

**POLÍTICA CAMBIARIA EN CHILE:
LA EXPERIENCIA DE UNA DÉCADA (1984-1994)***

Rodrigo Vergara

Este artículo ofrece una descripción y análisis de la política cambiaria en Chile desde 1984 hasta la fecha, con especial énfasis en los dilemas que han debido afrontar las autoridades en distintos momentos. En la primera parte del período analizado, señala el autor, la política cambiaria estuvo orientada a encarar la crisis de balanza de pagos que Chile sufrió a partir de 1992, de modo que hubo que dar espacio a fuertes devaluaciones reales de la moneda. En el segundo período, la situación internacional de Chile cambia: sus cuentas externas están en mucho mejor pie y, además, puede acceder nuevamente a los mercados internacionales de capital. El éxito económico y la estabilidad del país se traducen en un masivo ingreso de capitales que tiende a apreciar la moneda. En este nuevo período, observa Rodrigo Vergara, el énfasis de la política cambiaria ha estado en suavizar esa inevitable apreciación de la moneda.

RODRIGO VERGARA. Ph. D. en Economía, Universidad de Harvard. Economista Jefe del Banco Central de Chile. Profesor del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile.

* Artículo presentado en la sesión especial sobre Política Cambiaria del XIII Encuentro de la Sociedad Económica de América Latina, celebrada en Caracas, Venezuela, entre los días 2 y 5 de agosto de 1994. El autor agradece los valiosos comentarios de Esteban Jadresic, Felipe Morandé y Francisco Rosende. Cualquier error u omisión es de exclusiva responsabilidad del autor. Las opiniones expresadas en este artículo son propias del autor y no representan necesariamente las del Banco Central de Chile.

Se señala, por consiguiente, que el esquema general de política cambiaria ha sido básicamente el mismo desde 1984, esto es: una paridad central y una banda de flotación. La paridad central se reajusta de acuerdo a la inflación pasada menos una estimación de inflación internacional, es decir, pretende mantener el tipo de cambio real constante. Sin embargo, se advierte que ha habido cambios dentro de este esquema general, tales como ampliaciones sucesivas de la banda de flotación, cambios en la vinculación de la paridad central del dólar a una canasta de monedas y otras.

A diferencia de otros países —sostiene Rodrigo Vergara—, durante estos diez años el tipo de cambio no ha sido utilizado en Chile como ancla nominal. El peso del control de la inflación ha estado en las políticas monetaria y fiscal. En la parte final del artículo, se discuten entonces éste y otros temas que han estado en el centro del debate sobre política cambiaria últimamente en el país.

1. Introducción

La política cambiaria óptima ha sido uno de los temas que más han concitado la atención de economistas y autoridades económicas en los últimos años en América Latina. Durante la crisis de la deuda externa de comienzos de los años 80, la pregunta era cómo hacer frente a la escasez de recursos externos sin que esto significara una aceleración de la inflación. Durante la nueva época de abundancia de divisas de comienzos de los años 90 la pregunta más bien ha sido cómo hacer frente al masivo influjo de divisas sin que esto se traduzca en una apreciación de la moneda que sea insostenible en el mediano y largo plazo.

Durante la última década, la economía chilena ha exhibido resultados económicos que la hacen calificar como una de las economías más exitosas del mundo en este período. El Cuadro N° 1 presenta algunos indicadores macroeconómicos que avalan la afirmación anterior. El crecimiento promedio entre 1984 y 1993 ha bordeado el 6,5%, la tasa de desempleo ha disminuido de casi 20% en 1982¹ a menos de 5% en 1992 y 1993, la formación bruta de capital fijo pasó de 16% en 1984 a más de 27% en 1993. El ahorro interno, por su parte, que en 1984 fue 6,5% del PIB, ha estado en torno al 22% del PIB desde 1988. Por último, el déficit en cuenta corriente que superó el 10% del PIB en 1984 ha sido inferior a 2% del PIB en promedio desde 1988.

¹ Excluyendo los programas de empleo de emergencia. Si se incluyera, la tasa de desocupación llega a 30% en dicho año.

El Cuadro N° 2 deja claro que este desempeño se extiende también a otros indicadores macroeconómicos externos. Es así como la deuda externa, que a mediados de la década pasada llegó a representar casi 120% del PIB y llegó a ser más de cuatro veces las exportaciones de bienes y servicios, hoy en día es menos de la mitad del PIB y alrededor de 1,5 veces las exportaciones de bienes y servicios. Las reservas internacionales, por su parte, superan un año de importaciones llegando a alrededor de un cuarto del PIB. Las exportaciones no cobre han crecido a tasas muy significativas, lo que ha implicado que hoy las exportaciones de cobre representen menos de un 40% del total de las exportaciones de bienes, en comparación con el más de 80% que representaban a comienzos de los años 70.

El éxito exhibido por la economía chilena es, entre otras cosas, el resultado de una serie de políticas macroeconómicas y microeconómicas que, al menos a la luz de los resultados obtenidos, podrían calificarse en su conjunto como bien orientadas. Una de estas políticas, a la cual se abocará este artículo, es la política cambiaria.

El objetivo del presente trabajo es describir y analizar la política cambiaria implementada en Chile durante la última década. Se pondrá especial énfasis en los últimos cuatro años, por tratarse del período de fuertes inlfujos de capitales que ha significado nuevos desafíos en materia cambiaria en muchos países de América Latina. Debe destacarse, además, que no se trata de un artículo teórico, al menos desde un punto de vista formal; sino más bien de uno orientado a temas de política económica, donde se analizan detalladamente los conflictos o disyuntivas que han enfrentado las autoridades en distintos momentos. Por lo mismo, muchos de los argumentos que se den pueden parecer poco rigurosos en cuanto no son respaldados por una prueba formal; sin embargo, la contrapartida es una mayor profundidad en lo que ha sido el debate académico y público en torno a la política cambiaria en Chile en la última década.

El artículo se organiza de la siguiente manera. En la sección que sigue se describe la política cambiaria de la última década, poniendo un especial énfasis en las disyuntivas enfrentadas. Se describe cómo los problemas de cada momento fueron dando forma a la actual política cambiaria y cómo en cada período los objetivos de ésta fueron tomando una perspectiva diferente. Esto mismo significó que la orientación de la política cambiaria fue cambiando en el tiempo. Se separa el análisis en dos subperíodos: el comprendido entre 1984 y 1989 y el que va entre 1990 y 1994. La sección 3 analiza cual ha sido el objetivo de la política cambiaria en la última década, con especial énfasis en el período 1990-1994, es decir, el período de inlfujos masivos de capital donde la tendencia, a diferencia del período

CUADRO N° 1 PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS: 1975-1993

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
1. Tasa anual de crecimiento del PIB a precios constantes	-13,3	3,2	8,3	7,8	7,1	7,7	6,7	-13,4	-3,5	6,1
2. Tasa de desocupación a nivel nacional	n. d.	12,7	11,8	14,2	13,6	10,4	11,3	19,6	14,6	13,9
3. Formación bruta de capital fijo como % del PIB	16,7	13,8	15,2	16,5	17,7	29,9	23,2	15,8	13,7	16,3
4. Ahorro nacional bruto como % del PIB	9,5	16,9	13,8	15,7	16,7	19,3	14,2	4,9	6,9	6,5
5. Deficit en cuenta corriente como % del PIB	6,4	-1,4	3,9	6,8	5,6	6,9	13,9	9,0	5,5	10,8
6. Tasa de variación anual de salarios reales	2,7	10,8	21,5	14,3	10,9	8,6	9,0	0,3	10,9	0,2
7. Tipo de cambio real (Base promedio 1986 = 100)	n. d.	n.n.	57,1	68,1	70,2	60,8	52,9	59,0	70,8	74,0
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	
1. Tasa anual de crecimiento del PIB a precios constantes	3,5	5,6	6,6	7,3	9,9	3,3	7,3	11,0	6,3	
2. Tasa de desocupación a nivel nacional	12,0	8,8	7,9	8,3	6,3	6,0	6,5	4,9	4,6	
3. Formación bruta de capital fijo como % del PIB	17,7	17,1	19,6	20,8	23,5	23,4	21,1	23,9	26,5	
4. Ahorro nacional bruto como % del PIB	7,8	11,5	17,3	22,3	23,7	24,2	24,1	24,8	23,9	
5. Deficit en cuenta corriente como % del PIB	8,6	6,7	3,9	0,7	2,5	2,1	0,0	1,7	4,6	
6. Tasa de variación anual salarios reales	-4,5	2,0	-0,2	6,5	1,9	1,8	4,9	4,5	3,5 ¹	
7. Tipo de cambio real (Base Promedio 1986 = 100)	90,9	100,0	104,3	111,2	108,6	112,7	106,4	97,6	96,9	

¹ El índice de 1993 es calculado en base a los meses de enero, febrero, marzo y abril.
n. d.: no disponible

CUADRO N° 2 INDICADORES EXTERNOS
(millones de dólares)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Deuda externa total	15.542	17.153	17.431	18.877	19.444	19.501	19.208	17.638	16.252	17.425	16.364	18.242	19.180
Servicios de la deuda	3.587	3.379	3.340	2.557	2.364	2.299	1.826	1.863	2.371	2.302	3.525	2.340	2.534
Intereses deuda	1.795	2.131	1.705	2.069	1.838	1.772	1.516	1.214	1.559	1.558	1.409	1.225	1.072
Déficit cuenta corriente	4.733	2.304	1.117	2.111	1.413	1.191	808	167	705	648	-15	743	2.092
PIB	34.046	25.584	20.199	19.596	16.486	17.723	20.695	24.153	28.204	30.402	34.411	42.749	45.658
Reservas Int. netas	3.775	2.378	1.723	1.576	1.542	1.778	1.646	2.550	2.943	5.343	6.639	9.009	9.759
Export. bb. y ss.	5.008	4.642	4.629	4.316	4.470	5.155	6.264	8.349	9.885	10.383	11.341	12.726	12.161
Expor. no cobre	2.099	2.021	1.956	2.047	2.015	2.442	2.989	3.636	4.059	4.515	5.312	6.100	5.954
(Porcentajes)													
Deuda ext./PIB	45,6	67,0	86,3	96,3	117,9	110,0	92,8	73,0	57,6	57,3	47,6	44,7	42,0
Deuda ext./export. bb. ss.	310,3	369,5	376,6	437,4	435,0	378,3	306,7	211,3	164,4	167,8	144,3	143,3	157,7
Serv. deuda exp. bb. ss.	71,6	72,8	72,2	59,2	52,9	44,6	29,2	22,3	24,0	22,2	31,1	18,4	20,8
Export. bb. ss./PIB	14,7	18,1	22,9	22,0	27,1	29,1	30,3	34,6	35,0	34,2	33,0	29,8	26,6
Export. no cobre/PIB	6,2	7,9	9,7	10,4	12,2	13,8	14,4	15,1	14,4	15,0	15,6	14,8	13,6
Intereses/PIB	5,3	8,3	8,4	10,6	11,1	10,0	7,3	5,0	5,5	5,1	4,1	2,9	2,3
Intereses/export. bb. ss.	35,8	45,9	36,8	47,9	41,1	34,4	24,2	14,5	15,8	15,0	12,4	9,6	8,8
Déficit cuenta corriente/PIB	13,9	9,0	5,5	10,8	8,6	6,7	3,9	0,7	2,5	2,1	0,0	1,7	4,6
Déficit cuenta corriente/Export. bb. ss.	94,5	49,6	24,1	48,9	31,6	23,1	12,9	2,0	7,1	6,2	-0,1	5,8	17,2
Reservas/deuda externa	24,3	13,9	9,9	8,3	7,9	9,1	8,6	14,5	18,1	30,7	40,6	49,4	50,9
Crec. export. no cobre	-18,7	-3,7	-3,2	4,7	-1,6	21,2	22,4	21,6	11,6	11,2	17,7	14,8	-2,4
Arancel medio anual	10,0	10,0	18,0	25,0	26,0	20,0	20,0	15,0	15,0	15,0	13,0	11,0	11,0
Reservas/impport. bb. FOB	7,0	7,8	7,3	5,8	6,3	6,9	4,9	6,3	5,4	9,1	10,8	11,7	11,5

anterior, fue a la apreciación y no a la depreciación de la moneda local. Finalmente, la sección 4 contiene las conclusiones.

Antes de empezar con dicho esquema es importante hacer una breve digresión teórica y destacar que en términos de la literatura económica la política cambiaria seguida en Chile durante la última década, es decir, una de bandas de fluctuación con una paridad central, se conoce como de “zonas de intervención”. Esta denominación se debe a que, por un lado, el interior de la banda constituye una zona objetivo en términos de la paridad cambiaria y que, por otro, los extremos de la banda determinan límites en los cuales la autoridad interviene para evitar que el tipo de cambio se aleje de dicha zona. La literatura sobre “zonas de intervención”² es suficientemente conocida y no es el propósito de este artículo centrarse en ella. Sin embargo, es interesante mencionar que una de las conclusiones de Helpman *et al.* (1994) es que algunas de las predicciones de ese modelo básico están en contradicción con las experiencias de Chile, Israel y México (o al menos de algunos de estos países). Por cierto, tal como estos autores lo mencionan, algunos de los supuestos del modelo básico de zonas de intervención, como la movilidad perfecta de capital, la no intervención al interior de la banda o la ausencia de búsqueda de objetivos cambiarios reales, hacen incomparable las predicciones del modelo con la realidad de estos países, en los cuales en mayor o menor grado se han dado en ciertos períodos realidades contradictorias con estos supuestos. Aún así, es interesante destacar que, a diferencia de Israel y México, en Chile pareciera darse la predicción del modelo teórico en relación a que la distribución de probabilidades del tipo de cambio al interior de la banda de flotación tiene forma de U, es decir, el tipo de cambio ha estado un buen porcentaje de este tiempo en las cercanías de los límites de la banda. Esto, en todo caso, no quiere decir, que el modelo teórico básico sea un mejor predictor para Chile. En primer lugar, muchas de las otras predicciones no se cumplen³. Y en segundo lugar, tal como quedará claro más adelante, ha habido factores específicos en los distintos períodos que nada tienen que ver con el modelo básico de zonas de intervención y que han sido fundamentales en explicar este comportamiento.

² Véanse Krugman (1991) y Svensson (1992). Una descripción de la literatura con una aplicación para el caso chileno se encuentra en Rosende (1993).

³ Por ejemplo, la desviación standard del tipo de cambio exhibe una distribución de probabilidades en forma de U, es decir, el tipo de cambio es más volátil cerca de las bandas, lo que está en franca contradicción con el modelo básico de *target zones*.

2. Política cambiaria: La experiencia chilena durante la última década⁴

2.1 Algunos antecedentes

En 1978, las autoridades de la época deciden iniciar una nueva ofensiva contra la inflación, de modo de llevarla del 30% aproximado en ese entonces a niveles de un dígito. En los años previos se había logrado avanzar mucho en ese frente, ya que, luego de una severa política de ajuste fiscal a partir de 1974, la inflación se había reducido del 500% al 30% mencionado. Es así como en 1978 se establece que el tipo de cambio se reajustaría menos que la inflación. Luego, a mediados de 1979, se decide fijar el tipo de cambio en relación al dólar en \$ 39/dólar. La apreciación que se produjo fue de tal magnitud que, por supuesto, en conjunto con otros factores como las altas tasas de interés internacionales y el bajo precio de los principales productos de exportación, se tradujo en un déficit en cuenta corriente que superó el 14% del PIB. Al año siguiente se produce la crisis de la deuda y Chile, al igual que el resto de los países de América Latina, se encontró de un momento a otro sin financiamiento externo para hacer frente a su abultado déficit en cuenta corriente. Esto llevó a que finalmente a mediados de junio de ese año se devalúa la moneda en un 18%, pasando la paridad de \$ 39/dólar a \$ 46/dólar.

A partir de entonces comienza un período de total confusión cambiaria, que refleja la crisis total en que se encontraba la economía nacional así como el profundo desconcierto que al respecto existía en las autoridades. Así, en conjunto con la devaluación mencionada, en la misma fecha el tipo de cambio se liga a una canasta de monedas integrada por el dólar norteamericano, el yen japonés, el marco alemán, la libra esterlina y el franco francés. Dicha canasta además se reajustaba diariamente en un 0,2%. En agosto se inicia un breve período de tipo de cambio libre, que finaliza un mes después con un tipo de cambio fijado en \$ 66 por dólar (es decir, se elimina la canasta), reajustado diariamente de acuerdo a la inflación del mes anterior menos un 1% mensual. El 23 de marzo de 1983, tras la intervención de la banca de enero del mismo año,⁵ se devalúa nuevamente el

⁴ Ffrench-Davis *et al.* (1994) realizan un detallado estudio de las políticas macroeconómicas en relación a los movimientos de capital en Chile durante los últimos años. Además de los aspectos cambiarios, ellos analizan, entre otros, los aspectos monetarios, los efectos sobre la inversión y la composición de los flujos de capital.

⁵ Debe recordarse que en enero de 1993 el Estado intervino una serie de instituciones financieras, entre las cuales estaban los dos bancos privados más grandes del país. Tras esta intervención, el Estado pasó a controlar cerca del 50% de las colocaciones totales del sistema financiero. Además, al mes siguiente, en febrero, el país se declara en cesación de pagos y se inician las negociaciones con la banca acreedora. Todo esto configuraba un panorama interno y externo francamente desalentador.

peso para dejarlo en \$ 73,3 por dólar, el que se reajustaría de acuerdo a la inflación sin descuento alguno. A mediados de diciembre del mismo año se sube el tipo de cambio a \$ 87,2 por dólar y se establece que se reajustaría de acuerdo a la inflación menos un porcentaje equivalente a la inflación externa relevante. Finalmente, el 1 de agosto de 1984 se acordó imponer una banda de fluctuación para el valor del dólar de aproximadamente el 0,5%.

Cabe destacar que este esquema cambiario, es decir, el de una paridad central reajustada diariamente según la inflación del mes previo menos la inflación externa relevante, inserta dentro de una banda de fluctuación, es el esquema que en términos generales se ha mantenido hasta la actualidad. En otras palabras, a partir de 1984 en Chile se ha aplicado una política cambiaria basada en una paridad central que pretende mantener el tipo de cambio real constante. A diferencia de otras experiencias, el énfasis ha sido en el tipo de cambio real y no en el nominal. Por cierto ha habido realineamientos de esta paridad central a lo largo de este período, los que se han llevado a cabo mediante devaluaciones o revaluaciones discretas de la paridad central. En cuanto al ancho de la banda, se ha ampliado en sucesivas oportunidades hasta llegar a principios de 1992 cerca del 10%, mientras que a partir de julio del mismo año la determinación del dólar acuerdo se hace en base a una canasta referencial de monedas compuesta por el dólar norteamericano (en un 50%), el marco alemán (30%) y el yen (20%).

Asimismo, por ese entonces vuelven a hacer su aparición las restricciones cambiarias,⁶ esto es, se produce un retroceso significativo en cuanto a la libertad cambiaria y la apertura de la cuenta de capitales. Las condiciones externas y la pérdida de confianza eran tales que mantener una libertad indiscriminada en ambos sentidos era muy difícil. Es así como se ponen restricciones a los usos de los retornos de exportación, plazos máximos y mínimos de retorno de divisas y cobertura de importaciones, montos máximos de cuotas de viajes, restricciones a las inversiones en el exterior, etc. Es probablemente la experiencia de estos años la que ha moldeado en muchos aspectos la política de apertura de la cuenta de capitales que se ha seguido, por ejemplo, durante la década de los 90, donde ya no hay problemas de restricción externa y, sin embargo, muchas restricciones aún persisten. En efecto, la idea es que precisamente uno de los errores que condujeron a la crisis fue una apertura indiscriminada de la cuenta de capitales, sin que existiera la institucionalidad necesaria para que ésta funcionara ade-

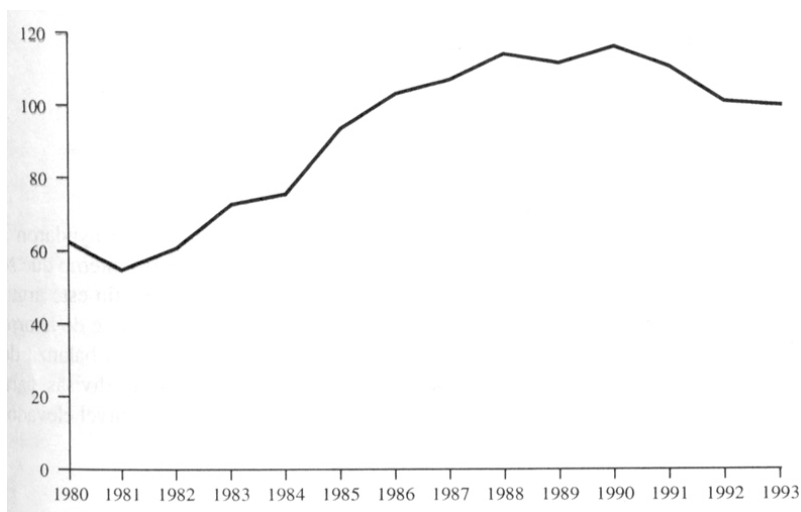
⁶ Éstas no estaban eliminadas completamente, aunque en los años previos se las había desmantelado de tal forma que prácticamente ya no eran restrictivas.

cuadamente y no se produjeran efectos indeseados. Es por esto que una vez concluido el período de escasez de divisas, a partir de los años 90, las autoridades han privilegiado una estrategia de apertura de la cuenta de capitales gradual que no atente contra los equilibrios macroeconómicos.

2.2 El período 1984-1989

Una vez iniciada la crisis era evidente que había que generar recursos externos para hacer frente a la escasez de divisas que se vivía en ese momento. La única forma disponible, fuera de renegociar la deuda externa, lo que obviamente se hizo, era generar una fuerte devaluación de la moneda. El temor era que esta devaluación produjera una aceleración de la inflación que hiciera peligrar muchos de los avances que se habían logrado en esta materia a partir de 1974. Sin embargo, en virtud de la fuerte recesión que había afectado la economía chilena en los años previos, la presión sobre el precio de los no transables era hacia una disminución, lo que contrarrestó las presiones al alza de las fuertes devaluaciones que tuvieron lugar en esos años. Asimismo, junto con las devaluaciones se implementa una política de significativo ajuste del gasto público, de modo de ayudar a darle aún más espacio a la devaluación sin que se generaran presiones inflacionarias. Es así como entre junio de 1982 y 1989 la moneda doméstica se devaluó en términos reales en más de 100% (véase Gráfico N° 1), sin

GRÁFICO N° 1: TIPO DE CAMBIO REAL



que se produjeran problemas mayores en materia inflacionaria. En efecto, con algunos altibajos la inflación se mantuvo en torno al 20%.

El objetivo prioritario en esta época fue, sin embargo, hacer frente a la restricción externa, por lo que la inflación pasó a ser tema secundario. Es cierto que el ajuste del gasto fue tal que no hubo un rebrote inflacionario mayor producto de las devaluaciones. Pero también es cierto que cada vez que por consideraciones externas se evaluó que era recomendable una devaluación, los posibles efectos inflacionarios siempre fueron considerados como un mal que había que aceptar. Así, en la disyuntiva entre devaluación e inflación, siempre la balanza se inclinó por la devaluación. La razón es que prácticamente no cabía otra alternativa en un contexto de escasez de divisas. No obstante cabe destacar que, a diferencia de otros países de América Latina, la austeridad de la política fiscal también contribuyó a dar el espacio necesario a la devaluación y evitar que se produjera una explosión inflacionaria⁷.

La banda de flotación se amplió en sucesivas ocasiones durante este período. Empezó cerca del 0,5% en 1984, en lo que era visto simplemente como un margen razonable entre los precios de compra y venta. Luego, en junio de 1985 se amplió a una cifra aproximada al 2%, en enero de 1988 a cerca del 3% y en junio de 1989 a casi el 5%. Es interesante mencionar que justamente entre esta última fecha y el primer trimestre de 1990 el tipo de cambio se mantuvo pegado al límite superior de la banda de flotación. La razón fue que los cambios políticos que se avecinaban hicieron temer a mucha gente por un cambio en la política económica, lo que los llevó a demandar divisas para cubrirse de cualquier eventualidad. A partir del segundo trimestre de 1990, cuando los temores se habían disipado y cuando adicionalmente el país reingresaba a los mercados voluntarios de capital, los que además se veían atraídos por una política monetaria restrictiva que hizo subir en forma muy significativa las tasas domésticas de interés, las presiones cambiaron de signo, es decir, la moneda se empezó a revalorar. Tal es así que desde entonces el tipo de cambio ha estado la mayor parte del tiempo cerca del límite inferior de la banda de flotación.

⁷ Algunos autores han sostenido que otro de los elementos que ayudaron a darle espacio al alza en el tipo de cambio real en esa época fue el ahorro interno que se incentivó a raíz de los programas de conversión de deuda externa. Según este argumento, los recursos utilizados en esos programas fueron en su mayor parte de ahorro doméstico que no se reflejó adecuadamente en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En términos más financieros, se sostiene que la demanda de divisas para comprar dichos documentos de deuda mantuvo el tipo de cambio en un nivel elevado. Véase Rosende (1990).

2. 3 El período 1990-1994

A partir de 1990, Chile vuelve a los mercados de capitales voluntarios, lo que alivia sustancialmente la restricción externa predominante hasta ese momento. Más aún, Chile, al igual que muchos otros países de América Latina, se transforma en una plaza atractiva para algunos inversionistas extranjeros, por lo que de un período de escasez de divisas se pasa a un período de gran abundancia de éstas. Lo anterior se veía reforzado por el hecho que las devaluaciones anteriores habían producido un significativo crecimiento del sector transable de la economía, lo que implicaba que la cuenta corriente mostraba una notoria mejoría.

Por otro lado, a fines de 1989 el Banco Central pasa a ser independiente del Gobierno con el explícito objetivo de estabilidad de precios, además del normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Los instrumentos que la ley le entrega para hacer frente a estos objetivos son las políticas monetaria y cambiaria.

En este nuevo contexto el objetivo antiinflacionario pasa gradualmente a ser el objetivo líder de la política macroeconómica. El recientemente autónomo Banco Central pone gran parte de su esfuerzo en esta materia, a la vez que la nueva realidad de abundantes flujos de capital y mejores condiciones externas se traduce en que el objetivo de un tipo de cambio real “alto” seguido hasta ese entonces pierda fuerza en favor de un objetivo de tipo de cambio real que, tal como se describe más adelante, pasa a denominarse de “equilibrio de mediano y largo plazo”. Es así como a mediados de 1990 se empiezan a producir presiones hacia la apreciación de la moneda, las que con ciertos altibajos se han mantenido hasta la fecha. Entre 1990 y el primer semestre de 1994 el tipo de cambio real se ha apreciado en torno al 15%, llegando a un nivel similar al que tenía en 1986, aunque muy superior al de comienzos de la década de los 80 (véase Gráfico N° 1).

Tal como se aprecia en el Gráfico N° 2, en primer lugar el tipo de cambio se desplazó en pocos meses desde el techo al piso de la banda. Luego de un año y medio en que estuvo en la parte baja de la banda y en la cual el Banco Central adquirió gran cantidad de reservas internacionales,⁸ se produce una revaluación de la paridad central de 5%, a la vez que la banda se amplía de aproximadamente 5% a 10%. Esto produce una nueva disminución del tipo de cambio real, el que desde entonces se ha mantenido relativamente estable con una leve tendencia hacia la apreciación.

⁸ Éstas aumentaron de US\$ 3.000 millones en 1989 a US\$ 9.000 millones en 1992.

GRÁFICO N° 2: BANDA DE FLOTACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO

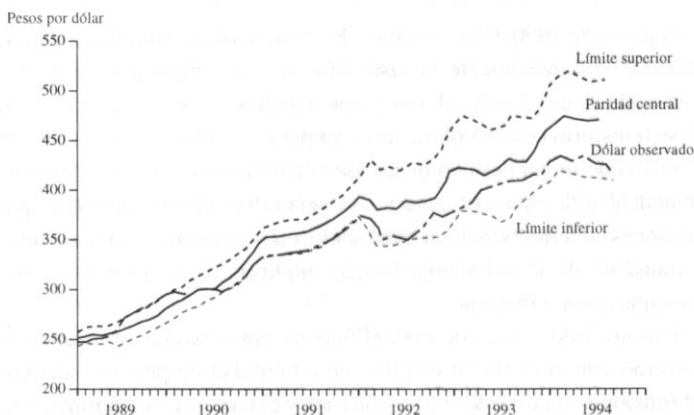
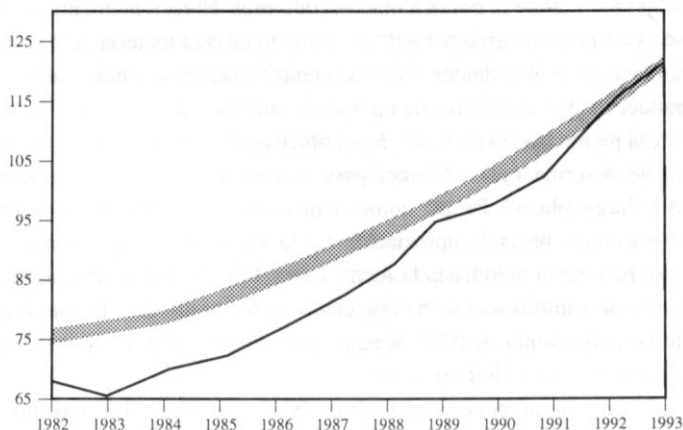


GRÁFICO N° 3: EVOLUCIÓN PIB EFECTIVO VS. PIB POTENCIAL 1982-1993



La inflación cae durante este período tanto por la aplicación de una política monetaria restrictiva como por la disminución del tipo de cambio real. Asimismo, se consolida en este período (1992-1994), después de medio siglo con inflaciones mayores, una inflación que fluctúa entre el 11% y el 13%. Debe destacarse también que, a diferencia del período anterior, en este período el mercado interno ha estado en una situación de virtual pleno empleo, por lo que la presión principal sobre los precios ya no viene del tipo de cambio sino más bien de los salarios. La evolución de las presiones inflacionarias derivadas del mercado interno pueden apreciarse claramente en el Gráfico N° 3, que muestra la brecha entre el producto

efectivo y el producto potencial. Como se observa en el primer período de análisis, la brecha era bastante amplia como resultado del bajo nivel inicial del producto efectivo a consecuencia de la recesión de 1982-1983. Dicha brecha se cierra gradualmente hasta hacerse mínima en los últimos años.

3. El objetivo de la política cambiaria

3.1 El objetivo macro

Tal como se mencionó en la sección previa, el objetivo cambiario después de la crisis y hasta fines de los años 80 fue el de un tipo de cambio real alto que permitiera hacer frente a la restricción externa. Luego, cuando los flujos de capital empezaron a llegar en magnitudes importantes y la presión a la apreciación se hizo insostenible, fue necesario replantearse este tema. La experiencia de la crisis, sin embargo, dejó una profunda huella, en el sentido que una apreciación demasiado profunda es mirada con desconfianza. No se quiere vivir de nuevo la experiencia de una significativa restricción externa. Más aún, a pesar de que el tipo de cambio estuvo por largo tiempo pegado al piso de la banda de fluctuación y que las señales a la apreciación de la moneda eran muy claras, dicha revaluación no se llevó a cabo sino hasta enero de 1992, es decir, sólo un año y medio después que habían empezado las presiones revaluatorias. El punto es que se quiso estar totalmente seguro que estas presiones eran un fenómeno estructural y no algo transitorio que se podría revertir en cualquier momento.⁹

En esta nueva situación el objetivo de la política cambiaria pasó a ser el de promover un ahorro externo “razonable”.¹⁰ Razonable entendido como aquel ahorro externo necesario en un país en vías de desarrollo para financiar parte de su inversión doméstica, pero no tan alto como para significar una acumulación de deuda externa tal que la economía pase a ser vulnerable ante cualquier shock externo. En otras palabras, se estimó, por un lado, absurdo pretender un ahorro externo nulo o negativo, teniendo en cuenta que Chile es un país que requiere de este ahorro externo para financiar sus altas tasas de inversión. Por otro lado, esto no se podía llevar

⁹ Anteriormente, en 1991, había habido una pequeña revaluación del tipo de cambio acuerdo (2%), pero su objetivo había sido más bien compensar las ganancias del sector exportador como consecuencia de la disminución de aranceles que en esa misma fecha bajaron de 15% a 11%.

¹⁰ Véase, para una justificación más detallada de este punto, Banco Central de Chile 1991, 1992, 1993.

a niveles tales que llevaran al país a una situación de endeudamiento externo similar al de comienzos de los años 80. En rigor esta fue la manera cómo se interpretó el objetivo de normal funcionamiento de los pagos externos establecido en la ley de autonomía del Banco Central.

La forma de operacionalizar este objetivo fue establecer que en el mediano y largo plazo la economía chilena debería tener déficits en cuenta corriente de entre 3% y 4% del PIB. Esto ya que por un lado se estima que el producto potencial crece en torno al 6% al año y suponiendo una inflación internacional de 2%, se tiene que el producto en dólares, con tipo de cambio real constante, crece en 8% al año. Por otro lado, la deuda externa es aproximadamente un 50% del PIB, luego un déficit en cuenta corriente de 4% del PIB significa que la razón deuda externa a PIB se mantiene constante. El rango es entre 3% y 4%, lo que significa que no se quiere pasar el límite de 50% del PIB de endeudamiento externo. Por el contrario, se estima prudente dismi-nuirlo gradualmente. Además, es un porcentaje considerado razonable en términos de financiamiento externo a la inversión doméstica.

Por supuesto, este rango —3 a 4% del PIB— no es algo rígido en el corto plazo. Así, no es fuente de preocupación si un año, por algún motivo, se está por debajo o por arriba de ese límite, siempre y cuando las estimaciones de mediano y largo plazo estén en el rango mencionado. De hecho en 1991 y 1992 el déficit en cuenta corriente fue muy inferior a dicho rango, mientras que en 1993 un shock negativo de términos de intercambio se tradujo en un déficit en cuenta corriente de 5% del PIB. En el primero de estos episodios, ya se dijo, luego de un tiempo se estimó que se estaba frente a un fenómeno de carácter permanente, lo que se tradujo en la revaluación de principios de 1992. El segundo de los episodios se estimó como de carácter transitorio, por lo que no se llevó a cabo ninguna acción especial. Más aún, la reversión de esta situación en el primer semestre de 1994 confirmó que se trataba de un evento esencialmente transitorio.

La operacionalización del objetivo cambiario recién descrita no considera ni las reservas internacionales ni el stock de inversión extranjera. Así, si se quiere medir la verdadera posición deudora del país, lo correcto sería restar de la deuda las reservas internacionales y sumar el stock de inversión extranjera en el país.¹¹ Sin embargo, estos últimos dos conceptos

¹¹ Aunque, debe reconocerse, en el caso de la inversión extranjera el análisis es más complejo, por cuanto el comportamiento en el ciclo de ésta es diferente al de la deuda, lo que significa que las implicancias en términos de la vulnerabilidad del país a shocks externos de ambos tipos de pasivos es diferente.

son de similar magnitud para el caso de la economía chilena (en torno a US\$ 10.000 millones), por lo que el análisis anterior no cambia.

En este contexto, entonces, el tipo de cambio real de equilibrio es aquel que produce en el mediano y largo plazo los objetivos planteados en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Es común oír críticas a esta forma de mirar las cuentas externas y la política cambiaria en Chile, bajo el argumento que la magnitud del déficit en cuenta corriente no importa siempre y cuando financie una mayor inversión. Según este argumento, la mayor inversión genera en el futuro los recursos necesarios para hacer frente al mayor endeudamiento externo. Si, por el contrario, el mayor ahorro externo financia sólo un mayor consumo y no una mayor inversión, entonces sí es motivo de preocupación. Este es el típico argumento que han sostenido autoridades de algunos países de América Latina cuando se les ha criticado por la apreciación cambiaria y los déficits externos que han experimentando últimamente. También fue un argumento común en Chile a fines de los años 70 y comienzos de los 80, cuando el déficit en cuenta corriente subió a cifras de dos dígitos del PIB.

Si bien sería absurdo negar que es preferible que el déficit en cuenta corriente financie mayor inversión y no menor ahorro interno, la opción actual de política cambiaria en Chile sigue sosteniendo que la magnitud del déficit en cuenta corriente es importante. Esto básicamente por dos razones. En primer lugar, las crisis externas, cuando vienen, son por lo general muy rápidas, en el sentido que no dejan tiempo para que la inversión en el sector transable rinda sus frutos. En segundo lugar, en períodos como el actual de flujos masivos de capital, la inversión se produce por lo general en sectores no transables, cuyos productos suben significativamente de precio. En efecto, es común, por ejemplo, ver *booms* tanto de producción como de precios en la construcción y en los servicios. Luego, la nueva inversión no es la requerida para hacer frente a una eventual crisis externa.

Además de lo anterior, no es extraño ver en estos períodos alzas importantes de los salarios y del consumo. Así, el mayor ahorro externo no sólo financia mayor inversión sino también mayor consumo. Este fue precisamente el caso chileno de principios de los años 80 cuando el ahorro interno cayó notoriamente. Además, aunque aún así hubo un aumento en la inversión, éste se orientó básicamente a la construcción.

Aun aceptando los fundamentos de la política cambiaria en Chile en la actualidad, queda pendiente un punto. Éste tiene que ver con el porqué los agentes toman sus decisiones de inversión dando demasiada importancia al tipo de cambio *spot*. En otras palabras, es muy probable que una situación de apreciación significativa de la moneda no sea sostenible en el

mediano plazo, ¿por qué, a pesar de eso, se sigue concentrando la inversión en el sector no transable? O incluso un paso previo a eso, ¿por qué el tipo de cambio se llega a apreciar hasta un nivel que es reconocido como insostenible en el mediano plazo? Para explicar por qué el tipo de cambio, o el precio de cualquier activo, puede alejarse de sus determinantes fundamentales, puede recurrirse a argumentos que asumen irracionalidad de los agentes como la que contiene la literatura sobre agentes no sofisticados.¹² Alternativamente se puede pensar en agentes racionales pero con información heterogénea¹³ o bien en agentes con distinto horizonte de tiempo. Este último argumento se ha utilizado en el Banco Central, para explicar el porqué, sin algún tipo de intervención estatal, el tipo de cambio puede alejarse significativamente de sus determinantes fundamentales. Así, por ejemplo, un inversionista de portafolio extranjero puede estar interesado en ingresar fondos por plazos cortos al país y, luego, su único interés es que en ese período la situación no explote.¹⁴

Todo lo anterior no significa que necesariamente la ocurrencia de fuertes déficits en cuenta corriente tenga que ser sucedida por crisis de balanza de pagos. Es evidente que si dichos déficits han sido orientados a mayor inversión, si la inversión se ha orientado mayoritariamente al sector transable, y si este sector es rápido en responder, entonces las probabilidades de enfrentar con éxito un cambio en las condiciones de la economía mundial o en las percepciones de los inversionistas extranjeros son mejores. Sin embargo, es evidente que si el endeudamiento externo se mantiene a un nivel razonable, la vulnerabilidad de la economía ante shocks externos es menor. Y esto es especialmente relevante para economías como las de América Latina, donde la norma ha sido sufrir constantes shocks provenientes de la economía mundial.

3.2 Los dilemas de política

Teniendo en cuenta el objetivo de la política cambiaria descrito en la subsección anterior, es necesario abocarse ahora a qué tipo de política cambiaria satisface mejor dicho objetivo. Es decir, cuáles son, bajo esta óptica, los beneficios y costos de una política de tipo de cambio fijo, de tipo de cambio flexible o de bandas de fluctuación y el porqué Chile optó

¹² Véase De Long *et al.* (1990).

¹³ Véase Grossman y Stiglitz (1980).

¹⁴ Véase Zahler (1992) para una discusión más profunda de este argumento y su aplicación al caso chileno.

por esta última. Además, se discutirá la política monetaria que ha acompañado a esta política cambiaria.

Bajo la óptica que hay una especie de tipo de cambio real de equilibrio de mediano y largo plazo, que alejarse de él podría producir desequilibrios mayores en la economía y que el mercado en ciertas ocasiones puede tender a un tipo de cambio considerablemente alejado de este concepto de tipo de cambio real de equilibrio, un esquema de tipo de cambio fijo o semifijo parece ser lo más conveniente. Sin embargo, dado que es imposible conocer con exactitud el tipo de cambio real de equilibrio, dado que es además un concepto dinámico y dado que un tipo de cambio fijo implica una fuerte limitación a la política monetaria, es importante darle cierta flexibilidad.

Los argumentos anteriores han convencido a las autoridades chilenas de seguir una política cambiaria de paridad central con bandas de fluctuación. La paridad central, como ya se mencionó, se reajusta diariamente por la inflación del mes previo menos una estimación de inflación internacional que ha fluctuado en el tiempo en torno al 2%. Esta paridad central está ligada a una canasta de monedas que incluye el dólar norteamericano, el marco alemán y el yen japonés. Así, la paridad central para la canasta se anuncia con un mes de anticipación para todos los días del mes siguiente, mientras que la paridad central entre peso/dólar o peso/cualquier otra moneda se anuncia diariamente en la medida que se conocen las paridades de las distintas monedas en los mercados internacionales.

La banda de fluctuación, tal como ya se ha mencionado, se ha ido ampliando con el tiempo. Desde principios de 1992, ésta tiene una amplitud de aproximadamente el 10%. Se ha favorecido una banda amplia sobre la base del hecho que es necesario un grado razonable de manejo de la política monetaria para la consecución del objetivo inflacionario. Esto es aún más importante en un contexto globalizado como el actual, con gran movilidad de capitales, donde la política monetaria pierde grados de libertad.

Se ha discutido mucho también en el caso de Chile¹⁵ sobre la necesidad de una política fiscal más flexible, que ayude a la política monetaria en su rol de estabilidad de precios, para que así no se produzcan fuertes fluctuaciones en el tipo de cambio en un contexto de amplia movilidad de capitales. Ha sido propuesto, por ejemplo, darle al Ejecutivo un manejo restringido en la tasa del IVA. Aunque no es el objetivo de este trabajo profundizar en este tema, cabe destacar que la flexibilidad en materia tributaria y de gasto público no sólo provoca fuerte resistencia política,

¹⁵ Véase Eyzaguirre y Vergara (1993).

sino también problemas de implementación práctica. El efecto de un mayor ahorro fiscal sobre el tipo de cambio real también ha sido objeto de un profundo debate. Arrau *et al.* (1992) concluyen, luego de un análisis empírico, que dicho efecto es muy marginal, por lo que se requeriría de un ajuste fiscal de una magnitud casi irrealista para lograr un efecto significativo sobre el tipo de cambio real. Arellano (1994), al considerar con concepto más amplio el gasto público que Arrau *et al.*, concluye que el efecto es sustancialmente mayor al que encuentran éstos.

Además de lo anterior, el Banco Central tiene la facultad para intervenir al interior de la banda de fluctuación, en lo que se denomina la “flotación sucia”. Luego, si estima que en un período determinado hay escasez o abundancia transitoria de divisas que esté significando fluctuaciones indeseadas en su precio, puede salir a vender o comprar dichas divisas. El objetivo de la flotación sucia nunca ha sido pretender quebrar tendencias sino más bien atenuar fluctuaciones transitorias del tipo de cambio. Por lo mismo que las intervenciones del Banco Central en este campo han sido menores.¹⁶

En cuanto a la política monetaria, desde hace una década en Chile se ha implementado una política de tasas reales de interés de corto plazo. Así, el Banco Central fija la tasa de interés real de sus instrumentos de corto plazo (90 días) dejando libertad al mercado para que adquiera la cantidad que desee de estos instrumentos. Esta tasa de interés tiene una influencia decisiva sobre la tasa de interés de mercado del mismo plazo. Los instrumentos del Banco Central de más largo plazo (hasta 20 años) son licitados en volúmenes predeterminados, siendo el mercado el que determina su tasa de interés.

En este contexto, la esterilización de los efectos monetarios del influjo de divisas es instantáneo. En efecto, ante un influjo masivo de divisas, el Banco Central las adquiere para evitar que el tipo de cambio se aprecie más allá del piso de la banda de fluctuación. Dado que el Banco Central sostiene la tasa de interés de corto plazo, la cantidad de dinero que se emite se absorbe mediante la adquisición de los instrumentos de corto plazo del instituto emisor.

Una crítica que ha recibido la combinación de las políticas monetaria y cambiaria que ha seguido el Banco Central de Chile es que se persiguen dos objetivos, tasa de interés real y tipo de cambio real, que pueden ser mutuamente inconsistentes. En otras palabras, se argumenta que si por

¹⁶ Véase Fontaine (1991) para una justificación de la introducción de esta política monetaria en 1985. Para el detalle y la justificación de los cambios que han sido introducidos con posterioridad, incluida la licitación de los instrumentos de largo plazo, véase Banco Central de Chile (1991, 1992 y 1993).

consideraciones inflacionarias internas es necesario un ajuste monetario reflejado en mayores tasas de interés, esto puede significar un tipo de cambio real inconsistente con los objetivos de la política cambiaria. Si es así y si el Banco Central insiste en mantener la banda cambiaria, se producirá un flujo masivo de capitales que deberá comprar para mantener la paridad cambiaria. Para esterilizar dicho efecto monetario y así mantener la tasa de interés consistente con su política monetaria, deberá emitir deuda interna a una tasa de interés que es mayor a la tasa de interés internacional,¹⁷ por lo que se producirán pérdidas cuasifiscales. Si este proceso continúa por un período prolongado, el costo cuasifiscal puede llegar a ser de tal magnitud que ponga en peligro el equilibrio macroeconómico.

En rigor, la crítica es válida sólo a partir de 1990, ya que antes de esa fecha para efectos prácticos la cuenta de capitales estaba cerrada para Chile. Así, por muy alta que fuera la tasa de interés difícilmente iban a entrar capitales en forma significativa. A partir de ese año, Chile vuelve a los mercados voluntarios de crédito externo, lo que en conjunto con una economía internacional cada vez más globalizada, tanto en su comercio como en los movimientos de capital, hace que la política monetaria empiece a perder grados de libertad.

Debe destacarse, en todo caso, que este período ha estado caracterizado por un hecho bastante inusual en los mercados internacionales, que es el referido a las históricamente bajas tasas de interés de corto plazo que han prevalecido en Estados Unidos, al menos hasta principio de 1994. Esto ha significado un volumen importante de flujos de arbitraje de corto plazo que han complicado aún más la política monetaria doméstica. El Banco Central ha implementado una serie de medidas para hacer frente a la pérdida de control de su política monetaria. Algunas de estas medidas se describen a continuación:

a) Revaluación discreta en conjunto con una devaluación continua

Una primera medida, que se aplicó a comienzos de 1991, cuando aún no estaba claro si esto era un fenómeno muy coyuntural o si efectivamente había un cambio permanente en las condiciones externas que Chile enfrentaba, fue aumentar la pendiente de la banda de flotación, pero con una revaluación compensatoria. En términos de la ecuación de arbitraje:

¹⁷ Justamente el diferencial entre la tasa de interés interna y la externa es el origen del problema. Por supuesto, para las consideraciones de arbitraje hay que incluir en la ecuación el riesgo país y las expectativas de devaluación.

$$i = i^* + E[\text{dev}], \quad (1)$$

donde i = tasa de interés doméstica, i^* = tasa de interés internacional, $E[\text{dev}]$ = expectativas de devaluación.

Dado que se estaba produciendo un gran influjo de capitales porque el lado izquierdo de esta ecuación era superior al lado derecho, se aumentó la tasa de devaluación diaria del peso (el término $E[\text{dev}]$).¹⁸ Sin embargo, dado que la presión era hacia la revaluación, por lo que devaluar era ir totalmente en contra del mercado, esto se implementó con una revaluación inicial. Así, se decidió que por dos meses el descuento de inflación externa que se hacía a la paridad central de la banda iba a ser inferior a la verdadera inflación internacional, pero que la consecuente devaluación que se iba a producir durante esos dos meses, sería compensada con una revaluación inicial sorpresiva del mismo monto. Esta misma operación se realizó dos veces consecutivas.

El problema con este tipo de medidas es que sus efectos son básicamente de corto plazo. Los agentes inmediatamente internalizan este comportamiento del Banco Central y en sus decisiones consideran tanto la revaluación inicial como la devaluación gradual posterior, por lo que en la práctica no los afecta en absoluto. Además, aún más importante, cuando las expectativas son a una revaluación y persisten por un período prolongado, la banda de flotación se hace no creíble y los agentes especulan en contra de ella independientemente si su pendiente es mayor o menor. Por último, cerca del fin del período en que duraba esta medida, las expectativas que esta se repitiera y, por lo tanto, sobreviniera una revaluación discreta, constituían un fuerte incentivo a entrar capitales.

b) *El encaje*

A mediados de 1991 se decidió tomar una medida que atacara más frontalmente el problema consistente en un encaje a los créditos externos de menos de un año. Aunque ha habido cambios menores en la operatoria de este encaje, la idea es que los créditos externos que ingresen al país deben constituir un encaje no remunerado de 30%¹⁹ del monto ingresado en

¹⁸ Dado que el tipo de cambio estaba desde hace ya un buen tiempo pegado al piso de la banda de fluctuación y las presiones eran hacia la revaluación, las probabilidades de un alza del tipo de cambio hacia el interior de la banda de fluctuación eran ínfimas. En otras palabras, la política cambiaria estaba funcionando como un *crawling peg* sin banda.

¹⁹ La tasa original del encaje fue de 20%. Se subió a 30% a mediados de 1992 en conjunto con un aumento de las tasas de interés del Banco Central.

el Banco Central. Así, el encaje actúa como un impuesto que encarece el costo de endeudarse en el exterior.²⁰ En términos de nuestra ecuación de arbitraje:

$$i = (i^* + e)/(1-e) + E[\text{dev}], \quad (2)$$

donde e es la tasa del encaje. La idea es que e sea tal que ambos lados de la ecuación tiendan a igualarse, bajo el supuesto de tipo de cambio real constante.

El encaje a los créditos externos sólo los afecta durante el primer año. En otras palabras, un crédito de más largo plazo tiene un encaje marginal de cero a partir del primer año. El objetivo es gravar más fuertemente a los créditos de más corto plazo bajo el supuesto que éstos están más asociados a flujos transitorios que se pueden revertir en cualquier momento. La razón por la cual a estos créditos de largo plazo se les aplica de igual forma el encaje durante el primer año es el temor que las excepciones, de éste o de cualquier otro tipo, terminen restando eficiencia al encaje en cuanto faciliten su evasión. De hecho hay que destacar que, a pesar de los poco optimistas pronósticos en relación a la efectividad del encaje, los montos de este que se han constituido en el Banco Central son de tal magnitud que sugieren que la evasión ha sido menor a lo que algunos pensaron originalmente en base a experiencias de otros países.²¹ Por otro lado, Labán y Larraín (1993) indirectamente corroboran la efectividad del encaje al demostrar que la inclusión de éste mejora el poder explicativo de una regresión sobre flujos de capital de corto plazo al país. En todo caso, el tema del encaje no ha estado exento de controversias. Diversos analistas lo critican como una medida subóptima para mantener el poder de la política monetaria (siendo lo óptimo un ajuste de tipo fiscal). Sostienen que significa una mala asignación de recursos, por cuanto no permite utilizar fondos externos más baratos. Asimismo, se dice que puede llevar a inequidades en tanto los agentes más sofisticados y menos regulados pueden evadirlo, mientras que los menos sofisticados y los más regulados no pueden hacerlo. La respuesta del Banco Central a estas críticas ha sido que no desconoce los costos a nivel microeconómico que estas medidas producen, pero que sus beneficios a nivel macroeconómico en términos de un mayor poder de la política monetaria en un contexto de estabilidad cambiaria los superan.

²⁰ Véase Zahler (1992) para un análisis detallado en relación al manejo de la política monetaria en un contexto de movilidad amplia de capital y en especial en relación a la justificación al encaje a los créditos externos en el caso chileno.

²¹ Al 30 de junio de 1994 el total del encaje constituido ascendía a US\$ 1,4 billones, lo que representaba aproximadamente un 13% de las reservas internacionales netas.

También se ha dado la posibilidad a los que ingresan créditos externos de pagar el costo financiero del encaje al momento de ingresar el crédito en vez de enterar el monto del mismo. De esta manera se evita que estos agentes se tengan que endeudar en el exterior por un monto superior a sus verdaderas necesidades con el fin de enterar el encaje.

c) Revaluación y ampliación de la banda de fluctuación

En lo que siguió de 1991 los flujos de capital continuaron ingresando en forma masiva al país. La razón básica estribó en que, a pesar del encaje, se fue haciendo cada vez más evidente que el peso estaba sobrevaluado y por lo tanto era inminente una revaluación. El déficit en cuenta corriente durante los años previos fue muy bajo —bastante inferior al 3% del PIB mencionado anteriormente— por lo que era claro que el país no estaba utilizando en forma óptima el ahorro externo disponible. De hecho, desde 1988 el déficit en cuenta corriente se mantenía en niveles inferiores a esa cifra, y si antes no había producido presiones revaloratorias era simplemente porque en la práctica Chile no tenía acceso a créditos externos. Apenas éstos empiezan a llegar, las presiones revaloratorias comienzan a tomar fuerza. En nuestra ecuación (2) anterior, el término $E[\text{dev}]$ se hizo muy negativo por lo que contrarrestaba ampliamente los otros términos del lado derecho de la ecuación, haciendo muy atractivo el ingreso de capitales al país y su conversión a la moneda local.

Hubo inicialmente una resistencia de las autoridades a aceptar una revaluación del peso más allá del piso de la banda de flotación. Para entender esta resistencia hay que tener en cuenta el trauma que había significado la crisis de comienzos de los años 80. Se quería estar totalmente seguro que se estaba asistiendo a un cambio estructural de las condiciones externas de la economía chilena (acceso a capitales internacionales y mejoría en las cuentas externas) antes de tomar una medida que en la práctica significaba aceptar esa nueva realidad. A comienzos de 1992 ya no cabían dudas al respecto, por lo que se procedió a revaluar la paridad central de la banda en 5%. Adicionalmente, y dado lo difícil que estaba siendo el manejo de la política monetaria en este nuevo contexto de movilidad de capital, se decidió, tal como se mencionó anteriormente, ampliar el ancho de la banda de aproximadamente 5% a un 10%. Aunque inicialmente el tipo de cambio se acercó bastante al piso de la nueva banda, no ha llegado a pegarse a éste desde entonces (aunque estuvo bastante cerca de hacerlo a principios de 1993).

En síntesis, se le dio mayor flexibilidad a la política cambiaria con una banda amplia que, si bien su paridad central da señales en términos de tipo de cambio de mediano y largo plazo, está lejos de representar un tipo de cambio fijo. Esto ha significado disponer de un manejo monetario más autónomo.

*d) La canasta*²²

Tal como se mencionó anteriormente, uno de los elementos que más ha complicado el manejo monetario durante estos años ha sido las inusualmente bajas tasas de interés que han prevalecido en Estados Unidos. Dado que la política cambiaria en Chile estaba ligada al dólar norteamericano, la tasa de interés externa relevante para motivos de arbitraje era la tasa en dólares. Es así que, para aminorar este efecto, el Banco Central de Chile decidió, a partir del 6 de julio de 1992, modificar la regla cambiaria, a objeto de lograr una mayor independencia relativa en el manejo de su política monetaria. En efecto, la creciente integración de la economía chilena a los mercados internacionales de capitales había provocado una mayor interrelación entre las políticas monetaria y cambiaria internas y la situación financiera internacional, mientras que la modalidad cambiaria prevaleciente hasta esa fecha hacía excesiva la dependencia de la política monetaria de Chile con la de los Estados Unidos. En la nueva modalidad, la regla cambiaria vincula la política monetaria doméstica a las políticas monetarias de los Estados Unidos, Alemania y Japón, y, por tanto, la independiza de cada una de ellas en particular.

La nueva regla cambiaria liga la cotización del peso chileno al valor de una canasta de monedas, integrada en un 50% por el dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, un 30% por el marco alemán y un 20% por el yen japonés. Las ponderaciones de cada moneda dentro de la canasta se derivan de la importancia relativa de las distintas áreas monetarias en nuestro comercio internacional. Esta nueva modalidad cambiaria opera sobre la base de las paridades dólar/marco y dólar/yen, las que conjuntamente con el valor de la paridad central de la banda de fluctuación del día 3 de julio de 1992 fijaron el valor inicial de la canasta cambiaria para ese día en \$ 271,41. De esta forma, la canasta quedó compuesta por 0,3497 dólares, 0,3182 marcos y 17,45 yenes. A partir de dicho valor inicial, el valor de la canasta se reajusta diariamente conforme a la variación de la inflación, descontando la inflación externa relevante para nuestro país. Esta última se ha estimado en 2,4% anual.

²² Para una discusión sobre este tema, véase Fontaine (1992).

La naturaleza de esta regla cambiaria hace que el costo del financiamiento externo que enfrenta la economía chilena no sea el de los Estados Unidos, Alemania o Japón en particular, sino que dependa, además, de la variación que experimenten las paridades de las monedas de estos países en los mercados internacionales. Para un agente que se endeude en dólares, marcos y yenes en igual proporción a la contenida en la canasta referencial, dicho costo de endeudamiento corresponde al promedio ponderado del costo de endeudamiento en esos tres países.

Por supuesto, el ligar el tipo de cambio a una canasta de monedas con porcentajes representativos del comercio exterior tiene además la evidente ventaja, dentro del esquema chileno, que al menos teóricamente estabiliza en forma más perfecta el tipo de cambio real de la paridad central. En efecto, dado que el tipo de cambio real se mide en relación a los países con que Chile comercia, el ligar el tipo de cambio a una canasta de las monedas de estos países aísla el efecto que cambios en las paridades internacionales puedan tener sobre el tipo de cambio real.

4. Conclusiones

La política cambiaria en Chile durante la última década ha consistido en una paridad central que se reajusta de acuerdo a la inflación pasada descontando una estimación de la inflación internacional, es decir, una de tipo de cambio real constante. Junto con esto ha existido una banda de fluctuación que se ha ido ampliando con el tiempo de modo de darle mayor autonomía a la política monetaria. Se han producido, dentro de este esquema, devaluaciones y revaluaciones discretas. Asimismo, ha habido ataques en contra de los límites de la banda. El más notable fue, quizás, el que terminó en enero de 1992 con una revaluación y una ampliación de la banda.

A pesar que el esquema de política cambiaria se ha mantenido más o menos inalterado durante los últimos diez años, los distintos énfasis que se le han dado han sido fruto de las distintas circunstancias a las que ha estado sujeta la economía en este período. Mientras en la primera parte se buscó un tipo de cambio real alto para hacer frente a la restricción externa, en la segunda parte el objetivo fue evitar que la inevitable apreciación, producto del reingreso del país a los mercados internacionales de capital, llegara a niveles que pudieran hacerse insostenibles en el mediano plazo.

El desarrollo del sector exportador es una prueba de que la política cambiaria, al menos desde esta perspectiva, ha sido exitosa. Cabe destacar que este sector ha seguido presentando tasas de crecimiento muy superiores

a las de la economía como un todo, incluso durante el período de apreciación de la moneda. En cuanto al objetivo de moderar la apreciación de la moneda durante el período de influjo masivo de capitales, también se puede decir que se ha logrado, en cuanto la apreciación, que era inevitable dada la nueva situación que enfrentaba la economía, ha sido bastante inferior a la de otros países de la región que han afrontado flujos de capital similares.

Los temas en discusión

Tal como se ha señalado en este documento, el tema de la política cambiaria ha sido objeto de profunda discusión y análisis durante la última década. En los tres últimos años la discusión se ha intensificado y han surgido nuevos tópicos motivados básicamente por el tema inflacionario y por la apreciación que ha sufrido la moneda. Algunos de ellos son: (i) el tipo de cambio como ancla nominal, (ii) el efecto de la política fiscal sobre el tipo de cambio real, y (iii) los efectos de una mayor apertura de la cuenta de capitales sobre el tipo de cambio. Por supuesto, todos estos temas están relacionados entre sí, por lo que es difícil verlos en forma separada. En lo que resta, se plantean estos temas y el estado de la discusión, sin pretender tomar una posición definitiva en cada uno de ellos.

En relación a las anclas nominales, cabe reiterar que durante esta década el tipo de cambio no ha sido utilizado como un ancla nominal. De hecho, la paridad central es un *crawling peg* basado en inflación pasada. Esta ha sido justamente una de las críticas que algunos sectores han hecho de la política cambiaria, la que se ha acentuado en el último tiempo debido a que el objetivo de estabilidad de precios ha ido ganando importancia. Durante la primera mitad de la década utilizar el tipo de cambio como ancla nominal era inconcebible, ya que el objetivo fundamental era un tipo de cambio “alto” que ayudara a hacer frente a la restricción externa. En los años de abundantes flujos de capital se ha evitado utilizar al tipo de cambio como un ancla nominal (ya sea mediante la fijación de la paridad nominal o mediante su indexación a la inflación esperada), quizás influenciado por el recuerdo de la última vez que Chile utilizó un tipo de cambio fijo para frenar la inflación, los resultados fueron una apreciación insostenible y una posterior crisis de grandes proporciones. Una de las secuelas de dicha experiencia es una gran desconfianza por los tipos de cambio fijo, al menos mientras no se converja a las tasas de inflación de los países industrializados.

En todo caso, está absolutamente internalizado en Chile que la única manera de controlar la inflación en forma permanente es con un estricto

control del gasto agregado, el que no debe superar en el mediano plazo el crecimiento del producto potencial. Para esto existen los instrumentos que proveen la política fiscal y la política monetaria. La primera a través de impuesto y/o gastos puede ejercer una influencia decisiva sobre la demanda interna. En cuanto a la política monetaria, el instrumento utilizado en los últimos años ha sido la tasa de interés real. Aunque ha habido avances importantes en esta materia (el cuatrienio 1991-1994 es el de más baja inflación en más de medio siglo), algunos analistas argumentan que con un manejo más activo de la política cambiaria se podría haber logrado avances mayores. Por ejemplo, sigue el argumento, con una política cambiaria con la paridad central indexada a la inflación esperada en vez de a la inflación pasada, como la de Israel, podría llegarse más rápidamente a un nivel inflacionario como el de los países desarrollados. El contraargumento es que en las actuales condiciones internacionales Chile requiere de una banda amplia tanto para un manejo flexible de su política monetaria como para acomodar los choques que puedan afectar al tipo de cambio real. Por lo demás, una banda amplia es una forma de reconocer que es muy difícil saber cuál es el verdadero tipo de cambio real de equilibrio. Y con una banda de aproximadamente un 10% es difícil pensar que el tipo de cambio pueda llegar a constituir un ancla nominal efectiva. Además, siempre está presente el temor que este tipo de política finalmente lleve a una sobreapreciación de la moneda.

La discusión en relación al efecto de la política fiscal sobre el tipo de cambio real es finalmente un problema empírico. Desgraciadamente los dos estudios que se han producido hasta el momento para la economía chilena dan resultados muy opuestos. Por otro lado, este tipo de estimaciones, que puede ser muy útil para plazos largos, no considera que en períodos cortos los flujos de capitales pueden tener un efecto mucho más significativo sobre el tipo de cambio real que los cambios en las relación gasto/ingreso real. Es claro que en este tema todavía queda mucho por investigar.

En cuanto a los efectos cambiarios de una mayor apertura de la cuenta de capitales, la discusión también está lejos de haber llegado a un consenso. Por un lado se argumenta que una mayor apertura de la cuenta de capitales, especialmente en relación a la salida de capitales, podría tener un efecto depresivo sobre la oferta interna de divisas y luego un efecto positivo sobre el tipo de cambio real. Además, continúa el argumento, una mayor apertura de la cuenta de capitales tendría beneficios en términos de una mejor asignación de recursos. Por el otro lado, se sostiene que la cuenta de capitales ya está bastante abierta y que abrirla más para las salidas sólo incentivará la mayor entrada de capitales produciendo un efecto negativo

sobre el tipo de cambio. Si bien en esta postura no se desconocen los costos microeconómicos de no tener totalmente abierta la cuenta de capitales, se considera que los costos macroeconómicos de una apertura precipitada, especialmente en lo referido a una masiva apreciación del peso, sobrepasan con creces los beneficios. Es por esto que el Banco Central ha adoptado una postura en la que se privilegia la gradualidad en este tema.²³

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arellano, S. "Efecto del gasto fiscal sobre el tipo de cambio real: Un modelo para Chile". Seminario de Título, Instituto de Economía, Universidad Católica, julio 1994.
- Arrau, P., J. Quiroz y R. Chumacero. "Ahorro fiscal y tipo de cambio real". *Cuadernos de Economía*, 88 (diciembre 1992).
- Banco Central de Chile. "Informe al Senado" (varios años).
- De Long, J. B., A. Shleifer, L. Summers y R. Waldman. "Noise Trader Risk in Financial Markets". *Journal of Political Economy*, agosto 1990.
- Eyzaguirre, N., y R. Vergara. "Reflexiones en torno a la experiencia de autonomía del Banco Central de Chile". *Cuadernos de Economía*, 91 (diciembre 1993).
- Ffrench-Davis R., M. Agosin y A. Uthoff. "Capital Movements, Export Strategy and Macroeconomic Stability in Chile". En R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (editores), "Coping with Capital Surges: Latin America in the 1990s". Boulder y Londres: Lynne Rienner (en prensa).
- Fontaine, J. A. "La administración de la política monetaria en Chile, 1985-89". *Cuadernos de Economía*, 83 (abril 1991).
- _____ "Qué hacer con el dólar: Una opción práctica", *mimeo*, Santiago de Chile, mayo 1992.
- Grossman, S., y J. Stiglitz. "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets". *American Economic Review*, 70 (junio 1980).
- Helpman, E., L. Leiderman y G. Bufman. "A New Breed of Exchange Rate Bands: Chile, Israel and México", *mimeo*, marzo 1994.
- Krugman, P. "Target Zones and Exchange Rate Dynamics". *Quarterly Journal of Economics*, 106 (1991).
- Labán, R., y F. Larraín. "What Drives Capital Inflows? Lessons from the Recent Chilean Experience". *Documento de Trabajo*, 168, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile (abril 1994).
- Rosende, F. "Análisis de la situación económica. El ajuste: Orígenes, políticas y resultados". *Documento de Trabajo*, 138, Centro de Estudio Públicos (septiembre 1990).
- _____ "Política cambiaria y estabilidad económica: La alternativa de las zonas de intervención". *Estudios Públicos*, 48 (primavera 1992).
- Svensson, L. "An Interpretation of Recent Research on Exchange Rate Target Zones". *Journal of Economic Perspectives*, 6 (otoño 1992).

²³ Véase Zahler (1994).

Zahler, R. "Política monetaria en un contexto de apertura de la cuenta de capitales". *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, mayo 1992.

_____ "Política económica del Banco Central de Chile". *Boletín Mensual*, Banco Central de Chile, junio 1994. □