

¿Qué hacer respecto del dólar?

Eduardo Engel*

“Si alguien invirtió con cierta estabilidad, es importante que las reglas del juego se mantengan”, afirmó recientemente, a propósito de la caída del dólar, el presidente de la SNA. De esta manera influyentes dirigentes empresariales han hecho ver al gobierno y al Banco Central que no puede ni debe permanecer indiferente frente al brusco retroceso de la divisa.

La visión de la autoridad es bien distinta. “Hoy día no vemos por ningún lado que el dólar esté desorbitado”, declaró hace pocos días el presidente del instituto emisor. ¿Quién tiene la razón? ¿Qué debe hacer la autoridad respecto del dólar? ¿Cómo se explican percepciones tan distintas?

Los orígenes del debate actual se remontan a fines de 1999, cuando el Banco Central modificó su política cambiaria, dejando flotar el tipo de cambio. Es decir, se pasó de una política con intervenciones frecuentes del ente emisor, comprando y vendiendo dólares dependiendo de la ocasión, a una política de intervenciones excepcionales, dejando que la oferta y la demanda determinen el valor de la divisa la mayor parte del tiempo.

La idea era intervenir sólo cuando fuera evidente que el valor de la divisa reflejaba factores especulativos. Y que cada intervención fuera sumamente transparente para el mercado. Así, por ejemplo, cuando hace poco más de un año una eventual crisis de deuda en Brasil gatilló una devaluación desproporcionada del peso, el Banco Central intervino vendiendo dólares, aquietando así los ánimos.

La autoridad monetaria optó por una política de flotación luego de un largo proceso de aprendizaje, en Chile y en el resto del mundo, sobre lo costosos que son los regímenes cambiarios con intervenciones recurrentes del Banco Central. Porque mientras más se interviene, mayores son las oportunidades que tienen los privados de hacer ganancias a costa del Banco Central. Y la experiencia muestra que cuando de juegos especulativos se trata, los privados lo hacen mucho mejor que la autoridad monetaria.

A modo de ejemplo, basta recordar cómo durante buena parte de los noventa todos sabían que el peso se iba a apreciar, a pesar de los esfuerzos en contrario del Banco Central, por lo cual convenía apostar a favor de la moneda local, obteniendo jugosas ganancias a costa del instituto

emisor, y por ende de todos los chilenos. Por contraste, no es posible predecir en qué dirección se moverá un tipo de cambio flotante, por lo cual éste dificulta actividades especulativas.

Teniendo en cuenta la política cambiaria adoptada por el Banco Central a fines de 1999, la pregunta clave es si la apreciación reciente del dólar refleja factores especulativos o corresponde a cambios “fundamentales”, es decir, a cambios que debieran traducirse en una apreciación cambiaria.

Es cierto que, desde febrero del 2003 hasta el presente, el valor del dólar ha caído desde 745 a 577 pesos, es decir, en un 23 %. Sin embargo, respecto de otras monedas que también son relevantes para nuestro comercio, como el euro y el yen, no ha habido una mayor apreciación. Y lo correcto es fijarse en las monedas de todos nuestros socios comerciales, no solamente en el dólar. Cuando se hace esto, se tiene que la apreciación ha sido sólo alrededor de la mitad de la apreciación del dólar. Dicho de otra manera, si el dólar no se hubiese depreciado frente al euro en meses recientes, hoy día su valor estaría en torno a 660 pesos.

A lo anterior hay que agregar que los precios de nuestras exportaciones han mejorado notablemente en los últimos meses, partiendo con un alza inesperada del precio del cobre de más de un 40 %. Esto se debe traducir en una apreciación del peso. Una vez incorporado este segundo factor, se concluye que un tipo de cambio como el actual, en torno a 580 pesos por dólar, no indica en lo más mínimo un desalineamiento del tipo de cambio real. Luego, no se justificaría intervención alguna de la autoridad. Tal como lo indicó recientemente el presidente del Banco Central, el nivel actual del tipo de cambio real, que constituye el mejor indicador de competitividad, es sólo un 4 % más bajo que el valor promedio de 1986-1999.

Es importante notar que la mejor política a utilizar cuando el tipo de cambio se desalinea es una intervención directa de la autoridad monetaria. La evidencia respecto de que un menor gasto fiscal deprecia la moneda local y un mayor gasto fiscal la aprecia no es nada clara. En efecto, durante meses recientes los déficit fiscales de los Estados Unidos se han disparado mientras el dólar se depreciaba severamente, en lugar de apreciarse.

Otras propuestas que se han hecho en días recientes para fortalecer al dólar tampoco son atractivas. Por ejemplo, los límites de inversión en el extranjero de las AFP no debieran ser instrumentos de política cambiaria de corto plazo, sino que deben responder a una visión de largo plazo sobre cómo asegurar buenas pensiones.

En resumen, el dirigente empresarial que reclamó porque la apreciación del dólar sería un “cambio de las reglas del juego” no dijo nada, que yo recuerde, cuando el tipo de cambio real se devaluó en más de un 30 % entre 1999 y 2002, seguramente porque en aquella oportunidad le convenía. Usar el argumento de “cambio de las reglas del juego” cuando no viene al caso le resta

credibilidad a los dirigentes empresariales cuando reclaman con razón.

***Eduardo Engel es Profesor Titular de Economía de la Universidad de Yale.**