tercero, el marco actual de política, que refleja lo aprendido por nosotros y muchos otros países en los últimos veinte años, es un marco muy diferente al que prevalecía en esa época. Más allá de que las condiciones macroeconómicas son muy distintas, nuestro marco de política actual nos coloca hoy en mejor pie para enfrentar choques externos que lo que estuvimos en 1997-98.

Una de las lecciones que hemos aprendido en los últimos 20 años es que en una economía integrada a los mercados de capitales internacionales el régimen cambiario (cualquiera que este sea) debe ser creíble. De otra manera, la especulación contra el tipo de cambio resulta imposible de contrarrestar en forma prolongada, terminando en una crisis cambiaria e incluso en crisis bancarias con altos costos económicos y sociales. Esto explica por qué la creciente apertura financiera de los años noventa generó una tendencia internacional hacia el alejamiento de regímenes cambiarios intermedios, con un cambio masivo a escala mundial en particular hacia regímenes de flotación. En el año 2004, un 46% de los países operaba con regímenes cambiarios flotantes y cada año dicha fracción

sigue aumentando. ¡En los países exportadores de bienes básicos esta cifra sube al 100% de los países! Por lo tanto, podemos concluir que los regímenes de flotación no constituyen una moda aislada, sino que reflejan la culminación de un duro y largo proceso de aprendizaje hecho a la luz de las experiencias cambiarias fallidas que muchas veces terminaron en costosas crisis bancarias y de balanza de pagos. (**Figura 15: Regímenes Cambiarios**).

También se ha argumentado que sería necesario que la política del Banco Central intente sostener un tipo de cambio real (TCR) elevado de manera de promover las exportaciones. Esta idea le asigna un objetivo a la política monetaria y cambiaria que no es capaz de alcanzar. Es cierto que las políticas monetaria y cambiaria pueden influir en la trayectoria de corto plazo del TCR y de otras variables reales como el producto y el empleo. Sin embargo, ambas políticas no son capaces de influir de manera persistente en estas variables. Además, orientar el instrumental monetario y cambiario hacia un objetivo de TCR arriesgaría el capital (ya negativo) del Banco Central. Más aún, se corre el riesgo de descuidar los objetivos fundamentales de controlar la inflación, asegurar la estabilidad financiera y evitar crisis sistémicas. Con el alcance de estos objetivos, las políticas del Banco Central aseguran la principal contribución al desarrollo sostenido de la economía chilena.

Por último, se ha argumentado que la mayoría de los países que dicen tener un tipo de cambio flexible en la práctica intervienen en forma regular en el mercado cambiario, y que por lo tanto el compromiso con la flotación del Banco Central de Chile es extremo y excepcional —de una ortodoxia no vista, según algunos. Esto no es correcto. Dentro de una muestra de países pequeños y abiertos (con marcos de políticas similares al nuestro) las autoridades monetarias intervienen en forma muy esporádica, tal como lo ha hecho Chile en el pasado reciente. Por otra parte, en economías con mayor vulnerabilidad financiera y/o macroeconómica, las autoridades tienden a intervenir más en el mercado cambiario por temor a que las fluctuaciones del tipo de cambio puedan generar riesgos financieros significativos o desanclen las expectativas inflacionarias. Muchas veces este tipo de

intervenciones dan inicio a los procesos de desalineamiento. (**Figura 16: Fecha de Última Intervención Cambiaria**).

### **III. Conclusión**

La apreciación real de los últimos dos años está asociada, en lo fundamental, a una situación externa muy favorable. Los términos de intercambio están considerablemente por encima de su promedio histórico. El costo del financiamiento externo se ubica en niveles históricamente bajos. Este tipo de entorno económico genera una apreciación cambiaria independiente del régimen cambiario. En nuestro caso el TCN hace buena parte del trabajo de ajuste. Si tuviésemos un tipo de cambio fijo, el ajuste se daría igual, pero a través de una mayor inflación.

El régimen cambiario de flotación es parte de un marco de políticas macroeconómicas y financieras que es el resultado del esfuerzo, la experiencia y la reflexión de muchas personas durante muchos años. Estas políticas han logrado proveer al país de estabilidad y crecimiento, pese a la volatilidad propia de la región y de nuestros términos de intercambio. Es así como acabamos de cerrar un año tremendamente exitoso en términos macroeconómicos, con tasas de inflación moderadas, reducción del desempleo y niveles de crecimiento en línea con el potencial de largo plazo de la economía. Estos logros son ampliamente reconocidos internacionalmente.

En el actual marco de políticas, ante la normalización del entorno externo lo más probable es que el tipo de cambio real se deprecie, retornando a sus promedios históricos. Sin embargo, de evolucionar el tipo de cambio hacia valores que, en evaluación del Consejo del Banco Central, se alejaran significativamente de sus determinantes fundamentales, tengan la tranquilidad de que utilizaríamos las herramientas que están a nuestra disposición, particularmente las intervenciones en el mercado cambiario.