



Experiencia de Regímenes Cambiarios en Chile

Luis Felipe Céspedes
Banco Central de Chile



Elección del régimen cambiario

- La discusión de la elección del régimen cambiario puede ser contextualizada en torno a tres dimensiones:
 - Ancla nominal: Establecimiento de un ancla nominal creíble que supere los problemas de credibilidad y disciplina. Control de la inflación es objetivo prioritario de la autoridad.
 - Ajuste real: rigideces nominales implican que el ajuste a shocks reales es costoso en términos de producto. Una devaluación reduce estos costos ayudando a re-establecer el equilibrio interno y externo.



Elección del régimen cambiario

- Estabilidad del tipo de cambio: Movimientos en el tipo de cambio no siempre reflejan cambios en sus fundamentales. La volatilidad cambiaria que generan dichos movimientos puede ser costosa para la economía.



Elección del régimen cambiario

- La estrategia más común de clasificación de regímenes cambiarios consiste en clasificarlos entre dos casos polares:
 - Un tipo de cambio “completamente” fijo (uniones monetarias).
 - Ausencia de independencia monetaria.
 - Un tipo de cambio completamente flexible.
 - Política monetaria independiente.



Elección del régimen cambiario

- La elección de un régimen cambiario fijo (y creíble) permite importar la credibilidad del país al cual se asocia la moneda.
- Pero dicha credibilidad puede venir acompañada de una pérdida de flexibilidad para enfrentar shocks reales.
- Un grupo importante de países ha tendido a moverse hacia marcos de política monetaria que centren su tarea de estabilidad de precios en el cumplimiento de una meta de inflación con diferentes grados de flexibilidad cambiaria.



Chile: el marco de política 1990-1999

- Luego que se decretara la autonomía del Banco Central de Chile (BCCh) en 1989, y con el propósito de lograr estabilidad de precios, se estableció un esquema de cuasi metas de inflación hasta 1999.
- Al momento de implementar dicha estrategia, la inflación anual se encontraba cercana a 30%.
- En septiembre de cada año se anunciaba la meta de inflación para el año siguiente. La estrategia consideraba una convergencia lenta dada la indexación de la economía chilena.



Chile: el marco de política 1990-1999

- El BCCh administraba también una banda objetivo para el tipo de cambio.
- La banda era el instrumento para cumplir con el objetivo de normal funcionamiento del sistema de pagos externos, el cual fue llevado a la práctica como una meta para el déficit de cuenta corriente.
- La banda se basaba en una regla de paridad de poder de compra y fue ajustada en ocasiones para reflejar diferenciales de productividad entre Chile y sus socios comerciales.



Chile: el marco de política 1990-1999

- Durante los noventa se le hicieron modificaciones, tales como cambios en el ancho y realineaciones por una sola vez.
- El BCCh intervenía no solo en los bordes sino activamente en su interior.
- Durante dicho periodo se mantuvo importantes regulaciones sobre la cuenta de capitales, incluyendo un encaje no remunerado para la entrada de capitales.



Chile: el marco de política 1990-1999

- Tasas de interés relativamente altas y expectativas de estabilidad del tipo de cambio intensificaron la entrada de capitales.
- El esfuerzo por esterilizar la entrada de capitales entre 1990 y 1997 fue significativo.
- Durante ese período, el Banco Central aumentó sus reservas internacionales desde US\$2.500 millones a US\$17.800 millones. Su posición en moneda extranjera paso de 5% del PIB a 25% del PIB.



Chile: el marco de política 1990-1999

Chile: Entradas de capitales, 1990 a 1999
(Como porcentaje del PIB)

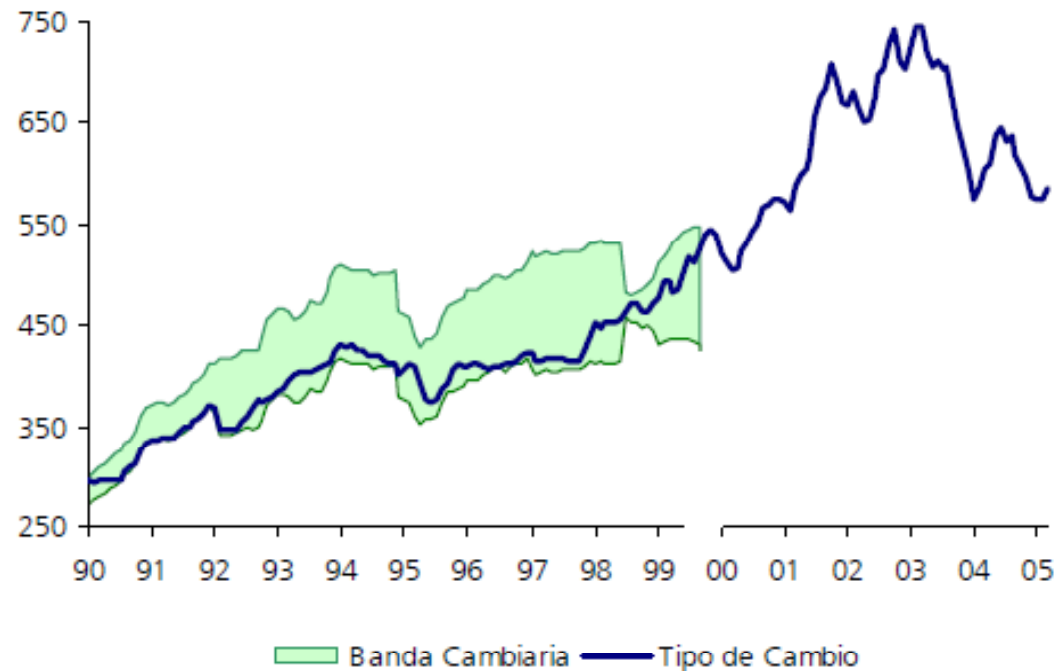
	Entradas brutas de mediano y largo plazo			Flujo neto de corto plazo	Salidas de mediano y largo plazo	Flujo neto total
	Inversión directa	Inversión de cartera	Créditos			
1990	2,2	1,2	7,4	4,0	5,2	9,6
1991	2,7	0,8	4,1	1,0	5,8	1,8
1992	2,5	1,1	3,9	4,5	4,7	6,7
1993	2,9	2,7	4,4	2,9	5,9	7,1
1994	5,4	3,3	5,6	2,8	9,4	10,5
1995	5,3	1,9	5,2	0,4	10,3	3,5
1996	7,2	2,7	7,8	0,4	8,4	7,8
1997	7,3	4,8	8,2	-2,1	11,5	9,8
1998	7,3	1,8	8,3	-1,5	18,7	4,5
1999	14,8	4,7	6,2	-8,0		-1,2
Promedio 1990-1997	5,6	2,2	5,8	1,7	6,9	7,3

Fuente: Elaborado por los autores con datos del Banco Central de Chile.



Chile: el marco de política 1990-1999

Tipo de Cambio Nominal y la Banda Cambiaria: 1990-2005

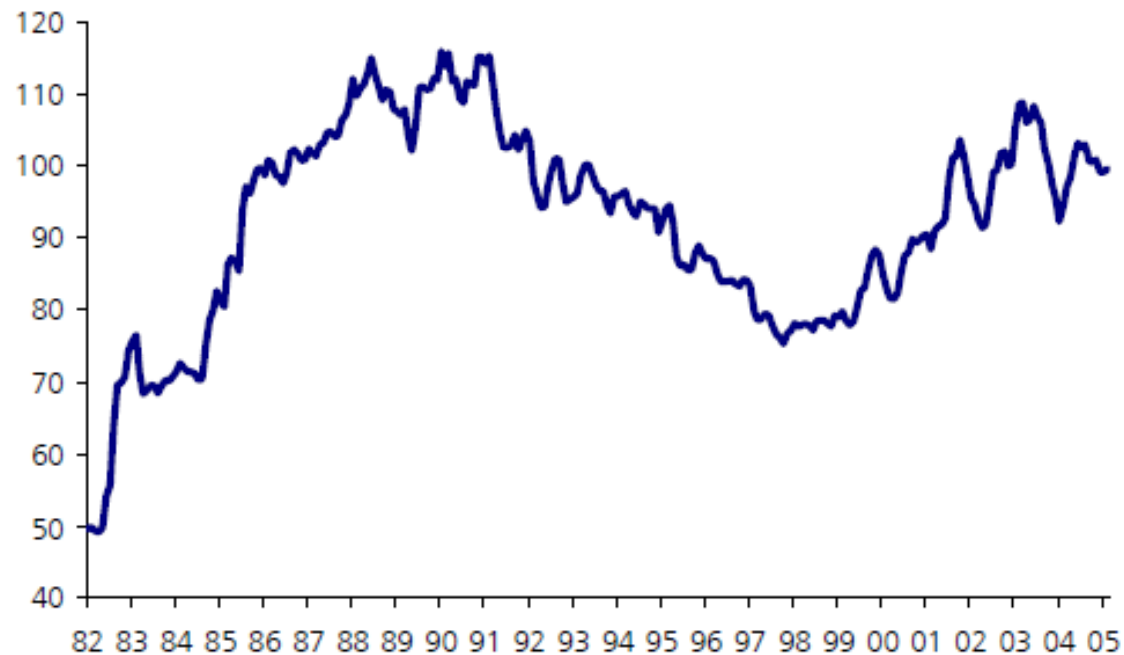


Fuente: Banco Central de Chile.



Chile: el marco de política 1990-1999

Tipo de Cambio Real

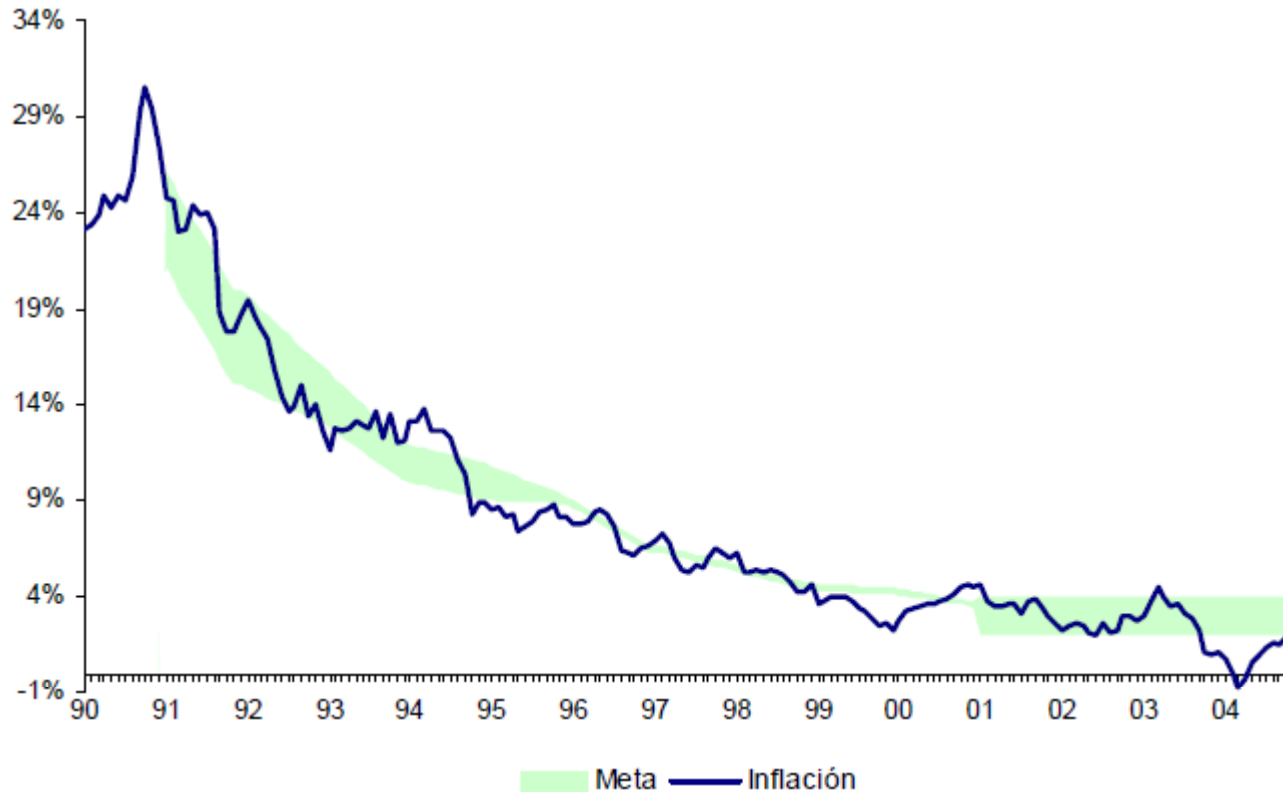


Fuente: Banco Central de Chile.



Chile: el marco de política 1990-1999

Inflación del IPC y Meta de Inflación



Fuente: Banco Central de Chile.



Chile: el marco de política 1990-1999: La crisis asiática

- A comienzos de 1997, la economía chilena atravesaba una fase de crecimiento sin precedentes. Entre 1991 y 1996, el crecimiento promedio anual fue de 8.5%.
- La crisis asiática inició un proceso de fugas masivas de capitales en países emergentes. El acceso a los mercados de capitales internacionales para estas economías se restringió severamente.
- A fines de 1997 el BCCh intervino varias veces el mercado cambiario para controlar las presiones a la depreciación del tipo de cambio (objetivo inflacionario)



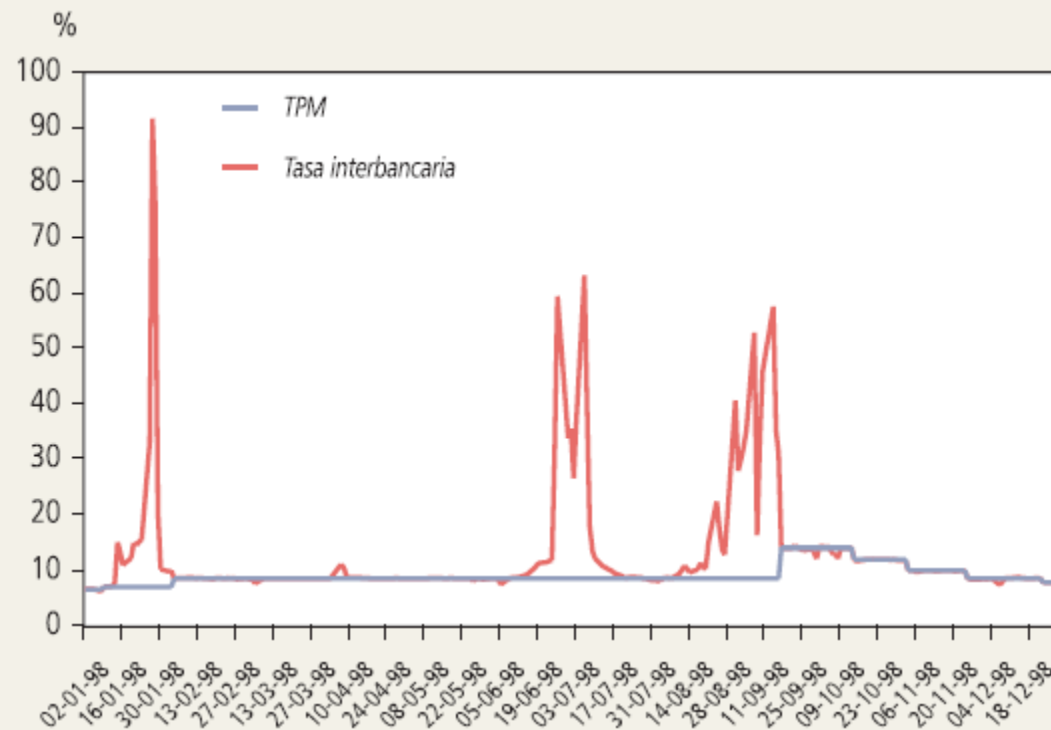
Chile: el marco de política 1990-1999: La crisis asiática

- Especulación respecto del cumplimiento de la meta de déficit de cuenta corriente desataron una primera ronda de ataques especulativos.
- La intervención no esterilizada llevó a la tasa de interés interbancaria a niveles cercanos a 90% en términos reales anuales.
- La justificación de dicha estrategia fue evitar expectativas inflacionarias, evitar una sobrerreacción del tipo de cambio que generara pérdida de credibilidad y efectos de hoja de balance.



Chile: el marco de política 1990-1999: La crisis asiática

Chile: Tasa de Interés de Política Monetaria y Tasa Interbancaria



Fuente: Banco Central de Chile.



Chile: crisis asiática

Figura 2: Evolución Crecimiento PIB

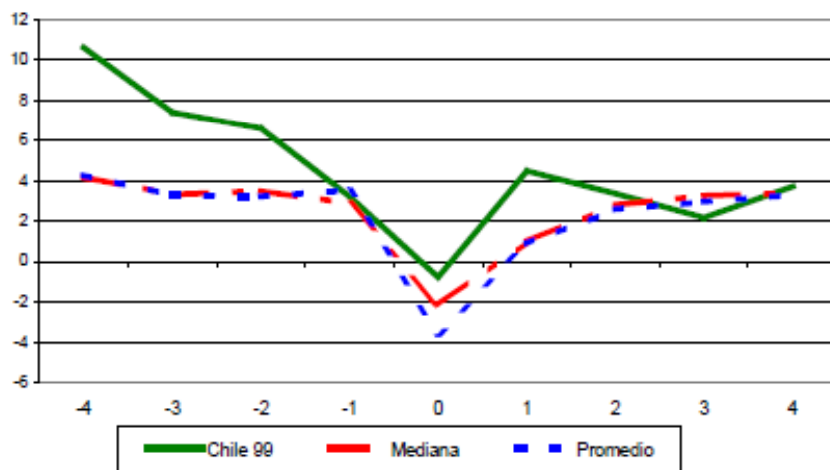


Figura 3: Evolución Brecha Producto

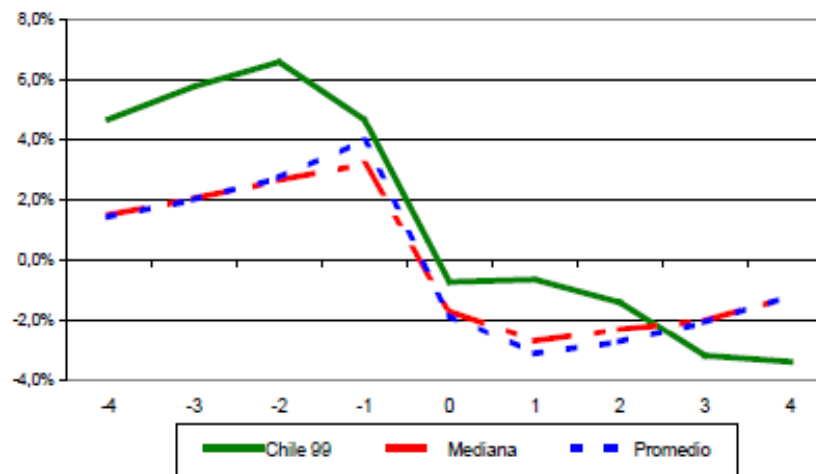


Figura 4: Evolución Crecimiento PIB Socios Comerciales

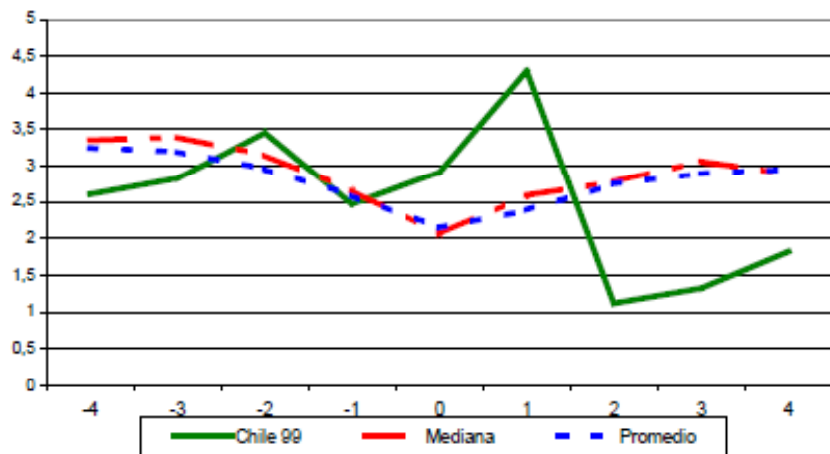
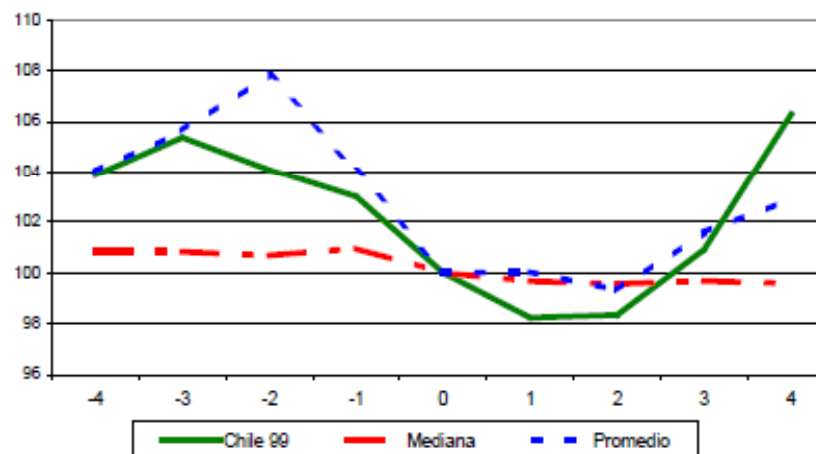


Figura 5: Evolución Términos de Intercambio





Chile: crisis asiática

Figura 12: Tipo de Cambio Real

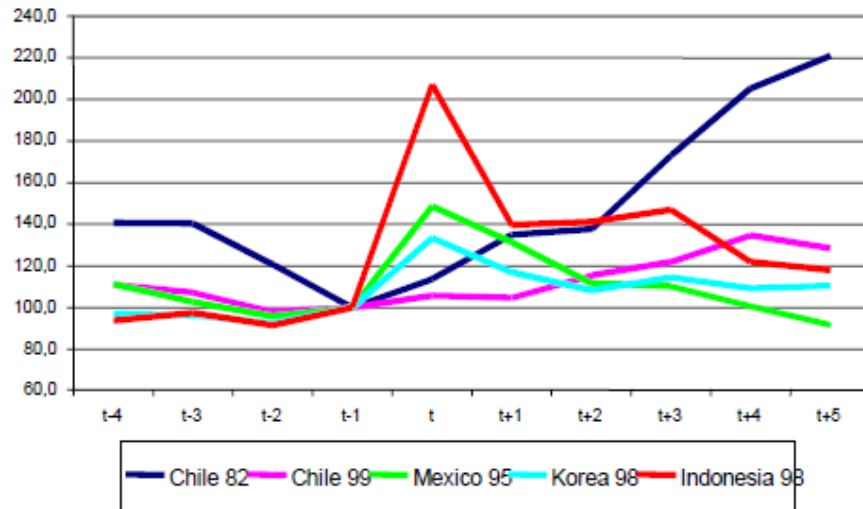


Figura 13: Tasas de Interés Real

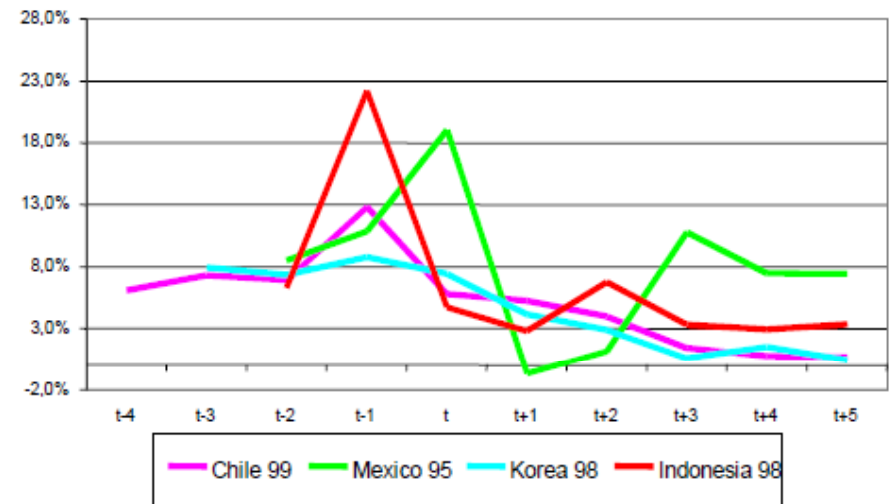


Figura 14: Cambio Superávit Fiscal (Puntos porcentuales del PIB)



Chile: el marco de política desde el 2000

- Desde Septiembre de 1999 el Política Monetaria en Chile se rige por un marco de metas de inflación.
- El Banco Central de Chile está comprometido con mantener la inflación en un rango entre 2 y 4% en el horizonte de política monetaria de 2 años.
- Adicionalmente, se implementó un régimen de flotación cambiaria.



Chile: el marco de política desde el 2000

- El régimen cambiario flexible es coherente con el marco de metas de inflación.
- La meta de inflación se ha transformado en el único punto focal como ancla nominal. En este contexto, la política de tipo de cambio flexible ha potenciado una política monetaria flexible y creíble.
- Sin embargo, el Banco Central no elimina la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario bajo situaciones excepcionales.



Chile: flotación cambiaria

- La flexibilidad cambiaria le ha permitido a la economía implementar una política monetaria independiente.
- Lo anterior implica mayor espacio para la contracíclicidad de la política monetaria.
- En particular, ha permitido un mejor ajuste de la economía a shocks externos.



Chile: flotación cambiaria

Selección de Indicadores

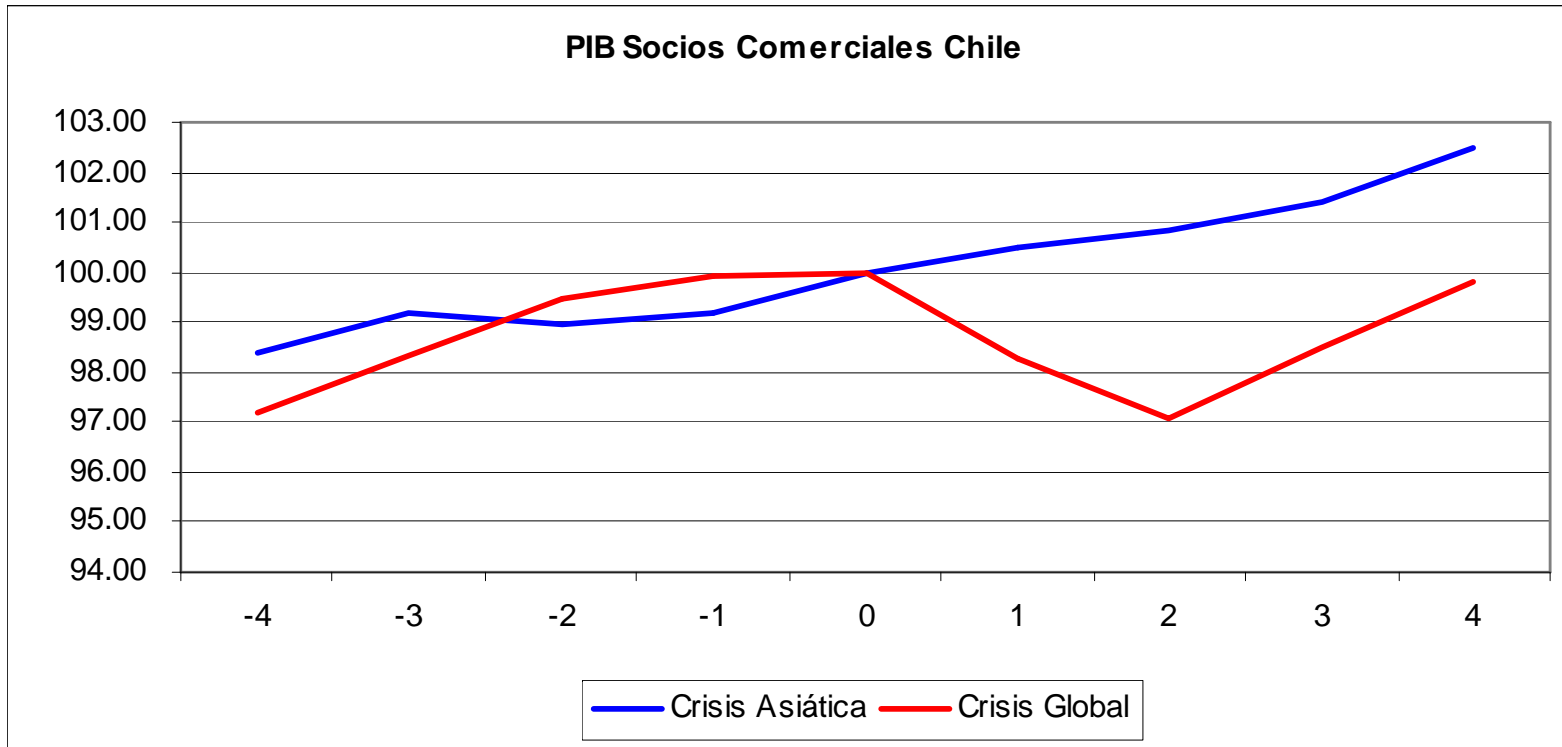
	TCR(1986=100)	Precio del cobre (dólares/lb)	EMBI Latinoamericano	Crecimiento socios comerciales
1990-99	92,0	1,009	771 (1)	3,1%
2000	86,0	0,823	665	3,8%
2001	95,8	0,715	867	1,6%
2002	96,9	0,707	965	1,9%
2003	104,3	0,807	700	2,8%
2004	99,3	1,300	527	4,5%

Fuente: Banco Central de Chile.

(1) promedio para 1998 y 1999 solamente.

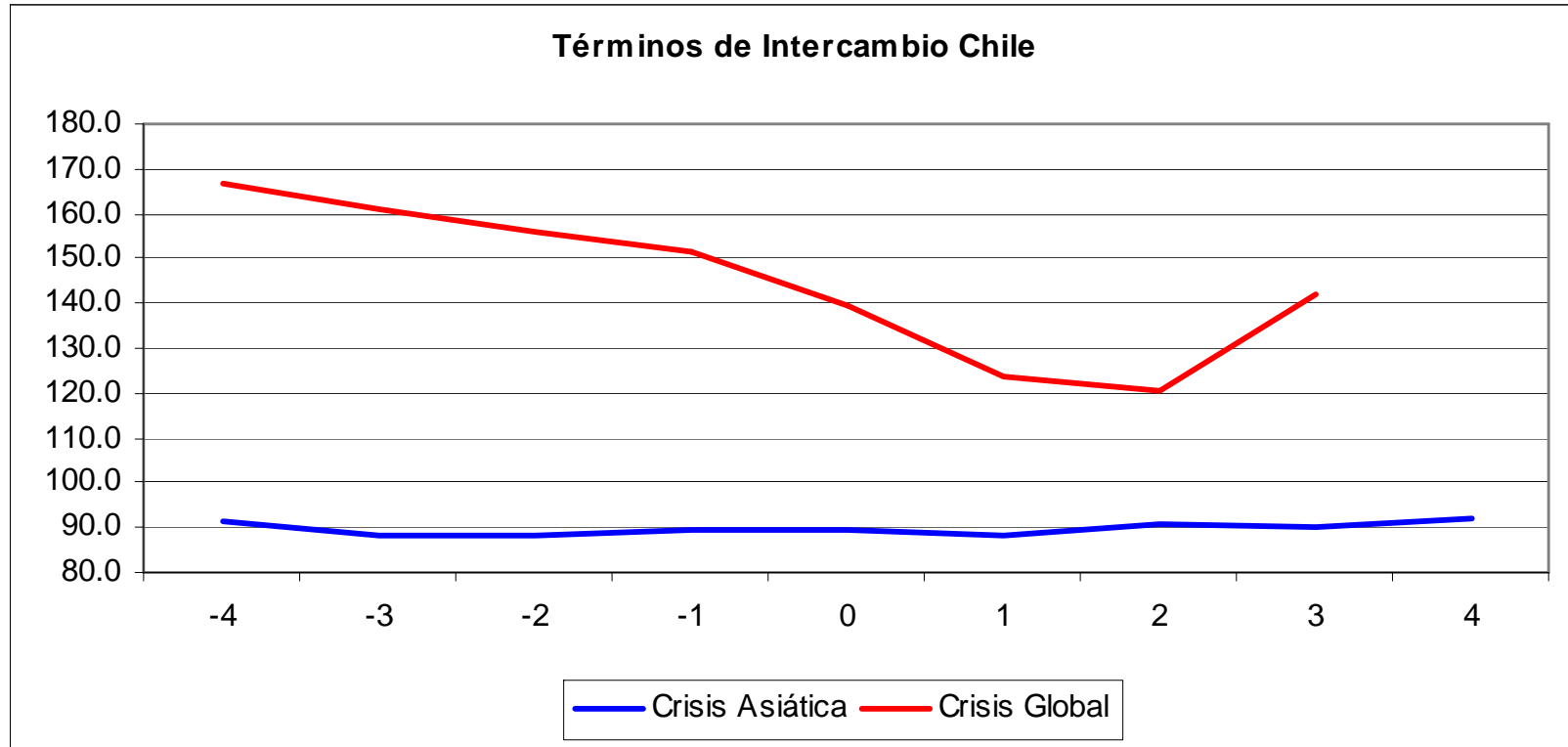


Chile: flotación cambiaria



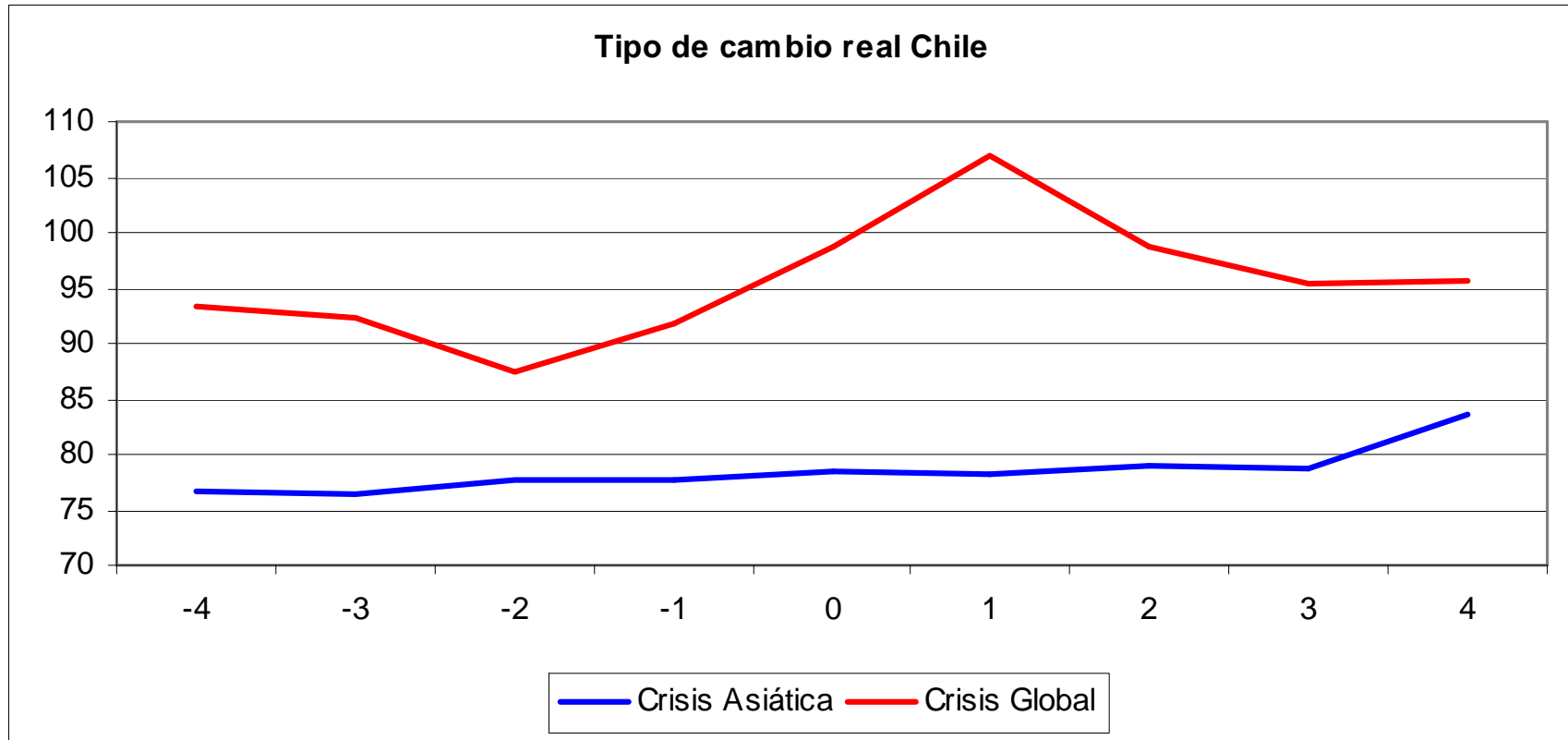


Chile: flotación cambiaria



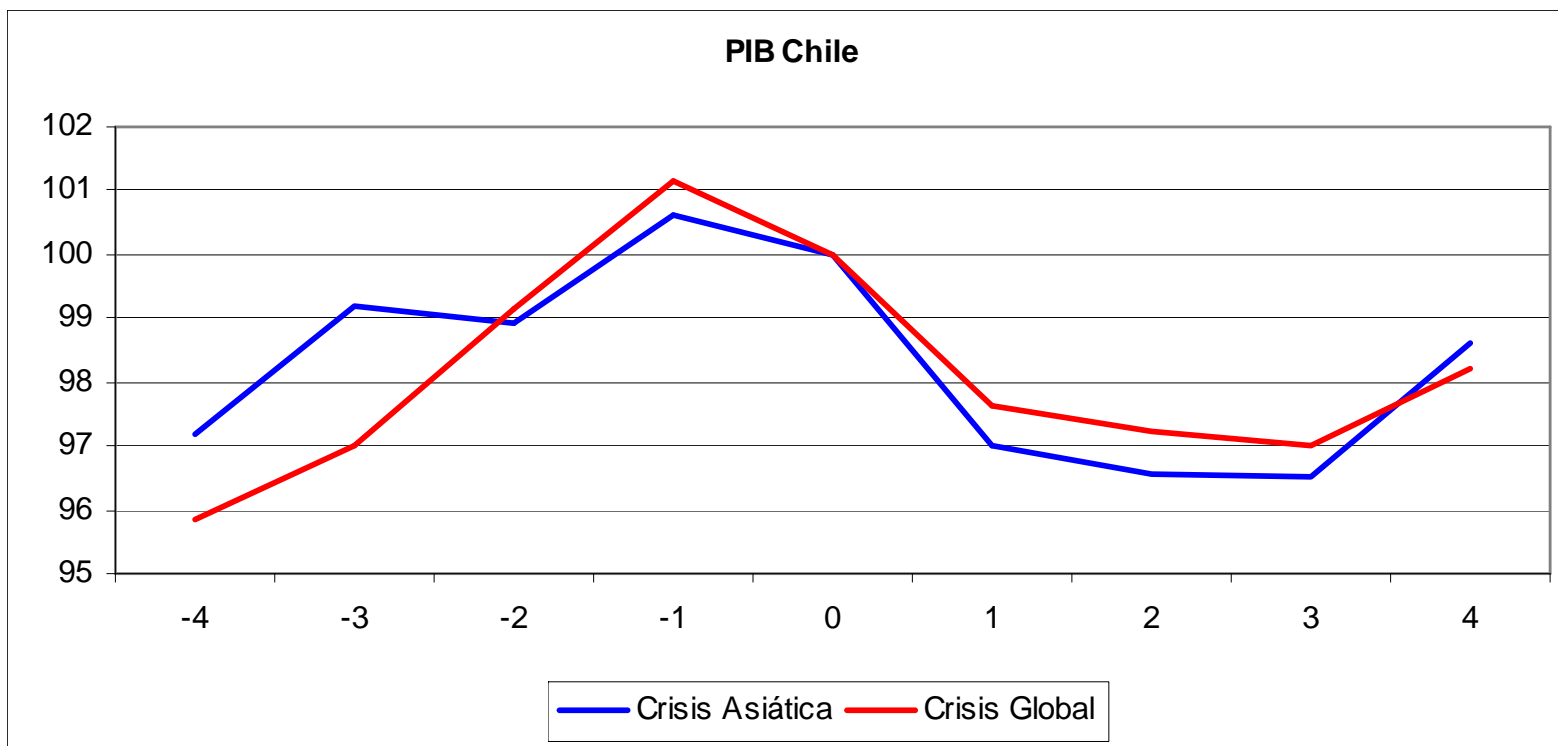


Chile: flotación cambiaria



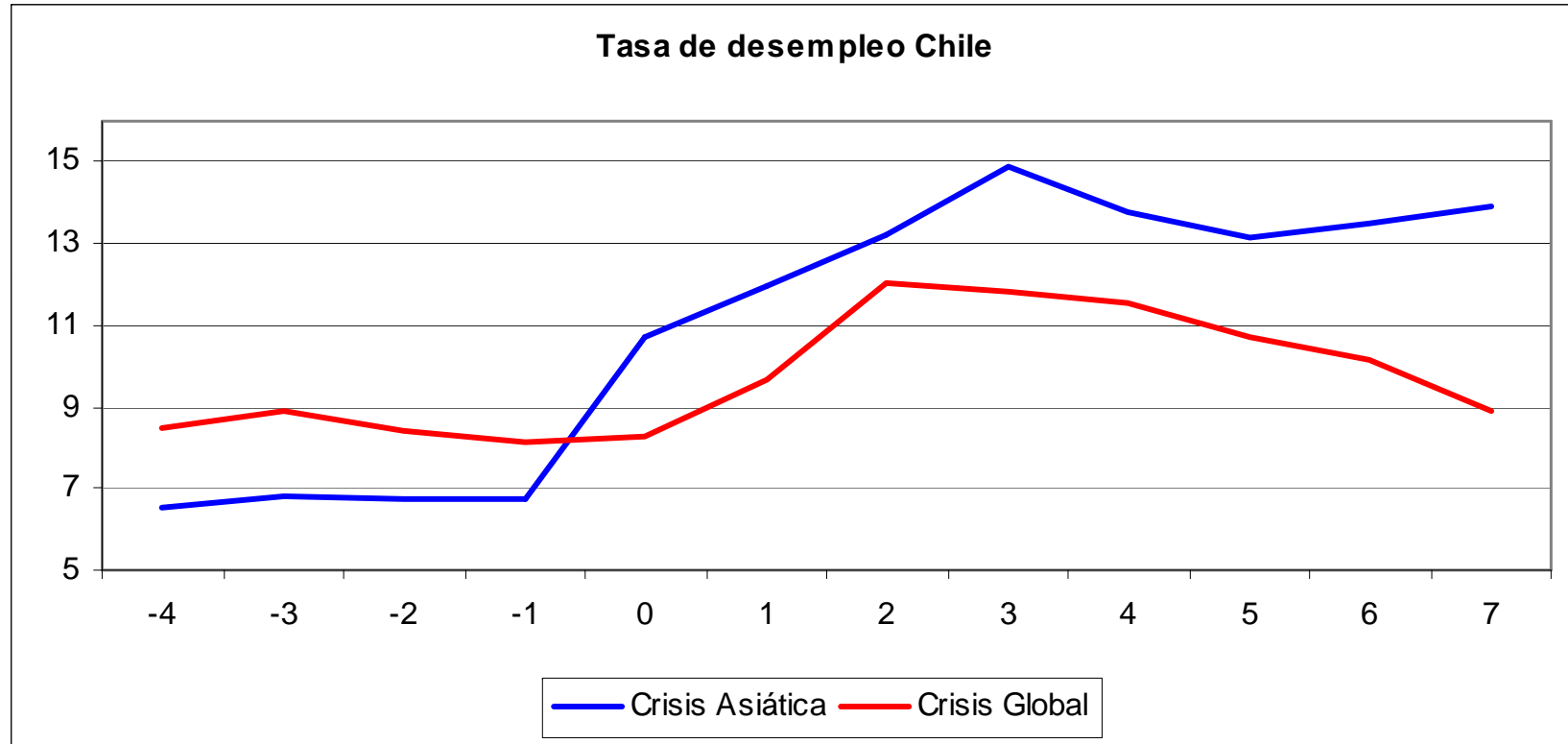


Chile: flotación cambiaria





Chile: flotación cambiaria





Chile: flotación cambiaria

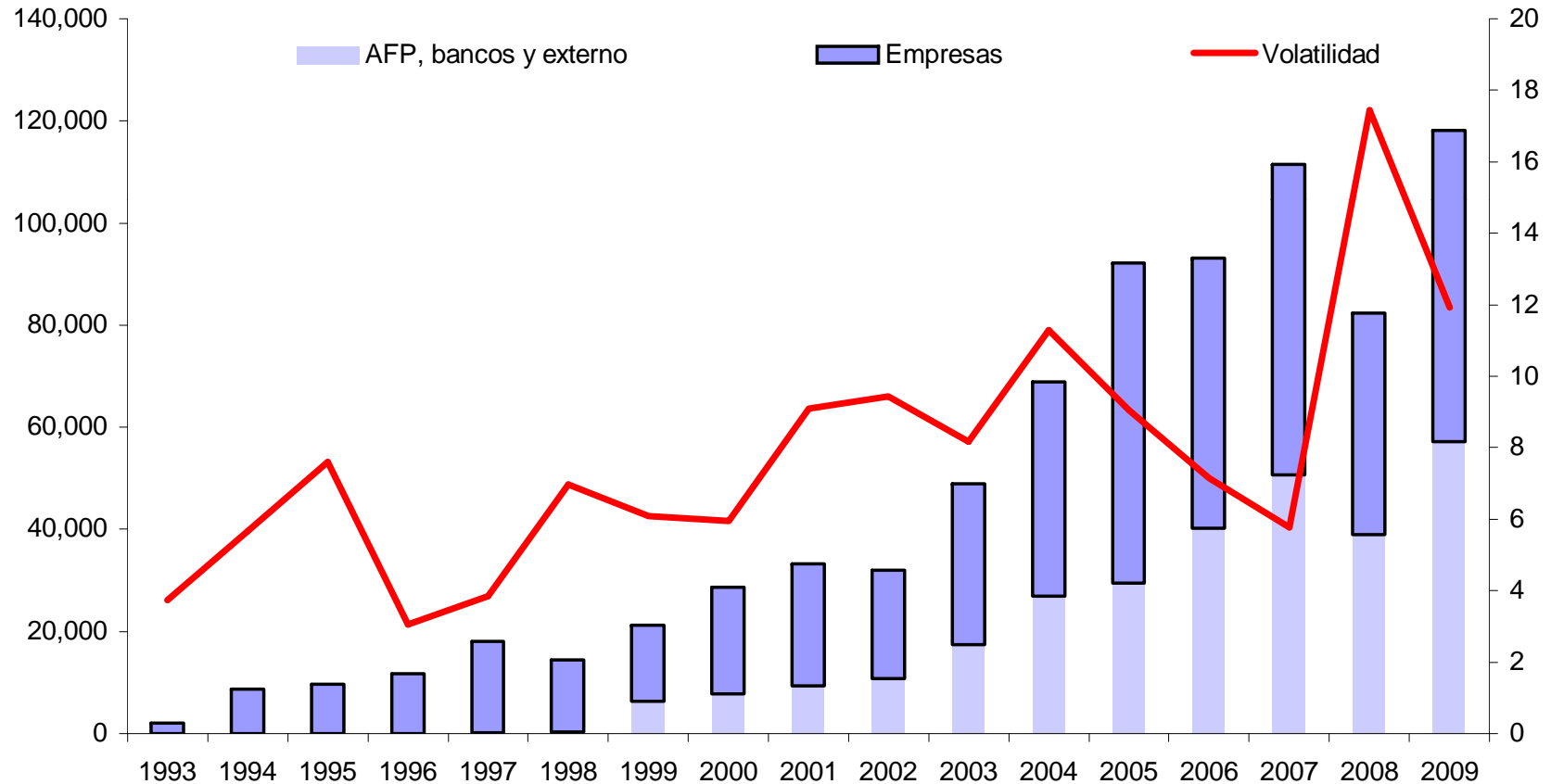
- La experiencia chilena indica que la flotación ha generado incentivos para el desarrollo de mercados de cobertura que ofrezcan alternativas a los agentes económicos.
- Al mismo tiempo la flotación ha reducido los riesgos de descalces cambiarios lo que potencia el papel contracíclico de la política monetaria.
- Más aun, la evidencia muestra que no ha estado asociada a mayores desequilibrios del TCR.



Chile: flotación cambiaria

Volatilidad del tipo de cambio y uso de derivados cambiarios

(US\$ millones, porcentaje)

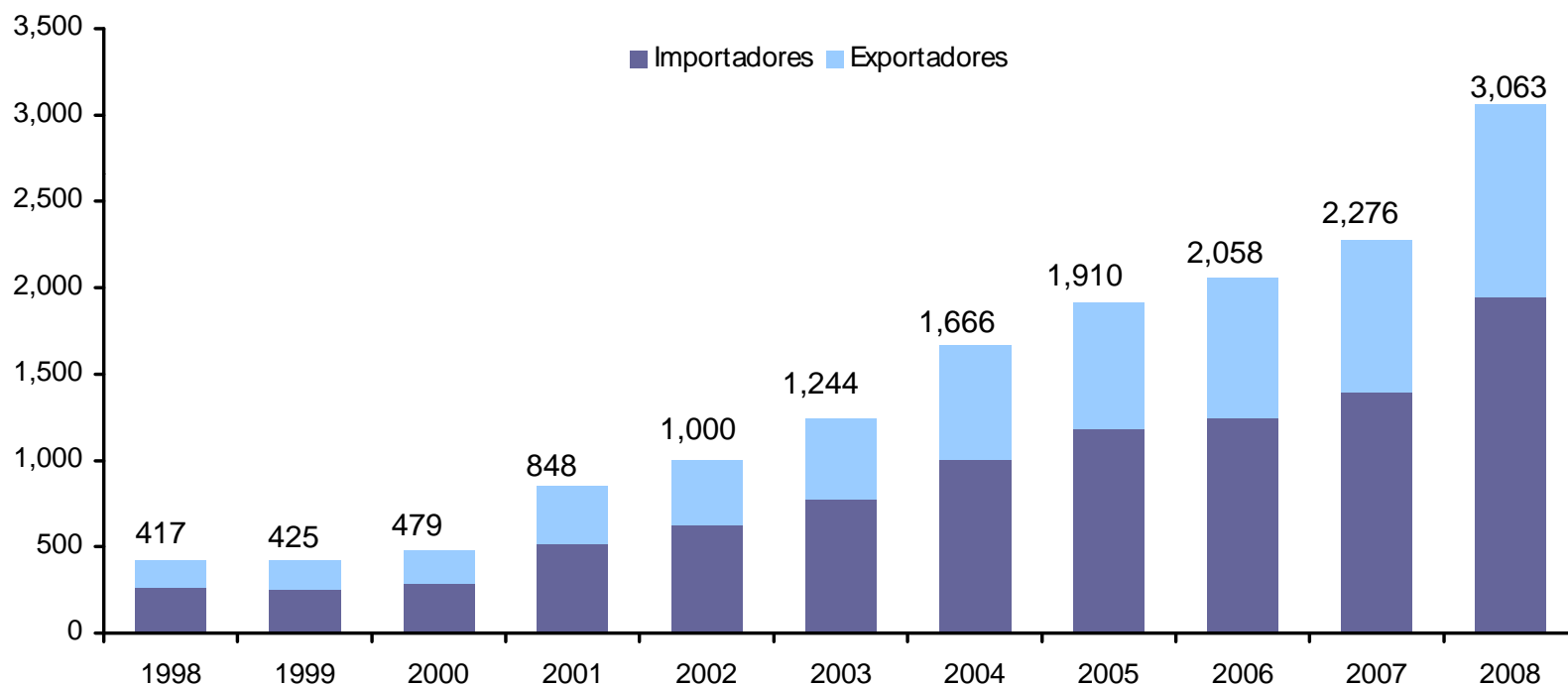


Nota: uso de derivados medido como posición abierta en contratos.



Chile: flotación cambiaria

Número de empresas que usan derivados cambiarios



Fuente: Banco Central de Chile



Chile: flotación cambiaria

Desalineamiento del Tipo de Cambio Real en Chile: 1979-2004

	Residuos	Equilibrio de largo plazo	HP bajo	HP alto
Promedio de desalineamientos al cuadrado				
<i>Tablita + fijo</i> (79.I - 82.II)	24,7%	31,0%	15,1%	22,9%
Banda angosta (85.II - 91.IV)	8,4%	21,5%	4,3%	23,1%
Banda ancha (93.I - 99.III)	9,9%	9,6%	3,1%	12,5%
Flotación (00.IV - 04.IV)	10,7%	7,5%	4,6%	4,7%



Chile: flotación cambiaria

Duración del desalineamiento del tipo de cambio real

	Coeficiente de corrección del error	Duración del desalineamiento del tipo de cambio real (trimestres)
1977-2007	-0,12	8,1
1977-1999	-0,11	9,0
2000-2007	-0,31	3,2

Fuente: Basado en Caputo, Núñez y Valdés (2008).



Chile: flotación cambiaria

- Un canal esencial a través del cual opera el tipo de cambio en una economía abierta es el efecto de desplazamiento del gasto.
- Para que este efecto desplazamiento se produzca es clave que exista un traspaso a los precios de bienes importados pero no a todos los precios de la economía. De otra forma no se produce el cambio en precios relativos.
- La evidencia para el caso chileno muestra que el *pass-through* ha disminuido significativamente en especial desde la implementación de la meta de inflación.



Chile: flotación cambiaria

- Céspedes y Soto (2007) estiman una curva de Phillips para bienes importados por Chile:

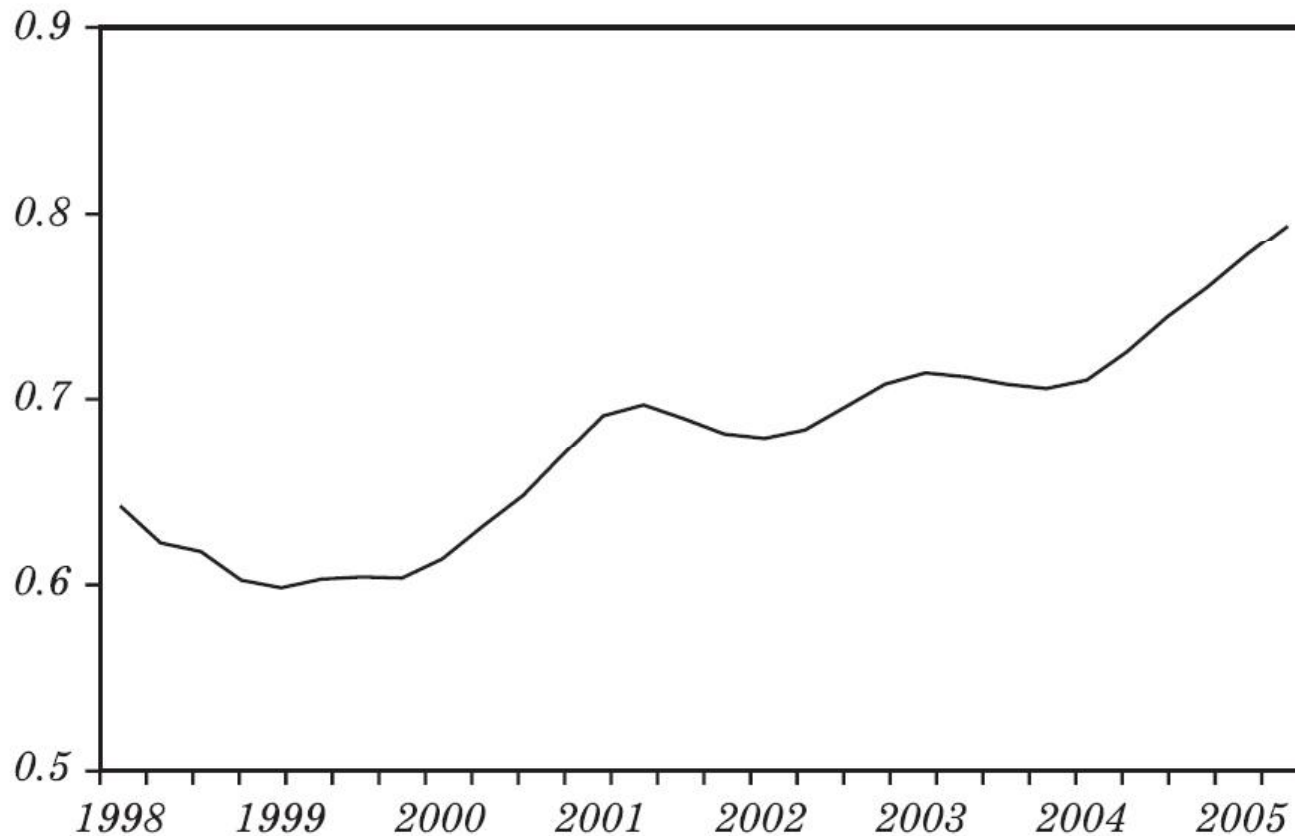
$$\pi_{M,t} = \frac{(1 - \theta_M)(1 - \theta_M\beta)}{\theta_M} (s_t + p_{M,t}^* - p_{M,t}) + \beta E_t \pi_{M,t+1}$$

- Donde θ_M mide la rigidez de precios nominal en el sector importador.



Efectos del tipo de cambio flexible

Rigidez de precios: evolución de θ_M



Fuente: Céspedes y Soto (2007)



Intervenciones en el mercado cambiario

- Bajo circunstancias excepcionales es posible que sea necesaria una intervención en el mercado cambiario.
 - La presunción de que la reacción del tipo de cambio no es concordante con los fundamentos.
 - La excesiva apreciación o depreciación puede mermar la confianza y la credibilidad del Banco Central, aumentando la volatilidad y afectando la eficiente localización de los recursos.
- El marco de metas de inflación hace de las intervenciones esterilizadas el mecanismo más apropiado en estas circunstancias.



Intervenciones en el mercado cambiario

- Pero para que estas intervenciones sean efectivas, deben cumplir ciertos requisitos:
 - Deben ser consistentes con el objetivo de estabilidad de precios.
 - Debido a la necesidad de esterilizar la intervención, el costo debe ser apropiadamente considerado.
 - Adicionalmente, la intervención no debe tener como objetivo un nivel específico de tipo de cambio.



¿Qué impacta sobre el tipo de cambio?

- Fundamentos de largo plazo:
 - Fluctuaciones de Tipo de Cambio.
 - Productividad.
 - Grado de apertura comercial y financiera.
 - Posición externa neta.
 - Política Fiscal.

- Dinámica de corto plazo.
 - Diferenciales de tasas.
 - Expectativas de los agentes.



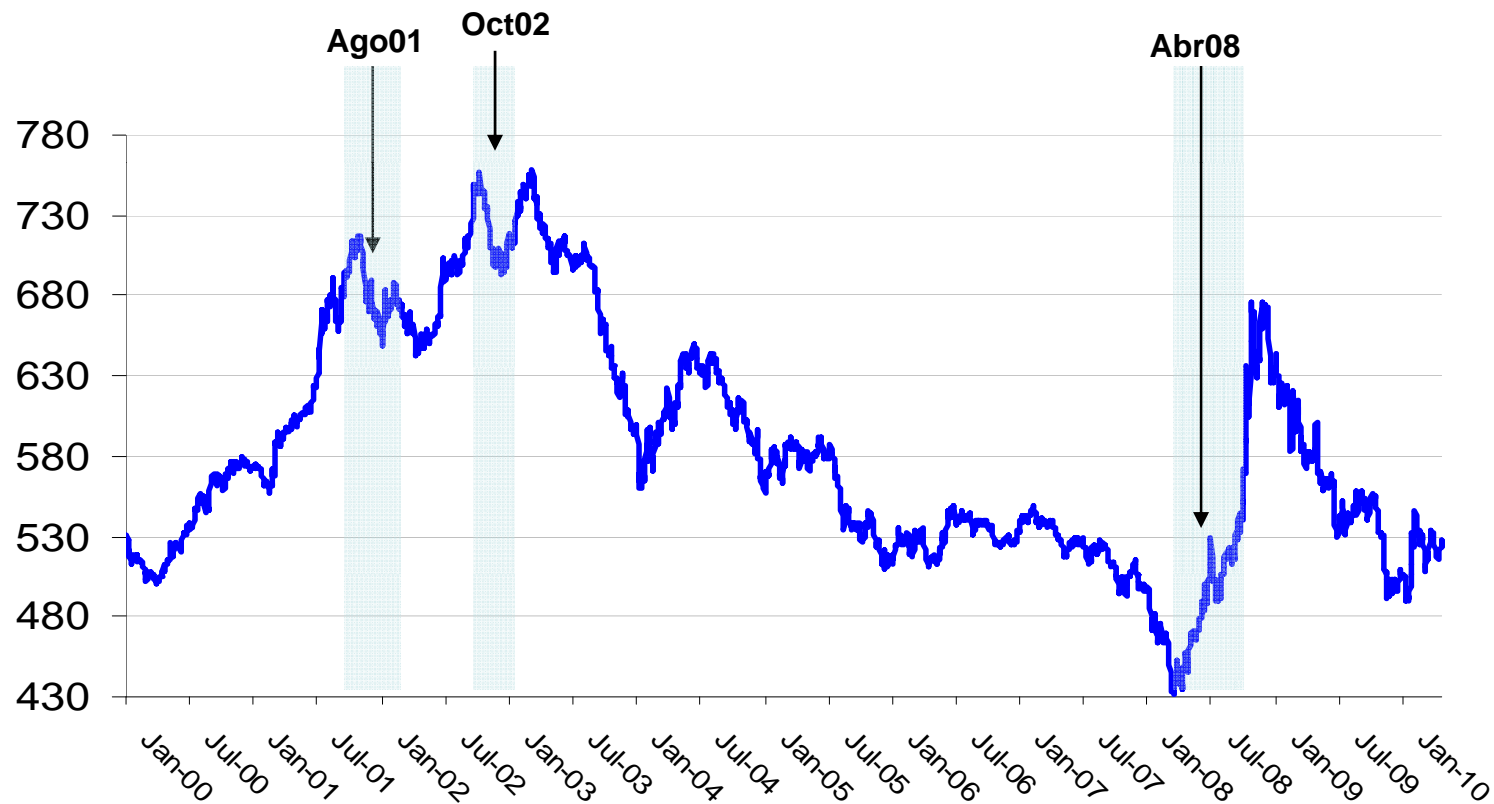
Intervenciones en el mercado cambiario

- En este contexto, la intervención puede influenciar el mercado cambiario por tres vías:
 - **Portafolio:** cuando la sustitución entre los activos externos e internos es imperfecta, el canal de portafolio implica la alteración de la tenencia relativa de activos.
 - **Señal:** una intervención esterilizada puede lograr que los agentes cambien sus expectativas sobre el tipo de cambio, tanto porque esperan un cambio futuro en la tasa de política monetaria o porque reafirma el compromiso de las autoridades con el objetivo de política monetaria.
 - **Información:** los mercados tienen información asimétrica o existen agentes heterogéneos. En tal caso las acciones del Banco Central pueden eliminar la especulación de ciertos agentes económicos.



Intervenciones en el mercado cambiario

Desde 1999 el Banco Central a intervenido tres veces el mercado cambiario:





La experiencia chilena de flotación cambiaria: ideas finales

- La experiencia chilena apunta a que la flexibilidad cambiaria le ha permitido a la economía ajustarse de mejor forma a los fuertes shocks externos que se han enfrentado en el período de flotación.
- La mayor volatilidad cambiaria ha venido acompañada de un significativo desarrollo de mercados de cobertura
- Pero hay que tener en cuenta que dichas ganancias pueden ser no sólo el resultado de la aplicación de un régimen cambiario flexible sino también de su interacción con otros factores específicos.



Experiencia de Regímenes Cambiarios en Chile

Luis Felipe Céspedes
Banco Central de Chile