



I
ARTÍCULO

POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA Y ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EN ALGUNOS PAÍSES EMERGENTES: Hungría, Chile, China, Perú y Brasil

En este documento se resumen las principales conclusiones del ejercicio realizado con el objetivo de analizar cómo algunos países emergentes —Hungria, China, Chile, Perú y Brasil— con diversos esquemas de política monetaria, manejan su política cambiaria. La pregunta principal que suscitó este análisis fue: ¿cómo han logrado los países analizados mantener un determinado nivel de la tasa de cambio durante un período de tiempo más o menos prolongado? Cada uno de los casos estudiados aporta algo a este interrogante.

*Por: Gloria Alonso, Pilar Esguerra,
Luz Adriana Flórez, Franz Hamann,
Munir Jalil, Luisa Silva**

En este artículo se resumen las principales conclusiones del ejercicio que consistió en analizar la forma en que algunos países emergentes con esquemas diversos de política monetaria han manejado su política cambiaria en varios episodios recientes. La principal característica es que estos países han logrado mantener

un tipo de cambio estable por un período de tiempo más o menos prolongado, en donde algunos de ellos fueron más exitosos en mantener dicha estabilidad, frente a los otros.

El análisis se concentró no solamente en estudiar cuáles eran sus prioridades

* Cada uno de estos capítulos es con base en las presentaciones hechas a la Junta Directiva por distintos autores: en el caso de Hungría lo expuso Franz Hamann; el de Chile, Gloria Alonso y Luz Adriana Flórez; lo que se refiere a China, Munir Jalil; Perú, Luisa Silva y Pilar Esguerra; y Brasil, Pilar Esguerra. También participaron en el proceso de discusión y elaboración de las presentaciones Hernando Vargas, Jorge Toro, Gloria Alonso y Juan Mauricio Ramírez. La compilación de los documentos fue realizada por Pilar Esguerra. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco ni al Gerente General.

en materia de política macroeconómica, sino también las variables más estructurales de sus economías y el tipo de instrumentos que utilizan para influir en las tasas de interés, los agregados monetarios y el tipo de cambio.

De este análisis se deduce que todos los países analizados han combinado un régimen de inflación objetivo, o un esquema similar, con fuertes intervenciones en el mercado cambiario durante los distintos episodios de choques externos que han enfrentado. Esta combinación de estrategias les ha permitido mantener un tipo de cambio estable durante un período de tiempo prolongado; sin embargo, la mayor parte de estos países han utilizado otros instrumentos para neutralizar los choques externos o tienen factores estructurales que explican que su tipo de cambio sea más estable.

A continuación se presenta el análisis realizado para cinco países: Hungría, Chile, China, Perú y Brasil, cada uno los cuales se trata en un capítulo aparte, en donde, a su vez, se dividen en dos partes: primero, se describen los aspectos generales de las economías, sus principales variables estructurales y la forma como manejan, en general, su política monetaria, mediante su organización institucional, sus instrumentos, entre otros; segundo, se ilustra el manejo de la política monetaria y cambiaria en un episodio de choque externo. Estos episodios permiten identificar las verdaderas prioridades de política de cada país y la utilización que le dan a los instrumentos que tienen a

su alcance. China es el único caso en donde no se presenta algún episodio particular, porque por sus peculiaridades no ha enfrentado algún momento como el descrito para los otros países. Al final del documento hay un capítulo de conclusiones generales, en donde se intenta resumir las lecciones que cada caso analizado aporta al interrogante sobre los mecanismos que se utilizan para mantener el tipo de cambio estable durante un período de tiempo.

I. HUNGRÍA

Durante 2002 y 2003 la política monetaria y la política fiscal en Hungría estuvieron sustentadas por un objetivo fundamental: el de garantizar las condiciones para un acceso a la Unión Monetaria Europea (UME). Los criterios para tener derecho a este acceso impusieron restricciones al manejo de la política monetaria y cambiaria y la forma como se implementó el esquema de inflación objetivo: como se sabe, dentro de los criterios de acceso a la Unión Europea (UE) es muy importante la evaluación de la estabilidad de la moneda.

La existencia de un piso, y las visiones opuestas del Banco Central de Hungría frente a los mercados sobre los determinantes fundamentales de la economía, generaron un dilema que finalmente condujo a un fuerte ataque especulativo contra el florín húngaro (HUF) en enero de 2003. Dicho ataque parece haber estado fundamentado en una combinación de

factores, entre los cuales se destacan la incompatibilidad entre la existencia de una meta de inflación y una banda cambiaria, las expectativas generadas por el proceso de entrada a la UME y la tendencia de apreciación persistente.

El banco central húngaro pudo contener exitosamente el ataque, al igual que sortear sus efectos colaterales. Vale la pena resaltar que el ataque especulativo fue un evento puntual, de muy corto plazo y con poca persistencia. Las autoridades mostraron un fuerte compromiso con el piso de la tasa de cambio y esto pudo incidir, parcialmente, en la pérdida temporal de la meta de inflación.

A. Características generales de la economía húngara

Hungría es un país de los denominados «en transición» durante la década de los noventa, por haber pasado de ser una economía de la órbita de la antigua Unión Soviética a un sistema de mercado. Otras economías en transición vecinas son Polonia, Rumania y la República Checa, que vivieron procesos similares.

En 2004 poseía una población de 10.088.000, con una fase declinante de su ciclo demográfico al exhibir una tasa de crecimiento de -0,3% anual. Su nivel del producto en ese mismo año fue de US\$53,8 miles de millones (mm), equivalentes a US\$5.333 per cápita. Su tasa de pobreza nacional se acercaba al 17%.

En cuanto a su comercio exterior, las exportaciones en 2004 alcanzaron los

US\$41,5 mm, constituidas principalmente por alimentos, maquinaria y equipo, bebidas y tabaco, materias primas, combustibles y electricidad. Como se puede deducir de estas cifras, Hungría tiene un muy alto índice de apertura exportadora, superior al 80% del producto. Hay que tener en cuenta que esta es una economía especializada en la fabricación y ensamblaje de bienes de capital y automotores que se venden en otros países de la Unión Europea, principalmente en Alemania.

Sus importaciones alcanzaron en 2004 los US\$44,7 mm, principalmente constituidas por manufacturas, maquinaria y equipo y alimentos. También es alta su apertura a las importaciones, de tal manera que el índice de comercio total sobre el PIB es cercano al 200%.

Alemania es el principal socio comercial, quien capta un 30% de los bienes vendidos al exterior; otros países a los cuales se dirigen las exportaciones son Austria (11%) y los Estados Unidos (6%).

En el Cuadro 1 se presentan algunos indicadores generales de esta economía, adicionales a los ya analizados. Durante el período 1998-2004 las tasas de crecimiento del PIB en Hungría han sido, en promedio, superiores al 4% anual, mientras que la inflación se ha reducido del 14% al comienzo de este período a 6,8% en 2004, con algunas fluctuaciones. Los agregados monetarios han tenido también un comportamiento cíclico.

Cuadro 1
Hungría: indicadores generales de la economía, 1998-2004

Indicador	Unidades	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Índice de volumen del PIB	año anterior = 100	105	104	105	104	104	103	105
Consumo de los hogares	año anterior = 100	105	105	105	106	110	108	103
Índice de precios al consumidor	año anterior = 100	114	110	110	109	105	105	107
Tasa de desempleo	año anterior = 100	8	7	6	6	6	6	6
Base monetaria, M ₀	Ann. 1-month based index	118	130	99	118	113	111	104
M1	Ann. 1-month based index	122	117	106	127	125	100	112
M3	Ann. 1-month based index	117	122	105	115	124	111	110
Balance fiscal / PIB	porcentaje			(3)	(4)	(9)	(6)	(7)
Balance de cuenta corriente	Millones de euros	(3.026)	(3.531)	(4.352)	(3.577)	(4.929)	(6.382)	(7.136)
Balance de cuenta corriente / PIB	porcentaje	(7)	(8)	(9)	(6)	(7)	(9)	(9)
Inversión extranjera directa en Hungría	Millones de euros	2.381	2.489	2.645	2.575	3.068	1.123	3.236
Reservas internacionales (fin de periodo)	Millones de euros	8.002	10.874	12.068	12.195	9.920	10.142	11.703
Total servicio de la deuda externa /exportaciones de bienes y servicios	porcentaje	17	15	12	10	11	12	14
Tasa de cambio (fin de año)	Unidad monetaria europea / euro	256	255	265	246	236	262	246

Fuentes: Banco Central de Hungría.

En cuanto a la situación fiscal y externa, en el Cuadro 1 se puede observar que esta es una economía con importantes desequilibrios en ambos frentes: el déficit fiscal ha sido muy alto y con tendencia creciente; por su parte, el déficit en cuenta corriente también ha sido alto y superior al 7%, en parte, financiado con flujos de inversión extranjera que han sido importantes y sostenidos. Estos flujos se atribuyen a las inversiones de otros países europeos en las industrias de Hungría, los cuales se abastecen a menor costo gracias a las ventajas que tiene este país en cuanto a costos de mano de obra calificada.

El nivel de reservas internacionales está en cerca de US\$12 mm, que es bajo si se tiene en cuenta que el servicio anual de

la deuda externa supera los US\$13 mm; esto significa que la economía de Hungría tiene una importante vulnerabilidad externa. Como reflejo de lo anterior, su tasa de cambio ha exhibido una tendencia a la apreciación en lo corrido del siglo.

Las características generales de la economía húngara han llevado a que la conducción de su política macroeconómica y monetaria en particular tenga unos rasgos característicos que pasaremos a explicar a continuación.

B. Política monetaria y cambiaria en Hungría

Su banco central, llamado el Magyar Nemzeti Bank (MNB), fue fundado en

1924 y adquirió su independencia del Gobierno desde 1991. En 2001 se reformó por última vez la ley del MNB. Entre las decisiones importantes que se introdujeron en esta reforma se creó la figura del Consejo Monetario (CM): como el ente encargado de las decisiones de política, el CM está constituido por de nueve a once miembros, con el presidente del MNB a la cabeza, un vicepresidente, designado por el presidente del banco y los restantes miembros, quienes son nombrados por el Presidente de la República. Por su parte, el presidente del MNB es escogido por el Presidente de la República, con la recomendación del Primer Ministro.

En Hungría la lógica de la política monetaria se conduce de acuerdo con la estrategia de inflación objetivo¹. Los objetivos de esta política son:

- Estabilidad de precios:
inflación alrededor del 3%
- Meta de inflación:
2005: 4% +/-1%
2006: 3,5% +/-1%

1. *Meta intermedia*

- El pronóstico de inflación debe estar cerca de la meta.
- Pronósticos: para 2005 era 3,3%, y para 2006, 3,2%

2. *Meta operativa*

- Influir la tasa de interés de corto plazo en el mercado monetario (madurez de tres a seis meses).
- A través de cambios en la tasa de interés, junto con las expectativas de tasa de cambio, es probable que la inflación esperada se acerque a la meta.

El manejo de los excesos de liquidez del sistema bancario se hace mediante un sistema en donde los bancos tienen más activos líquidos de los necesarios para cumplir con los requerimientos de reservas. Las razones de la existencia de estos excesos de liquidez tienen que ver con la intervención en el piso de la banda antes de 2001 (régimen de *crawling band*) y la emisión por parte de la Tesorería de bonos en moneda extranjera, convertidos en el MNB; como consecuencia de ello, el exceso de liquidez es esterilizado mediante una tasa de depósitos (*deposit facility*). Este instrumento, que ha sido clave de política, se asume como la tasa de los depósitos en el banco central, no la de los préstamos (como en el Banco Central Europeo).

El CM decide la tasa de política, para lo cual utiliza una regla de política estándar, con base en pronósticos de inflación a dos años. Como en otros bancos centrales, se hace un reporte de inflación

¹ El régimen de inflación objetivo se adoptó gradualmente en Hungría con las reformas económicas a partir de 1994. Fue un enfoque distinto al de la República Checa, por ejemplo, que se comprometió de una forma más decidida desde el comienzo con este tipo de esquema, según lo narran Jonas, J. y F. Mishkin (2005) en «Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects», Bernanke, E. y M. Woodford (eds.). *The Inflation Targeting Debate*, The University of Chicago Press.

trimestral, en donde se elabora un pronóstico condicional de la evolución de los precios; también, en estos informes se publican expectativas de tasas del mercado y los pronósticos de tasa de intervención (constante).

La tasa de política (*base rate*) es una tasa de los depósitos (*deposit facility*) a dos semanas. Su principal característica radica en que es un *weekly standing facility*, y no hay límite a los bancos. Sus movimientos tienen un efecto indirecto sobre las tasas de interés de mercado de corto plazo (metas operativas) y un efecto de señal (*signalling effect*), mediante el cual los cambios en la tasa de política indican el comportamiento futuro del banco central, y en consecuencia afecta las expectativas de los participantes en el mercado.

Por su parte, el corredor se define por las tasas de interés de los créditos y los depósitos a la vista (*overnight*). El objetivo de la política monetaria es suavizar la volatilidad de la tasa interbancaria de muy corto plazo, para limitar fluctuaciones abruptas de la meta operativa. La tasa interbancaria a la vista (*overnight*) típicamente fluctúa dentro de este corredor, pero puede salirse sólo en situaciones excepcionales de liquidez y por períodos cortos de tiempo.

Los bancos deben mantener un porcentaje fijo de sus pasivos (*reserve ratio*) como depósitos en el MNB, requisito que

tiene como objetivo suavizar el comportamiento de la tasa interbancaria. La base de reserva son los pasivos de madurez inferior a dos años, la cual se calcula utilizando la fórmula (base de reserva \times *reserve ratio* (5%)). Por su parte, el mecanismo para promediar consiste en que los requisitos de reserva deben cumplirse, en promedio, durante períodos de un mes. Existen apoyos de liquidez en el evento de un choque grande de liquidez de corto plazo; sin embargo, este instrumento se ha usado muy pocas veces².

Las operaciones de mercado abierto (OMA) se hacen a través de compra o venta directa de papeles del Gobierno en el mercado secundario. Estas operaciones se han usado recientemente sólo durante perturbaciones severas en el mercado (*en noviembre de 2003, por ejemplo, se compraron papeles del Gobierno*).

Por disposición legal, la política cambiaria es definida de común acuerdo entre el MNB y el Gobierno, en donde hay varios tipos de intervención en el mercado cambiario: por una parte, la intervención pasiva (en el margen) en el mercado cambiario, mediante un *standing facility*; en cuanto al piso (techo) de la banda, el MNB está obligado a comprar (vender) moneda extranjera en montos ilimitados para prevenir un fortalecimiento (debilitamiento) adicional de la tasa de cambio. También hay intervención activa (intramarginal), por iniciativa propia

² Por ejemplo, en noviembre de 2001. También se le denomina *1-week variable rate deposit quick-tender*.

del MNB, la cual ocurre al interior de la banda, solamente en «circunstancias extremas». Por último, también hay intervención pública en la forma de declaraciones del MNB para influir en las expectativas del mercado y, en consecuencia, en la tasa.

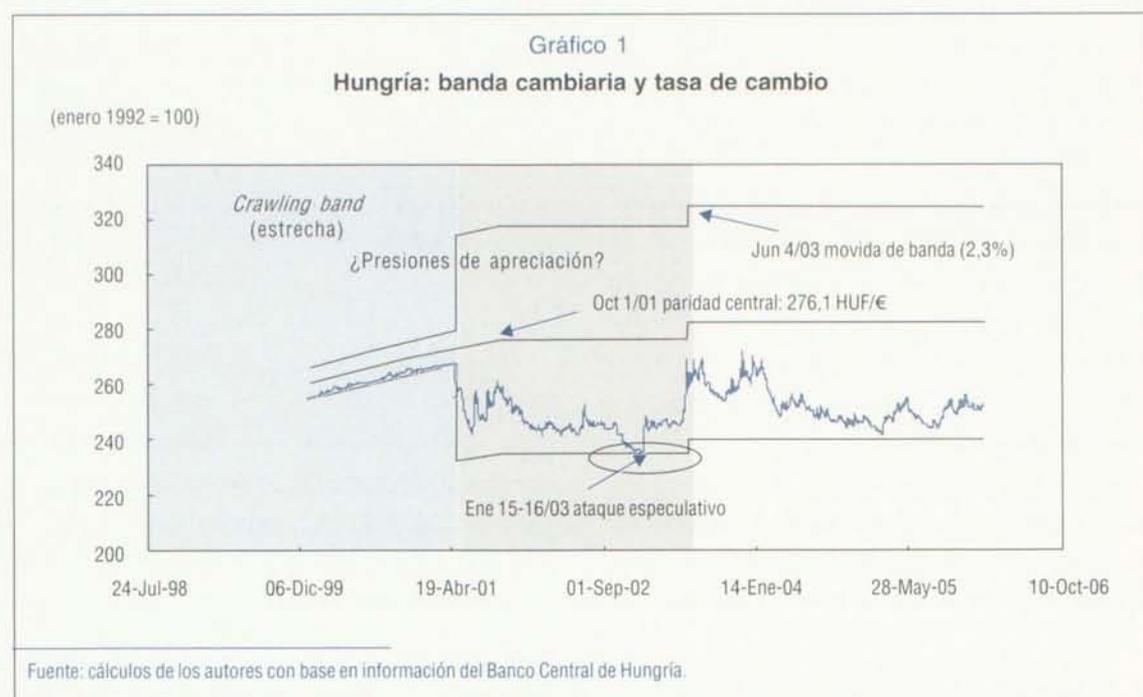
C. Defensa de la banda cambiaria, 2002-2003

Un episodio que ilustra el muy particular régimen de política monetaria y cambiaria de Hungría es el ocurrido entre 2002-2003 y que se analizará a continuación.

Durante 2002 ocurrieron dos eventos locales y uno externo que afectaron a la economía húngara: por un lado, un choque fiscal, que se manifestó en un aumen-

to permanente del gasto público de 4% del PIB. Como consecuencia de este choque también se incrementó el desequilibrio fiscal, previsto en las proyecciones de mediano plazo. El segundo choque fue un ajuste excesivo de salarios hacia arriba; al tiempo que todo esto ocurría, en el frente externo, a nivel europeo, se aprobaba el Referendo irlandés (octubre de 2002), en favor de la ampliación de la Unión Europea. Estos dos eventos contribuyeron a que aumentara la demanda por papeles de largo plazo del Gobierno húngaro (en adelante, *convergence trades*) (Gráfico 1).

En respuesta a estos eventos, el MNB, para contener la apreciación y además no incumplir la meta de inflación, decidió aumentar la meta de inflación de 2003 (de 3,5% a 4,5%) y bajar la tasa de



interés dos veces (50 puntos básicos (pb) en noviembre y 50 pb en diciembre)

Sumado a lo anterior, se generaron fuertes presiones para el abandono del esquema de inflación objetivo y una mayor baja de las tasas de interés. El MNB, sin embargo, no cambió de política, puesto que tenía como objetivo conservar la credibilidad en la meta. El año 2002 cerró con una apreciación de 3% en el cuarto trimestre; no obstante, el MNB y el Gobierno ratificaron su compromiso con la banda cambiaria.

A principios de enero de 2003 la tasa de cambio se encontraba muy cerca del piso de la banda, y entre diciembre y enero de 2003 el acervo de papeles del Gobierno

se mantuvo estable (HUF\$1.800 billones (b)); con todo, no se anticipaba algún indicio de especulación (Gráfico 2).

El ataque especulativo al piso de la banda se inició el miércoles 15 de enero de 2003, cuando ocho grandes bancos extranjeros (a través de sus sucursales en Hungría) compraron activos en florines por un valor de €908 millones. La respuesta del MNB fue efectuar una reunión extraordinaria y en ella decidió bajar las tasas de interés en 100 pb.

Los mercados financieros se sorprendieron y comenzaron a apostarle al abandono de la banda cambiaria, medida adoptada que parecía contradictoria, dado que hacía dos días en una reunión



oficial la decisión había sido dejar las tasas constantes. Ese día se registraron movimientos poco usuales en el mercado *alter bours* de la tasa de cambio, que terminó cerrando por debajo de la banda.

Al día siguiente (el jueves 16 de enero), los bancos extranjeros salieron a comprar masivamente florines, por un monto de €4,4 b, para forzar el abandono definitivo de la banda cambiaria. La respuesta del MNB fue ratificar la defensa del piso y bajar la tasa de interés en otros 100 pb a 3,5%. También se establecieron restricciones al monto de depósitos de dos semanas (HUF\$100 b y se amplió el corredor de tasa a la vista de +/-1% a +/-3% (Gráfico 3).

En esta ocasión, los mercados interpretaron que habría suspensión de la esterilización por parte del banco central, pero esto no era cierto porque, en realidad, dada la disponibilidad de los depósitos a la vista el MNB podía absorber el exceso de liquidez con depósitos a la vista (de bancos locales), que reemplazaron los depósitos de dos semanas. Cabe anotar que las tasas de interés de corto plazo cayeron 5 puntos porcentuales (pp) (Gráfico 4).

En el análisis *ex post* realizado por el banco central de este episodio especulativo, se concluyó que dicha especulación pudo haber sido causada por una combinación de varios factores: por un lado, la incompatibilidad entre la existencia de un

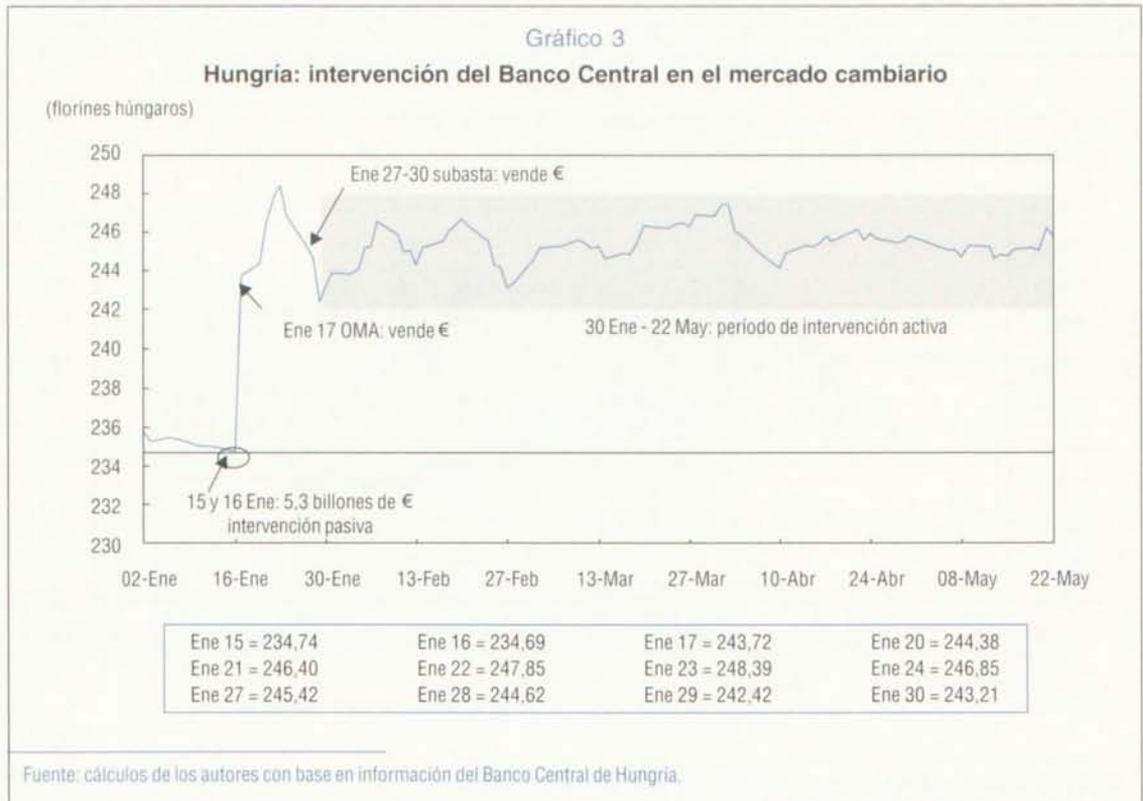
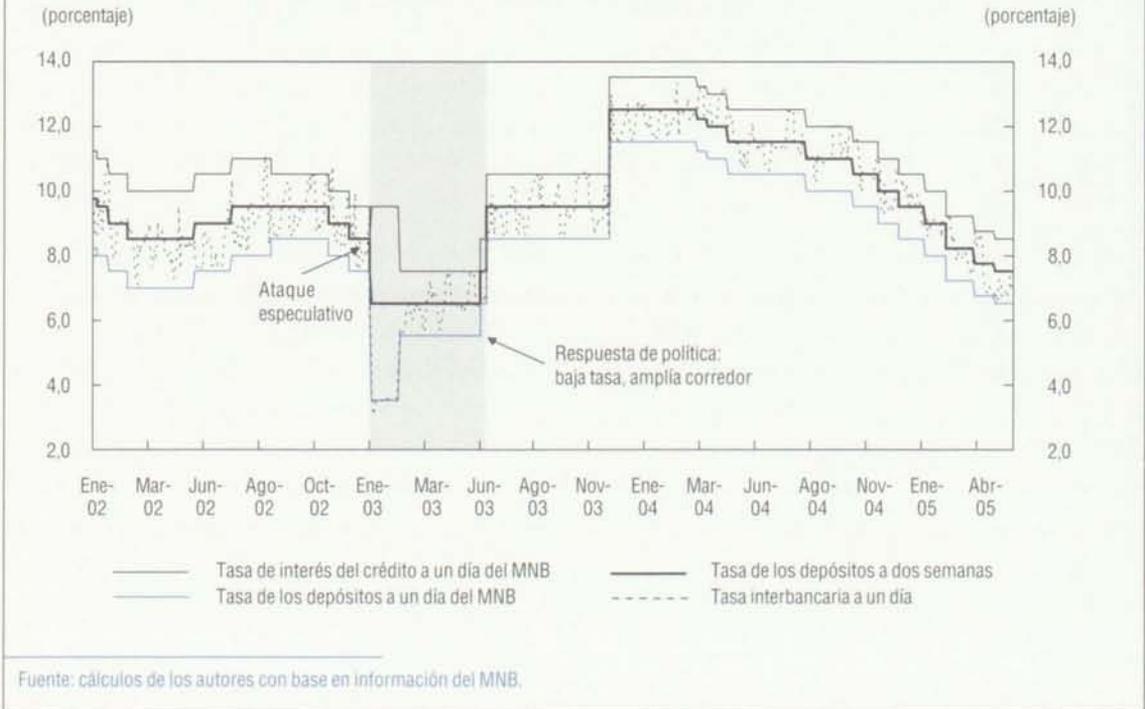


Gráfico 4
 Hungría: manejo de las tasas de interés



régimen de inflación objetivo y una banda cambiaria. Como consecuencia de este dilema de política, el mercado esperaba una inflación mayor (5%) en lugar del 4,5%, que era la meta, pues para poder cumplir con esta el MNB debía dejar revaluar. Así mismo, las expectativas de euroización pudieron haber desempeñado un papel clave, dado que Hungría debía adoptar los criterios fijados para entrar a la Unión Europea en 2004 (denominados ERM II), lo que implicaba una reducción de la tasa de cambio que se había definido como centro de la banda (mas no su amplitud); adicionalmente, había expectativas de apreciación de largo plazo en la región, por el mismo proceso de integración.

Sin embargo, también de acuerdo con el MNB, el mercado parecía no haber tenido en cuenta tres aspectos claves que orientaban la política monetaria y cambiaria: 1) la ley del MNB, que determinaba la política cambiaria fijada por el MNB y el Gobierno, lo cual se encontraba en contravía con la apreciación; 2) basaron sus análisis en un modelo de economía cerrada, para una economía pequeña y abierta, pues en este tipo de economía las bajas tasas de interés pueden llegar a ser compatibles con la desinflación (debido a la apreciación) y, 3) las reservas internacionales se encontraban en niveles relativamente bajos con respecto a los estándares internacionales.

Después del ataque vino una etapa de intervención activa por parte del banco central en el mercado cambiario: durante estos dos días se acumularon €5,3 b (7% del PIB en 2003). ¿Hubo presiones inflacionarias?: no directamente, porque a pesar de la restricción a los depósitos de dos semanas, el exceso de liquidez fue casi totalmente absorbido por los depósitos a la vista (Gráfico 5).

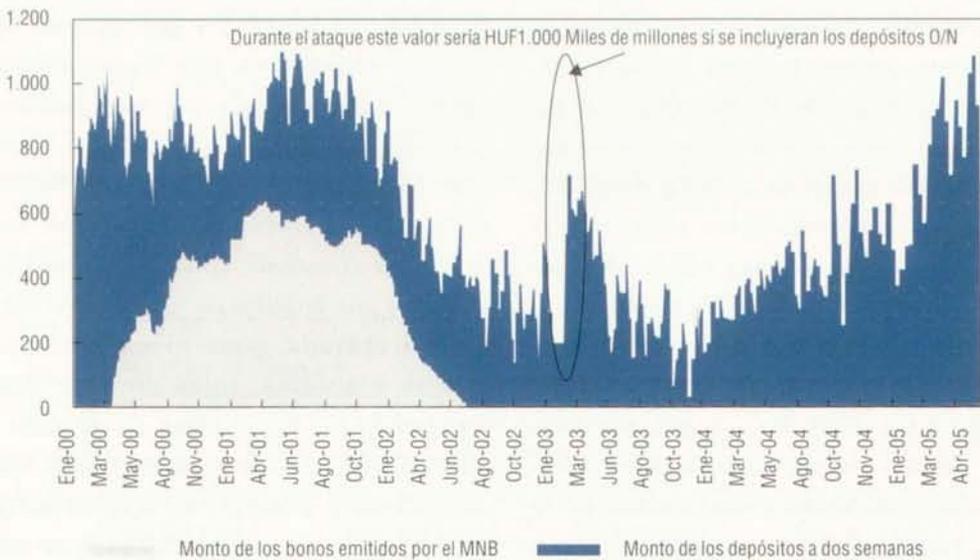
La reducción de tasas fue de muy corto plazo y no fue persistente, lo cual ayudó a que no se generara una expansión del crédito y la demanda con efectos sobre precios. La corrección de tasas se dio el 24 de febrero, cuando se restableció la amplitud del corredor a +/-1%.

En la práctica, esto fue equivalente a una subida de tasas de interés; sin embargo, surgió un problema adicional: se generó un gran volumen de activos de corto plazo en florines con relación al tamaño del mercado, con lo que una salida de capital especulativo pudo depreciar excesivamente la moneda y, de esta manera, generar salida de capital no especulativo.

La estrategia del MNB, al menos teóricamente, era la de mantener el régimen de inflación objetivo, pero sin afectar la estabilidad financiera de Hungría; en la práctica, enfrentaba un gran dilema de política: ¿cómo desacumular reservas, restablecer las tasas de interés y hacer

Gráfico 5
Hungría: esterilización

(Miles de millones de florines húngaros)



Fuente: cálculos de los autores con base en información del MNB.

que saliera el capital especulativo sin dar señales de precios con las intervenciones?

En los días posteriores al ataque reinó mucha incertidumbre: el 17 de enero el MNB realizó OMAS de venta, con lo que el mercado se estabilizó en presencia del MNB, pero se reforzó la percepción de que habría más apreciación; entonces el MNB no intervino por cinco días. Ya entre enero 27 y 30 de 2003 la actuación del banco central se movió hacia un esquema de subastas, que por su diseño fue interpretado por el mercado como una preferencia del banco central por la apreciación. El MNB tuvo entonces que abandonar este esquema; posteriormente, entre enero 30 y mayo 22 se convergió más bien a un esquema de intervención activa, pero silenciosa.

La estrategia del MNB, al menos teóricamente, era la de mantener el régimen de inflación objetivo, pero sin afectar la estabilidad financiera de Hungría; en la práctica, enfrentaba un gran dilema de política: ¿cómo desacumular reservas, restablecer las tasas de interés y hacer que saliera el capital especulativo sin dar señales de precios con las intervenciones?

Durante este período de intervención silenciosa el MNB actuó como uno más de los participantes en el mercado de divisas: vendía euros a la tasa de mercado bajo un sistema de *effective limit*. De acuerdo con el MNB, las consideraciones de la intervención silenciosa eran mantener unos precios de mercado balanceados y una liquidez del mercado «satisfactoria». Mediante este mecanismo, hasta el 24 de febrero, el MNB vendió la mitad de las reservas acumuladas y estimó que dos terceras partes del capital especulativo habían salido. El banco creyó

que para el 23 de mayo ya se había dado la salida del total del capital especulativo (Cuadro 2).

En febrero de 2003 las proyecciones de inflación para final de dicho año estaban

Cuadro 2
Hungría: posiciones tomadas en florines húngaros *Largas* por residentes, no residentes y el MNB durante y desde el ataque especulativo

	Billones de florines húngaros			Millones de euros		
	Residentes	No residentes	Intervención	Residentes	No residentes	Intervención
Durante el ataque especulativo	19	1.220	1.239	81	5.198	5.279
Desde el final del ataque especulativo	227	(1.164)	(937)	924	(4.735)	(3.811)
Total posiciones tomadas	246	56	302	1.001	226	1.469

Fuente: Barabás (2003) «Coping with the speculative attack against the forint's band».

por encima de la meta, en parte, debido al comportamiento de los precios del petróleo y de los precios de los productos regulados. En estas circunstancias, el MNB decidió enfocarse en la inflación de 2004: bajo estas condiciones la banda implicaba un límite al poder restrictivo de la política monetaria, pero el MNB comunicó que no iba a moverse hacia una política monetaria restrictiva, a pesar de que las proyecciones de inflación estuvieran por encima de la meta de 2004.

II. CHILE

A. Aspectos generales

Chile es una de las economías más dinámicas de América Latina y con frecuencia ha sido considerada un ejemplo de manejo macroeconómico desde la emergencia de la crisis de la deuda en el continente; este manejo, sin embargo, ha pasado por varias etapas, en las cuales las autoridades de ese país han obtenido lecciones que les ha permitido afinar la cada vez más e ir introduciendo las reformas estructurales necesarias para lograr un ajuste más flexible de sus mercados a los acontecimientos externos.

La experiencia del manejo macroeconómico en este país austral en el período previo a la crisis asiática constituye una etapa de su historia que bien vale la pena

analizar. Desde mediados de 1980 a 1999 la estrategia de crecimiento chileno se orientó a la expansión del sector exportador (Gráfico 6), por lo cual las autoridades monetarias se esforzaron por controlar la tasa de cambio. Esta política cambiaria estuvo acompañada por un mejor manejo en las finanzas públicas, cuya regla era un superávit fiscal de 1% del PIB³.

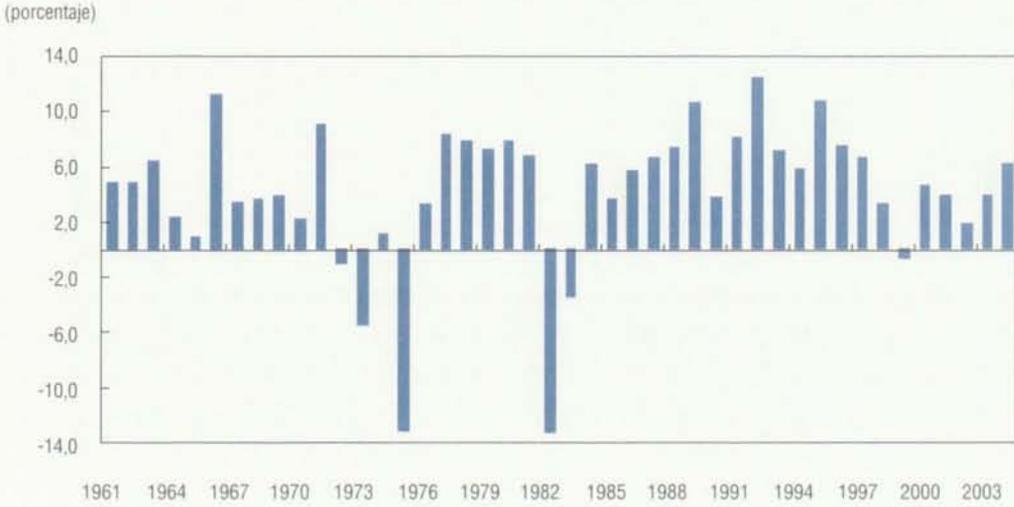
En ese período las tasas de desempleo eran relativamente bajas (en niveles cercanos al 7%) y el grado de apertura se acrecentaba con las reformas económicas y su estrategia comercial; además, se observó un importante aumento en las reservas internacionales que sólo desde finales de los noventa se ha venido moderando (Gráfico 7).

Adicional a la estrategia cambiaria, un objetivo del Banco Central de Chile (BCCCh), era la reducción a un dígito de la inflación, por lo cual la autoridad monetaria mantuvo altas sus tasas de interés. En este sentido, el fuerte crecimiento económico y las mayores tasas de interés atrajeron importantes flujos de capitales externos, presentando una importante presión en su régimen de tipo de cambio; sin embargo, a pesar de la gran afluencia de capitales y los mecanismos utilizados para evitar los efectos de estos sobre la tasa de cambio, la autoridad monetaria no dejó de lado su meta de reducir la inflación (Gráfico 8).

³ Según Massad (2001), durante este período el banco central operó de manera simultánea con metas para el déficit en cuenta corriente.

Gráfico 6

Chile: crecimiento anual del PIB



Chile: balance fiscal



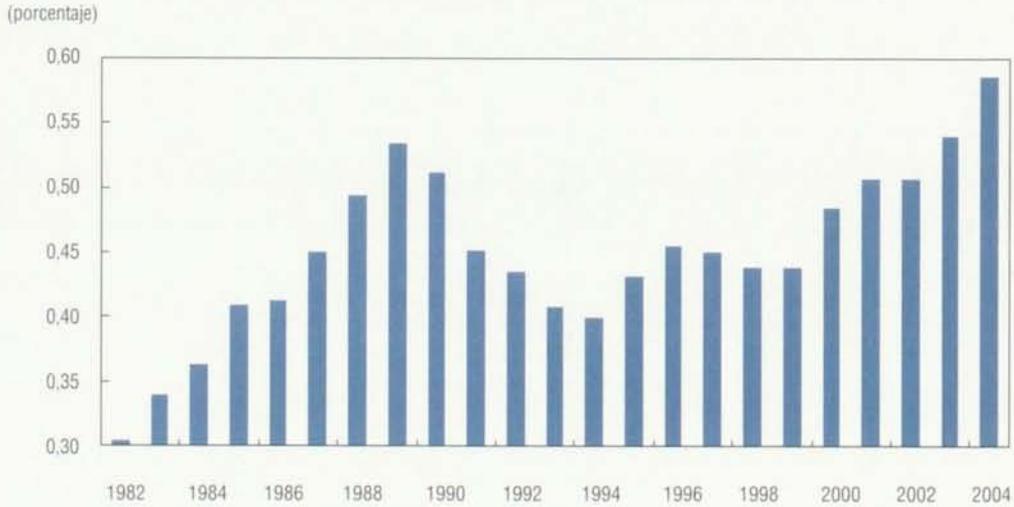
Fuente: Banco Central de Chile.

En síntesis, como se verá detalladamente, durante este período la autoridad monetaria tenía dos objetivos claros: mantener la rentabilidad de las exportaciones mediante el control de la tasa de

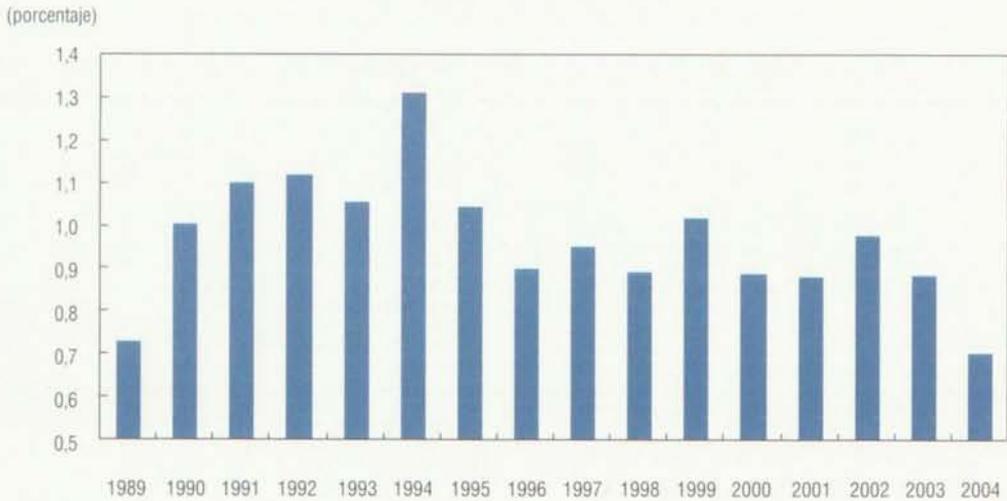
cambio y garantizar la reducción de la inflación a un dígito; en la búsqueda de estos objetivos mantuvo altas las tasas de interés generando un diferencial de rentabilidad que hacía que la inversión en

Gráfico 7

Chile: grado de apertura (exportaciones + importaciones / PIB)



Chile: reservas / importaciones



Fuente: Banco Central de Chile.

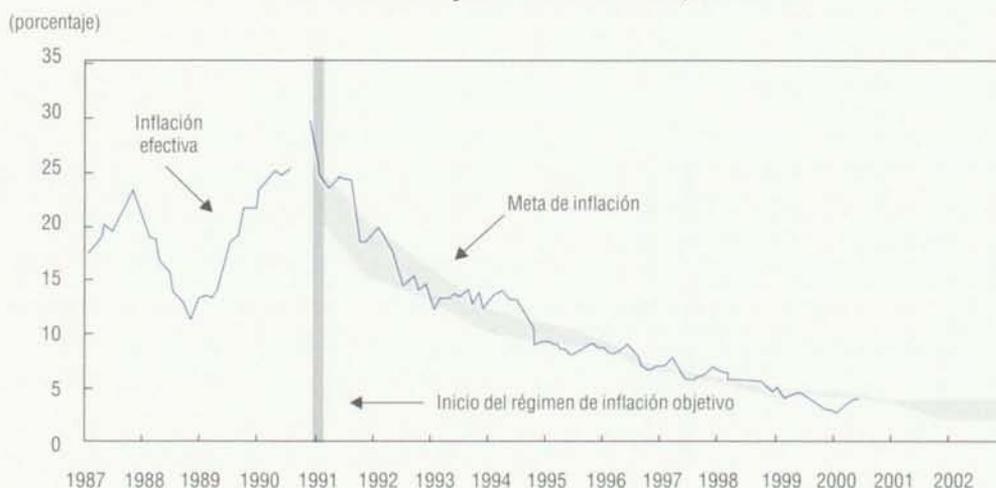
pesos chilenos fuera atractiva; sin embargo, dadas las implicaciones cambiarias de esta estrategia las autoridades complementaron las medidas de política imponiendo controles a los flujos de capital.

B. Política monetaria y cambiaria

A partir de 1990 el BCCh pasó a ser legalmente autónomo del Gobierno con el objetivo explícito de velar por la estabilidad

Gráfico 8

Chile: inflación y metas de inflación, 1987-2002



Fuente: Banco Central de Chile.

de precios y el normal funcionamiento del sistema de pagos. El objetivo antiinflacionario debía ser alcanzado armónicamente con la estabilidad del crecimiento del producto, así como el mantenimiento de un tipo de cambio real de equilibrio a mediano y largo plazos.

Desde ese período el objetivo antiinflacionario pasó *gradualmente a ser el objetivo líder de la política monetaria*; sin embargo, sólo desde 1999 Chile ha manejado el esquema de inflación objetivo y propendido por la independencia de la política monetaria.

La administración de la política monetaria y cambiaria se puede resumir en los siguientes episodios:

- Hasta 1990 el objetivo era mantener la competitividad de la tasa de cambio

(estrategia exportadora), es decir, una política de tipo de cambio real alto.

- Entre 1990 y 1999 el objetivo fue reducir la volatilidad del tipo de cambio y mantener la tasa de cambio real alineada con sus fundamentales, esto es, un objetivo de tipo de cambio real: de equilibrio de mediano y largo plazos.

Después de 1999, cuando se adoptó el régimen de flotación cambiaria, las autoridades admitieron mayor volatilidad del tipo de cambio, al tiempo que impulsaron el desarrollo del mercado financiero con el diseño de diferentes instrumentos de cobertura, entre otros mecanismos, los cuales buscan reducir la exposición cambiaria de los agentes de la economía.

1. Política monetaria

Entre 1980 y hasta mayo de 1995 el banco central afectaba las tasas de interés del mercado emitiendo títulos a noventa días, denominados en unidad de fomento (UF), la cual estaba indexada al índice de precios al consumidor (IPC) con un mes de rezago. En este contexto la política monetaria operaba en un escenario de alta indexación, que además involucraba salarios, instrumentos financieros y precios.

La tasa de interés real era la herramienta de la política monetaria: las autoridades determinaban la tasa buscando un nivel compatible con la meta de inflación, en donde el ancla nominal era la meta de inflación, y el principal instrumento de política, la tasa de interés real.

El esquema también se caracterizaba por la existencia de una serie de mecanismos para administrar la liquidez, tales como los pagarés descontables a treinta días, ofrecidos por ventanilla una vez por semana a una tasa de interés en UF, más expectativas de inflación del banco central para el mes en curso. Había, también, pagarés reajustables con cupones a 8, 10, 12, 14 y 20 años. Estos últimos se subastaban dos veces por semana (el monto por subastar era fijo), y el mercado determinaba las tasas de interés de largo plazo.

Así mismo, existía una línea de crédito de liquidez (o de redescuento): crédito automático por un día y operaciones repos que consistían en compras por

parte del banco central de sus propios pagarés, con pacto de retroventa a corto plazo.

También se buscaba mantener el diferencial entre la tasa de interés interna frente a la externa con el fin de evitar presiones indeseadas a la salida de capitales; así mismo, para desincentivar la entrada de capitales se impuso el encaje obligatorio.

A partir de mayo de 1995 el BCCh modificó el esquema de operatividad de la política monetaria y dejó de fijar directamente la tasa de interés de sus pagarés reajustables a noventa días y de ofrecerlos por ventanilla abierta, concentrándose en el uso de tasas de interés a un día; igualmente, continuó utilizando sus instrumentos para proveer liquidez a corto plazo.

Con este nuevo esquema también se crearon nuevos mecanismos para recoger la liquidez, tales como la línea de depósito de liquidez: depósitos a un día a una tasa de interés fija; las subastas de repos en reversa (subastas de pagarés a plazos cortos, p. e. siete días). Al fijar la tasa de interés de estos dos mecanismos, el BCCh determina una zona para la fluctuación de la tasa interbancaria.

2. Política cambiaria entre 1982 y 1998

Previo a la crisis de 1982 la tasa de cambio en Chile venía experimentando una aguda apreciación, ocasionada por importantes entradas de capital. Con el

propósito de mantener la competitividad en septiembre de 1982 se introdujo un esquema cambiario de *crawling peg* en reemplazo de un régimen de tasa de cambio fija. La paridad central se fijó en términos del dólar; sin embargo, sólo en agosto de 1984 se introdujo una banda cambiaria cuya amplitud era de (+/-) 0,5%.

La paridad central se ajustaba continuamente con depreciaciones diarias preanunciadas para el mes siguiente y estaba determinada por el diferencial de inflación interna y externa.

El *crawling peg* se diseñó a partir de suponer que se cumple la paridad del poder de compra (PPC). Con esa base, la banda cambiaria se definió alrededor de un objetivo implícito para la tasa de cambio real, denominada tasa de cambio de paridad central (CPEP), definido por el diferencial de inflación interna y externa.

Inicialmente el diferencial de inflación era calculado como:

$$(1) \quad CER_n = TCN_n^*(\pi^e / \pi)_n$$

Donde TCN es la tasa de cambio nominal, π^e es la inflación externa estimada, y π la inflación interna observada; sin embargo, este cálculo contribuía a mantener la inercia inflacionaria, presente en la indexación de los salarios. Sólo en 1998 la inflación observada fue reemplazada por la meta, dada la mayor confianza en la autoridad monetaria. En 1992 el CPEP se calculó como ponderación de una canasta de monedas (dólar

45%, marco alemán 30% y yen 25%), cuyo propósito era estabilizar la tasa de cambio real (RER) de forma que recogiera las fluctuaciones del dólar frente a otras monedas y así desestimular los capitales especulativos. En 1997 se aumentó la ponderación del dólar.

3. Defensa del esquema de tipo de cambio real hasta 1998

Desde 1990 la afluencia de capitales hacia las economías emergentes, sumada a las mayores tasas de interés internas de Chile, hacía a esta economía especialmente atractiva para la inversión.

Ante la amenaza de que la tasa de cambio se situara por debajo del piso, el BCCh reaccionó con una combinación de medidas, entre las cuales se destacaron las modificaciones a la paridad central, los controles de capital, la intervención cambiaria con esterilización, la política fiscal contracíclica y la mayor importancia otorgada por el BCCh a la política antiinflacionaria, modificando su estrategia de tasa de cambio real hacia una índice de tasa de cambio real (ITCR) de equilibrio, de mediano y largo plazos.

a. Modificaciones a la paridad central

Entre 1992 y 1994 las entradas de capital mantuvieron la tasa de cambio nominal en el piso de la banda, lo cual condujo a realineamientos de la misma por parte del BCCh (Cuadro 3 y Gráfico 9). Si bien con la crisis mexicana la tasa de cambio nominal se acercó al centro de la

Cuadro 3

Chile			
Ajustes a la paridad central, realineaciones		Ajustes al ancho de la banda	
Fecha	(porcentaje)	Año	(porcentaje)
1984	24,0	1982	0,5
Feb-85	9,0	1985	2,0
Ene-85	5,0	1989	3,0
1991	(2,0)	1990	5,0
1992	(5,0)	1992	10,0
1994	(10,0)		0,0
1997	(5,0)		0,0

Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 9

Chile: tasa de cambio nominal y banda, 1990-2005



Fuente: tomado de Jorge de Gregorio y Andrea Tokman (2004).

banda a finales de 1994, en 1995 la tasa de cambio nominal retomó su tendencia revaluacionista. El BCCh redefinió la

medición de la tasa de paridad como reconocimiento a un choque favorable de productividad para mantener la tasa

de cambio real alineada con su nivel de equilibrio. Como se puede observar, las presiones llevaron al BCCh a realizar diferentes modificaciones de la banda cambiaria, tanto del ajuste de paridad como del ancho de la banda.

b. Control de capitales

Una de las restricciones más importantes fue la creación del depósito no remunerado al endeudamiento externo y a algunas inversiones de portafolio, denominada como principal restricción implementada (URR, por la sigla en inglés de *unremunerated reserve requirement*). Esta restricción fue de 20% en 1991 y se elevó a 30% en 1992; así permaneció hasta 1998, cuando se fijó en cero. Con el tiempo, también impusieron restricciones de permanencia a los capitales de inversión extranjera directa (IED), y de montos a los *American Depository Receipts* (ADR) y a la emisión de bonos del sector privado en el exterior.

Resulta interesante mostrar algunos de los comentarios y apreciaciones de reconocidos analistas sobre el control de capitales: según De Gregorio, Edwards y Valdés (2000), la URR no afectó la cantidad de entrada de capitales, sino la composición; en este sentido, se presentó una caída en los flujos de corto plazo y un aumento en los de largo plazo. De igual manera, Le Fort (2005) afirma que la banda cambiaria y las regulaciones en la cuenta de capitales tuvieron una efectividad limitada en la estabilización de la tasa de cambio real. Las restricciones a los capitales externos URR, y especialmente la

intervención cambiaria, presentaron efectos temporales sobre la trayectoria de la tasa de cambio real; en este sentido, estas políticas no evitaron el ajuste de dicha tasa sino que lo suavizaron.

c. Intervención del Banco Central de Chile con esterilización

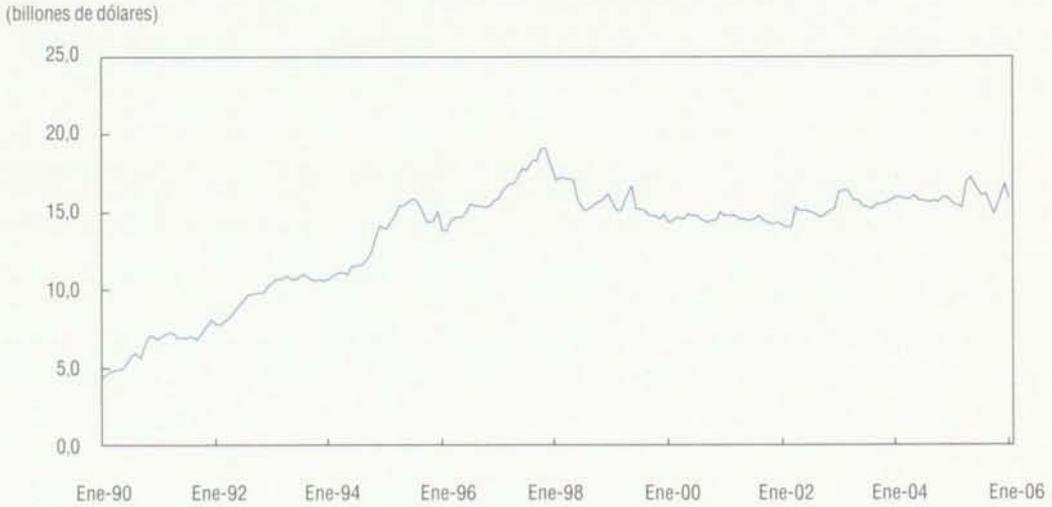
Además de los controles a los capitales externos, la autoridad monetaria acumuló una importante cantidad de reservas internacionales para evitar una mayor apreciación. Las reservas internacionales se triplicaron entre 1990 y diciembre de 1997 (Gráfico 10). Esta acumulación fue esterilizada, lo cual generó altos costos a la autoridad monetaria; sin embargo, se pudo garantizar un control sobre los agregados y la inflación. El crecimiento promedio anual de la base monetaria durante 1990-1997 fue de 22,3% y la tasa de interés estuvo alrededor de 14,4% (en términos reales). La inflación llegó a niveles de 5% en 1997.

A pesar de los controles de capital y de la intervención del BCCh, la tasa de cambio real presentó una apreciación de 5%, en promedio, para cada año durante 1990 a 1997 (32% en el acumulado), lo cual muestra que finalmente la intervención bancaria no fue finalmente efectiva (Gráfico 11).

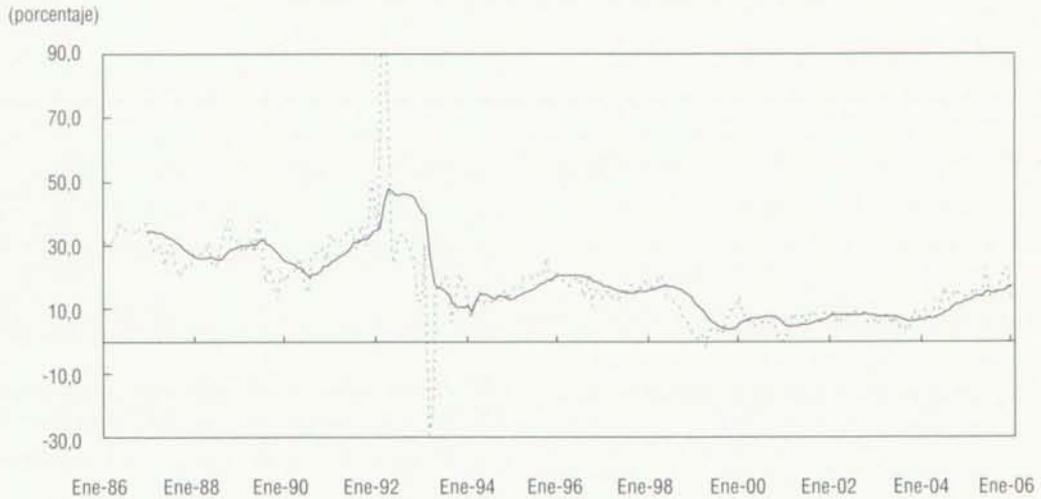
d. Política fiscal contracíclica

A pesar de lo anterior, la política que realmente resultó ser una herramienta significativa para moderar los efectos de los flujos de capital en la apreciación

Gráfico 10
Chile: reservas internacionales



Chile: crecimiento anual de la base monetaria



Fuente: Banco Central de Chile.

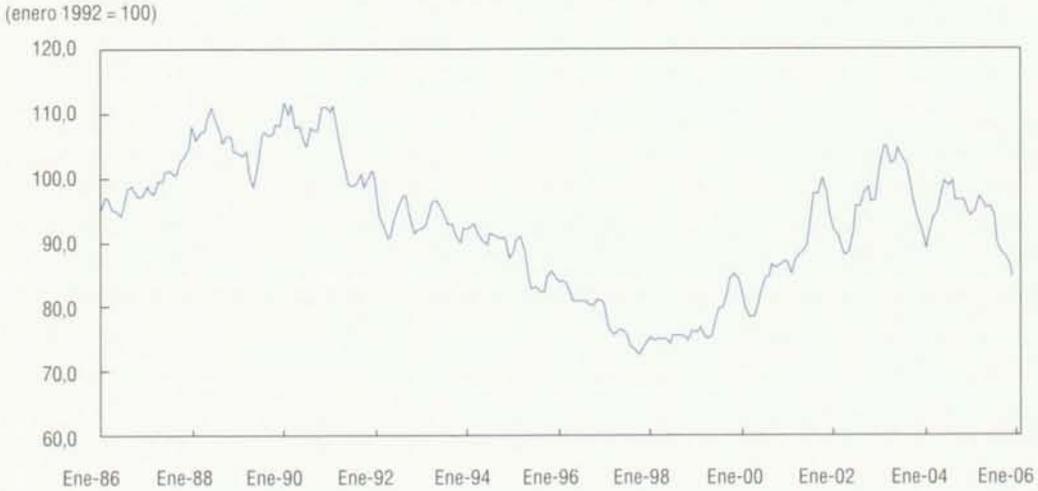
de la tasa de cambio real durante ese período fue la política fiscal contraccíclica: la política cambiaria estuvo acompañada por una regla de superávit fiscal de 1% (gráficos 12 y 13).

4. *Qué pasó con la inflación durante la defensa del tipo de cambio real?*

A pesar de las firmes intenciones de la autoridad monetaria por evitar la apreciación del tipo de cambio real, esta no

Gráfico 11

Chile: índice de la tasa de cambio real



Fuente: Banco Central de Chile.

dejó de lado su objetivo de controlar la inflación. Durante este fuerte período de apreciación el BCCh incrementó en varias ocasiones su tasa de interés de política al percibir fuertes presiones inflacionarias, las cuales provenían, especialmente, desde el sector no transable de la economía. No obstante, a pesar de la agresiva política monetaria, en 1993 y 1995 el BCCh no cumplió plenamente la meta de inflación, y en este último año anunció el uso de la tasa *overnight* como instrumento de política monetaria para evitar los continuos ataques especulativos a la tasa de interés (Gráfico 14).

5. Política cambiaria después de 1998

La flotación cambiaria se adoptó luego de 1998, cuando el peso chileno comenzó a

sufrir una presión a la devaluación, la cual fue resultado de la llegada de la crisis asiática, la crisis de Rusia y la caída en los términos de intercambio.

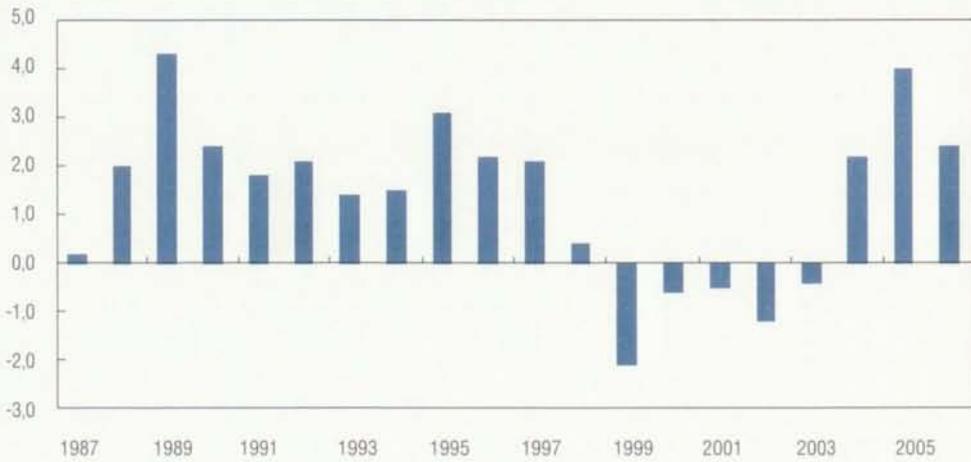
a. Medidas adoptadas durante la presión cambiaria en 1998

La fuerte devaluación observada en aquel momento impulsó una serie de medidas acogidas por la autoridad monetaria: en junio de 1998 la URR se redujo a 10%, hasta llegar a cero en 1999; el BCCh intervino emitiendo bonos a tres años, pagaderos en pesos pero denominados en dólares; se realizaron diversos ajustes al ancho de la banda⁴, y la banda cambiaria se estableció en función sólo de la meta de inflación, eliminando el descuento por inflación externa.

⁴ Por el afán de controlar la devaluación de la moneda en ese período, la autoridad monetaria anunció una reducción en la banda cambiaria de (+/-) 12,5% a +2%/-3,5% de la meta; sin embargo, luego de varios meses de intentar defender la banda cambiaria el BCCh en septiembre de 1998 anunció un aumento de (+/-) 7% de la banda, acompañado por un plan de ensanchamiento gradual. En diciembre de 1998 la banda se amplió a (+/-) 10%, y luego a (+/-) 16%.

Gráfico 12
Chile: balance fiscal

(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

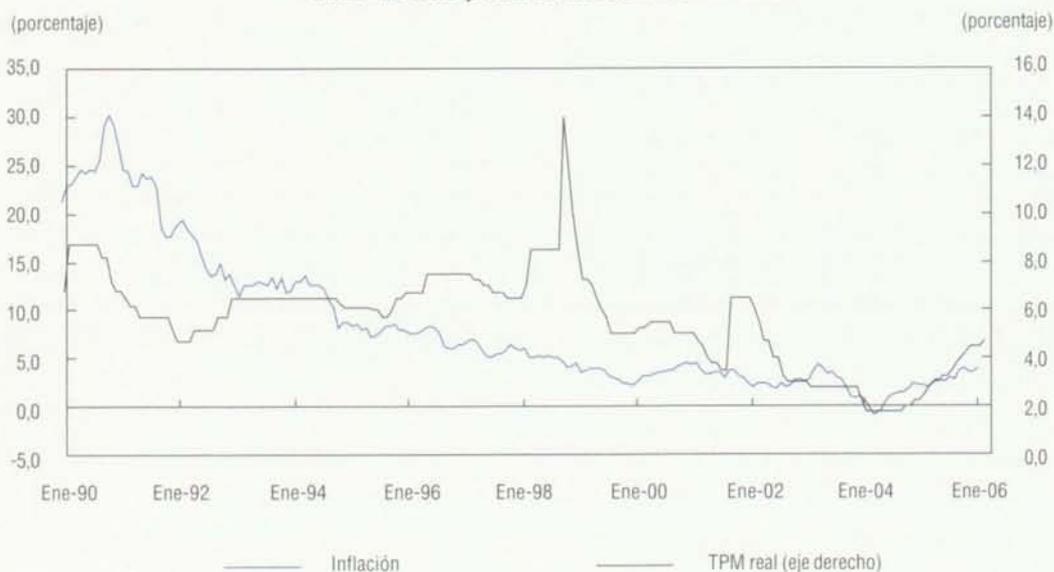
Gráfico 13
Inflación de transables y de no transables

(variación anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 14
Chile: tasa de política monetaria e inflación



Fuente: Banco Central de Chile.

Adicionalmente, el BCCh realizó una importante intervención que no fue esterilizada, provocando un aumento en la tasa de interés a su nivel más alto (17,61%, en términos reales). Finalmente, en septiembre de 1999⁵, cuando la turbulencia internacional estaba calmada, el BCCh anunció la eliminación de la banda, aunque el costo de mantenerla fue muy alto.

La eliminación de la banda era un reconocimiento de que el control de la inflación no se lograría con dos anclas nominales (tasa de cambio y meta de inflación), pues la coexistencia de las dos le restaba credibilidad a la meta de inflación.

Con la liberación de la banda el BCCh anunció la posibilidad de intervenir en el mercado sólo en circunstancias excepcionales, con completa información hacia el público sobre el por qué de la intervención y el monto de la misma. Desde este período el BCCh sólo ha intervenido en dos ocasiones: en 2001 (US\$803 m en el *spot* y emitió US\$3.040 m en pagarés) y en 2002 (emitió deuda por US\$1.500 m).

Según De Gregorio (2001, p. 3):

La razón fundamental para realizar, excepcionalmente, intervenciones es que los mercados puedan sobre-reaccionar, llevando el tipo de cambio a valores

⁵ Adicionalmente, en agosto de 2001 el BCCh reemplazó el uso de la tasa de interés real como instrumento de política por una tasa nominal.

muy alejados de su equilibrio de mediano plazo. De ser así, es posible que estos cambios se traduzcan en aumentos innecesarios de la inflación y en malas señales macroeconómicas. Depreciaciones excesivas podrían tener efectos contractivos sobre la actividad económica[...] En un régimen de flotación, el Banco Central no puede tratar de fijar un precio para el dólar. Sería un error intentar hacerlo. Este es el mayor riesgo de las intervenciones, ya que en vez de inducir mayor estabilidad pueden incentivar la especulación.

Y De Gregorio y Tokman (2004, p. 15), «cuando la autoridad monetaria decide intervenir con mucha frecuencia llegando a volverse “adicta a la intervención”, esta se hace muy costosa. Las intervenciones deben ser eventos esporádicos y ocurrir en circunstancias extremas».

Es importante anotar que el buen desarrollo del mercado de cobertura ocurrido en los últimos años en Chile ha sido

uno los factores clave para el soporte de la actual presión a la apreciación, además del excelente comportamiento del sector público, con un superávit fiscal por encima del 3% del PIB en 2005.

b. Manejo de las reservas internacionales con la liberalización cambiaria

El BCCh ha adoptado medidas para reducir el nivel de sus reservas internacionales y su descalce de monedas, procurando no afectar el funcionamiento del mercado de divisas. Esta estrategia ha estado condicionada a la composición del balance del Banco Central, que puede caracterizarse como aparece en el Cuadro 4.

La estrategia actual de manejo de las reservas internacionales se caracteriza por la sustitución de pagarés reajustables en dólares por pagarés con vencimiento durante el año, por títulos pagaderos en dólares, cuyo rescate se efectúa con cargo a las reservas internacionales (RIN). El

Cuadro 4
Chile: balance del Banco Central

Activo	Pasivo
Reservas internacionales (dólares)	Títulos de deuda interna Emitidos por el BC (indexados a UF) Emitidos por el BC en pesos pero indexados a la tasa de cambio
Pagarés del Gobierno (dólares)	Base monetaria Otros pasivos

Fuente: Banco Central de Chile.

Gobierno ha utilizado el superávit fiscal para prepagar la deuda al BCCh, quien, a su vez, inyecta liquidez a la economía con estos recursos, recogiendo sus pagarés. Existe un acuerdo entre el BCCh y el Gobierno por el cual el servicio y el prepago de los pagarés en dólares en favor del BCCh es realizado en pesos (permite reducir el descalce de monedas sin afectar el nivel de las RIN).

El prepago de pagarés fiscales ha financiado el rescate de la deuda neta en moneda local por parte del Banco Central; finalmente, el crecimiento de las reservas internacionales se explica por los depósitos de corto plazo por parte del sistema financiero en el Banco Central, los cuales son usados como garantía de los préstamos externos (Cuadro 5).

III. CHINA

¿Qué hace que en China el régimen de tipo de cambio fijo funcione?

Definitivamente, una explicación es el tamaño. China es una economía grande, con un mercado interno activo y creciente y con niveles de reservas muy importantes (sólo Japón lo supera), ello hace que ataques especulativos a gran escala no sean posibles (con cerca de US\$800 b en reservas a 2005 el banco central de este país tiene la experiencia del manejo de grandes números, y le sería relativamente fácil defenderse de cualquier ataque). Por su parte, los controles de capital generan estabilidad en el flujo de capitales pero ponen en riesgo la estabilidad financiera.

Así mismo, es determinante el sistema económico/político predominante. Ante un ataque especulativo normalmente los nacionales pueden intentar sacar provecho; sin embargo, en un sistema como el chino sería relativamente fácil controlar estos ataques, además el Gobierno es el dueño de los bancos más grandes y de las empresas productivas estatales (principales generadoras de empleo), lo cual

Cuadro 5
Chile: flujo de caja del Banco Central
(miles de millones de pesos)

	2001	2002	2003	2004	2005
Reservas internacionales	(805)	(175)	(502)	(329)	(718)
Instrumentos de política en moneda nacional	793	309	295	2.892	2.674
Instrumentos de política en moneda extranjera	0	0	(203)	(1.319)	149
Servicio y prepagos de pagarés fiscales (dólares)	239	179	107	(955)	(1.837)
Otras operaciones en moneda nacional	(47)	(224)	414	(54)	(134)
Cambio en la base monetaria	180	89	111	235	134

Fuente: Banco Central de Chile.

impone en la función de pérdida del banco central otros objetivos.

A. Indicadores generales

China es el país más grande del mundo, con más de 1.300 millones de habitantes, un 60% de estos aún habita en zonas rurales, tal como se aprecia en el Cuadro 6.

A pesar de ser una gran población, su tasa de desempleo es notablemente baja, lo cual, en parte, se explica por el régimen económico predominante, en donde siguen primando las características de una economía centralmente planificada, coexistiendo con una pujante economía de mercado en algunas regiones del país.

También llama la atención que en China tanto la inversión como el ahorro representan casi la mitad del PIB. Su cuenta corriente es superavitaria, cuestión que es más bien reciente y explicada por su importante proceso de integración a la economía mundial. Las exportaciones alcanzaron en 2005 los US\$752 mil millones (mm), mientras que las importaciones fueron de US\$631 mm. Sus principales socios

comerciales son, en su orden, Hong Kong, Corea y Alemania (Cuadro 7 y gráficos 15, 16 y 17).

Aunque las exportaciones e importaciones como proporción del PIB no representan magnitudes semejantes a las de otros países asiáticos, han aumentado sustancialmente en los últimos años.

China es una economía grande, con un mercado interno activo y creciente y con niveles de reservas muy importantes (sólo Japón lo supera), ello hace que ataques especulativos a gran escala no sean posibles (con cerca de US\$800 b en reservas a 2005 el banco central de este país tiene la experiencia del manejo de grandes números, y le sería relativamente fácil defenderse de cualquier ataque.). Por su parte, los controles de capital generan estabilidad en el flujo de capitales pero ponen en riesgo la estabilidad financiera.

Como ya se dijo, la cuenta corriente se ha tornado superavitaria desde mediados de los años noventa; al mismo tiempo, se han venido acumulando reservas internacionales, de tal manera que hoy representan unos US\$600 mm. Este es el segundo nivel más alto que posee país alguno, después de Japón.

B. La política monetaria en China

El objetivo de la política monetaria en este país asiático no difiere mucho del de otros países orientales y occidentales, el cual es «mantener la estabilidad del renminbi (RMB) y, por consiguiente, promover el crecimiento económico».

Los instrumentos de política monetaria aplicados por el banco central de China (en adelante PBC, por People's

Cuadro 6
China: algunos indicadores generales

Área	
Total (km ²)	9.596.960
Tierra (km ²)	9.326.410
Agua (km ²)	270.550
Uso de la tierra (2001)	
Tierra arable (%)	15,4
Cosechas permanentes (%)	1,25
Otros (%)	83,35
Población (julio de 2005)	
Población	1.306.313.812
Porcentaje rural	59,47
Porcentaje urbano	40,53
Edad media (años)	
Total	32,26
Hombres	31,87
Mujeres	32,67

Fuente: People's Bank of China (PBC).

Gráfico 15
China: exportaciones e importaciones como porcentaje del PIB



Fuente: People's Bank of China (PBC).

Cuadro 7

China: algunos indicadores económicos

Economía	
PIB-paridad poder de compra	\$8.158 billón (2005 est.)
PIB-tasa de crecimiento real	9,2% (dato oficial) (2005 est.)
PIB-per cápita	PPP - \$6.200 (2005 est.)
PIB-composición por sector	
Agricultura	14,40%
Industria y construcción	53,10%
Servicios	32,5% (2005 est.)
Población bajo la línea de pobreza	10% (2001 est.)
Tasa de desempleo	4,2% para las áreas urbanas en 2004
Tasa de inflación (precios consumidor)	1,9% (2005 est.)
Inversión bruta	43,6% del PIB (2005 est.)
Deuda pública	28,8% del PIB (2005 est.)
Cuenta corriente balanza	\$129,1 miles de millones (2005 est.)
Exportaciones	\$752,2 miles de millones FOB (2005 est.)
Exportaciones - socios:	
Estados Unidos	21,1% (2004)
Hong Kong	17% (2004)
Japón	12,4% (2004)
Corea del Sur	4,7% (2004)
Alemania	4% (2004)
Importaciones:	\$631,8 miles de millones FOB (2005 est.)
Importaciones - socios:	
Japón	16,8% (2004)
Taiwán	11,4% (2004)
Corea del Sur	11,1% (2004)
Estados Unidos	8% (2004)
Alemania	5,4% (2004)
Deuda externa:	\$242 miles de millones (2005 est.)
Tasa de cambio (yuan por dólar):	8,2771 (2001)
	8,277 (2002)
	8,277 (2003)
	8,2768 (2004)
	8,19 (2005)

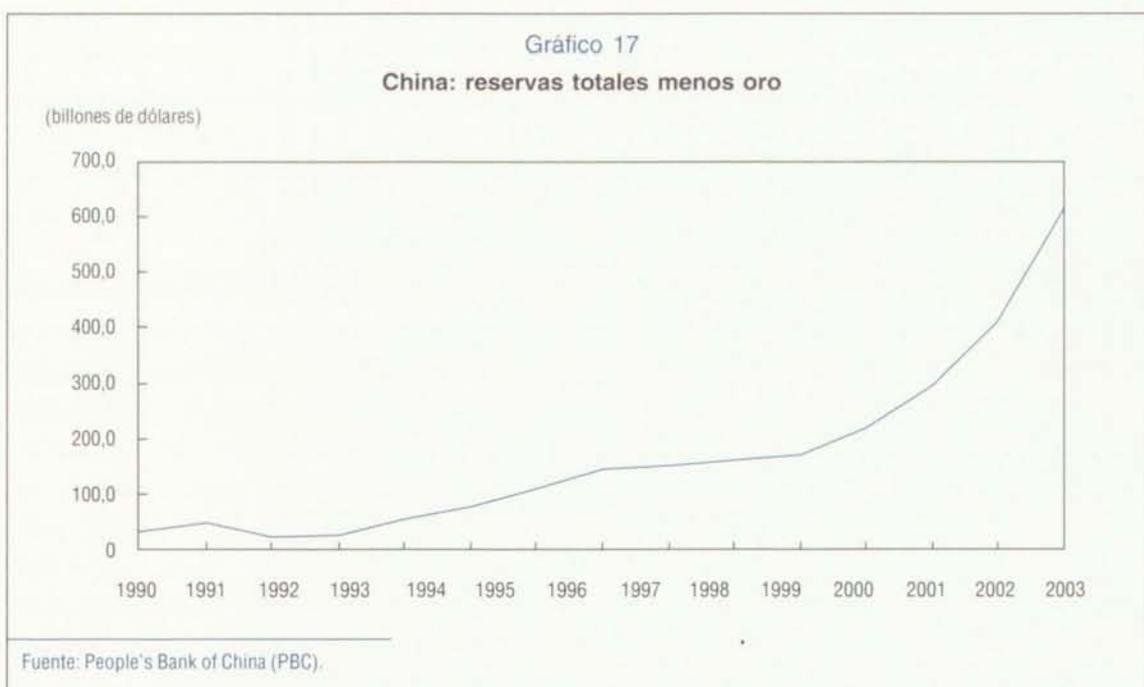
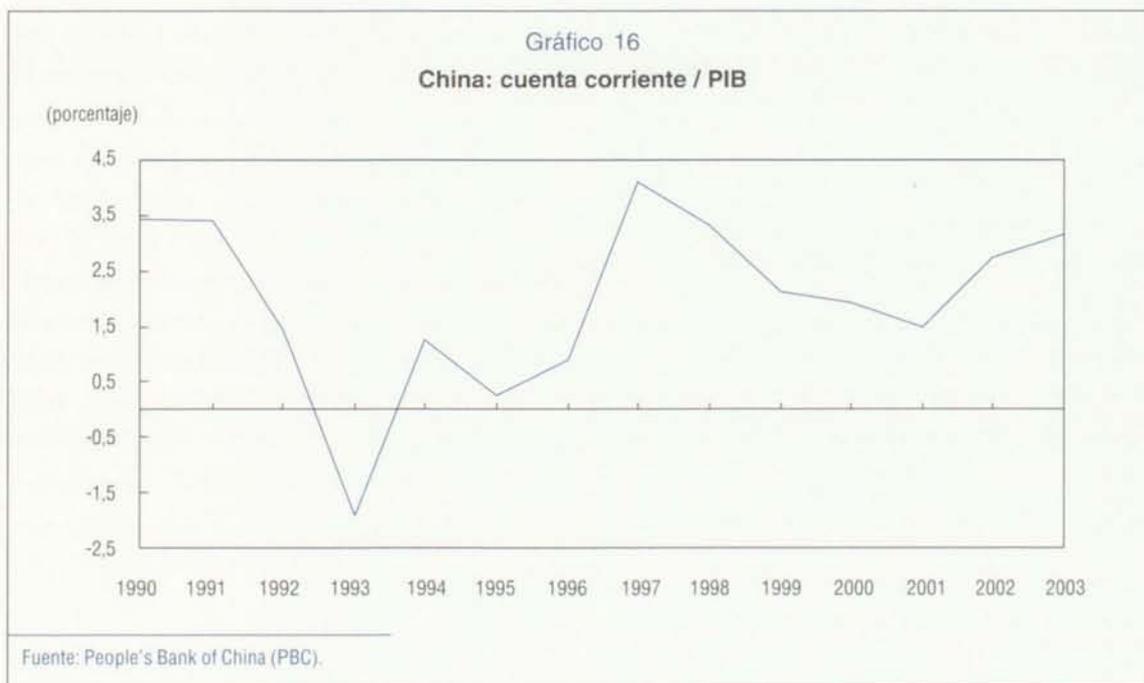
Est: estimado.

Fuente: CIA.

Bank of China, su sigla en inglés) difieren un poco de los tradicionales porque incluyen encajes, tasas de interés del banco central, redescuento, préstamos otorgados por el PBC, operaciones de mercado abierto y otros instrumentos especificados por el Consejo de Estado. Al ejercer el Estado un mayor control

sobre la economía utiliza más instrumentos para lograr sus objetivos de política.

En realidad, la deuda emitida por el PBC es el instrumento más importante de esterilización; no obstante, los niveles de la misma son muy bajos.



El Comité de Política Monetaria, el principal órgano que dicta esta política, está compuesto del gerente del PBC y dos

gerentes técnicos, un secretario general del consejo de Estado, el viceministro de Desarrollo y Reforma, un viceministro

financiero encargado de la administración del tipo de cambio, el presidente de la comisión reguladora de bancos chinos, el presidente de la comisión reguladora de valores, el presidente de la comisión reguladora de seguros, el presidente de la asociación bancaria y un experto de la academia.

C. ¿Cómo maneja su tasa de cambio China?

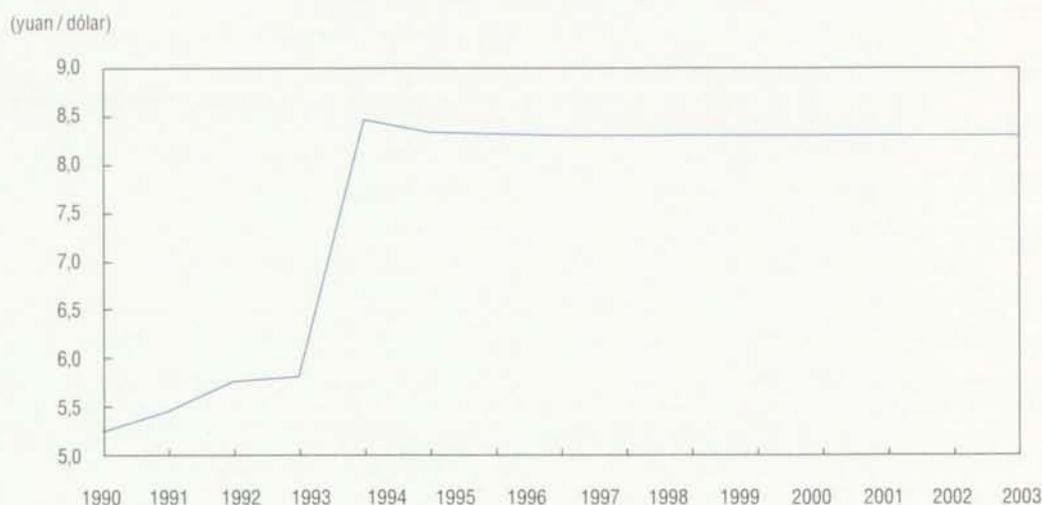
En cuanto a su régimen cambiario, antes de julio de 2005 el renmimbi fluctuaba entre bandas diarias muy estrechas (estaban en 0,002%), con la paridad central definida como el precio de cierre del día anterior con respecto al dólar. Es decir, era casi completamente fijo.

En julio de 2005 se provocó una revaluación de 2,1% y se «abandonó» (al

menos en teoría) el tipo de cambio fijo con respecto al dólar: desde entonces el renmimbi fluctúa en torno de una banda de 0,3% alrededor de la paridad central publicada por el PBC para el dólar, mientras que las otras monedas lo hacen alrededor de una banda no especificada. En realidad, el dólar continúa siendo la moneda más importante dentro del portafolio de monedas, pero, ¿qué significaron estas modificaciones en términos prácticos?: en realidad, muy poco. Puede decirse con certeza que China tiene, desde 1994, un PEG camuflado bajo el nombre de *managed floating* (gráficos 18 y 19).

Por su parte, el acervo de papeles de esterilización ha tenido tasas de crecimientos muy altas (300% en 2004), y su nivel se ha movido de RMB\$303 m a RMB\$1.108 b

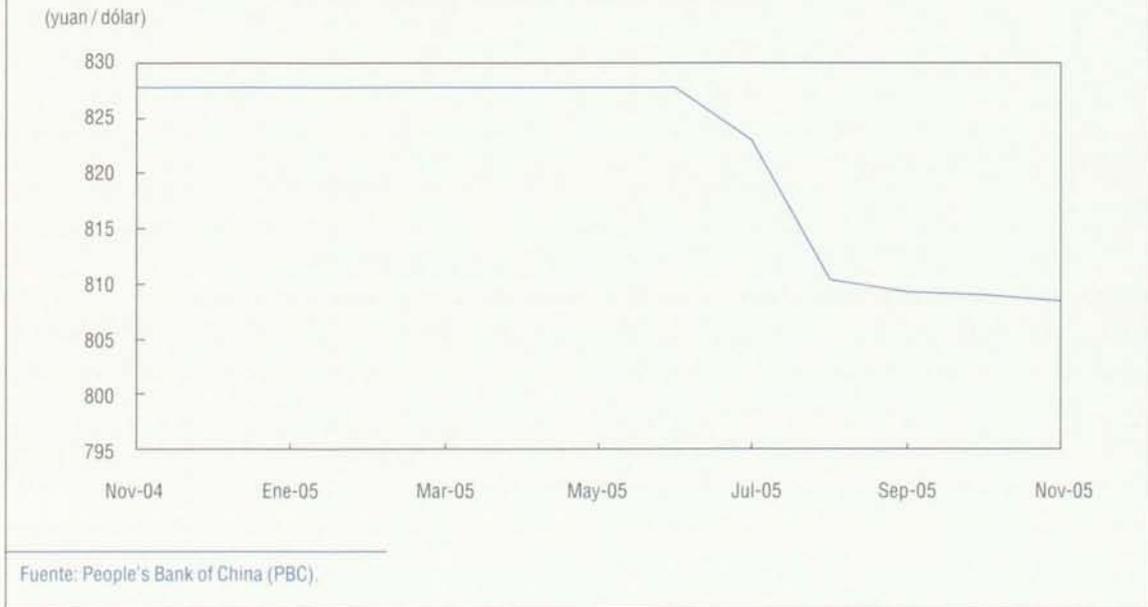
Gráfico 18
China: tasa de cambio anual, 1990-2003



Fuente: People's Bank of China (PBC).

Gráfico 19

China: tasa de cambio mensual, 2004-2005



en 2004. Estos incrementos no han servido para eliminar el impacto de los crecimientos de reservas (solamente el 36% del incremento en reservas en 2004 fue esterilizado).

Mucho se habla de China y sus controles de capital: en teoría estos crean una barrera por medio de la cual los ahorradores chinos sólo pueden tener su dinero en bancos nacionales y el resto del mundo no puede ir al mercado chino y comprar bonos u otro tipo de activo; sin embargo, los flujos de IED se han incrementado de manera significativa en China (US\$60 b en 2004) y se dice que no se ven razones para que no continúen así.

¿Son los controles la clave del éxito del PEG chino?

Son muy importantes pero no pueden ser la «clave». La balanza comercial china está por el orden de los US\$120 b, sumado a que con los flujos de IED a China están entrando US\$180 b por año (cifras a 2004). Si se liberan los controles de capital habrían dos flujos: los de entrada y salida. Si la idea es que el yuan está subvaluado entonces muchos capitales entrarían al país generando una revaluación, que no sería muy bien vista por el Gobierno; sin embargo, algo de lo que no se habla mucho es de las salidas de capitales: muchos bancos y hogares chinos podrían ahora invertir por fuera y ese flujo podría ser considerable, lo cual presionaría el tipo de cambio al alza; ¿cuál sería el efecto neto? Al parecer una revaluación, dado que las salidas tendrían que ser mínimo de US\$180 b para presionar al alza, pero no una revaluación

tan grande como se podría creer (Cuadro 8, Gráfico 20).

D. Esterilización, controles de capital y estabilidad financiera

Una característica muy importante de la economía china es que los cuatro bancos más importantes pertenecen al Gobierno y son los principales proveedores de financiación para las empresas públicas (State Owned Enterprises, SOE).

Estas empresas son las principales impulsadoras de empleo en China, pues generan dos terceras partes del empleo total, que se distribuyen en todos los sectores productivos. Tradicionalmente las SOE se han visto beneficiadas con préstamos a tasas muy bajas por parte de los bancos, ya que el ahorro chino se queda en China.

Adicionalmente, como parte de la esterilización los bancos son obligados a

adquirir deuda del PBC a tasas muy bajas, lo que debilita sus balances. Estos dos hechos generan que los bancos disminuyan sus ingresos haciendo difícil para ellos el recapitalizarse con recursos propios, lo cual fue la fuente de la crisis bancaria de 2002.

E. Política fiscal

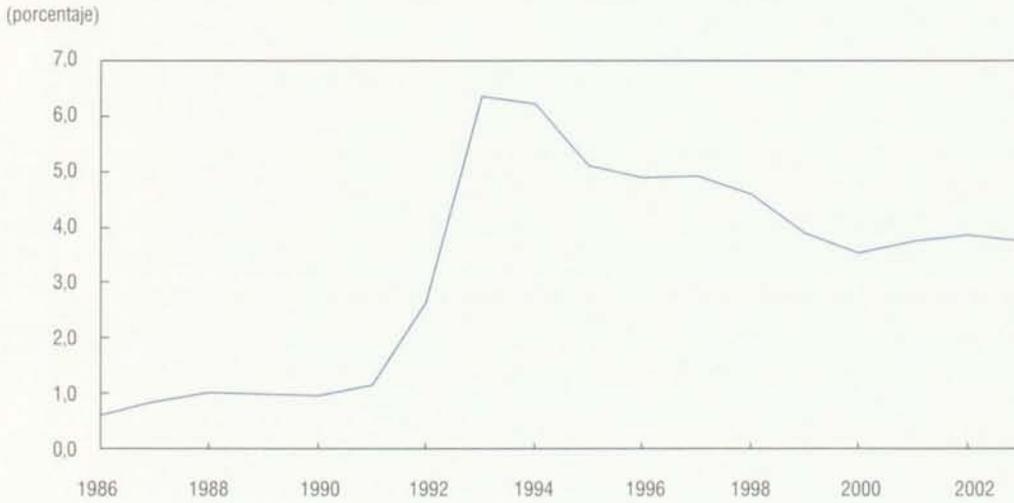
La situación fiscal de China ha tendido a deteriorarse en los últimos años, lo cual se explica por las inversiones realizadas por las SOE en sectores estratégicos para su desarrollo exportador; dichas inversiones tendrán rendimientos en el mediano plazo, pero en el corto plazo están representando erogaciones significativas que han sido financiadas con préstamos de los bancos, también de origen estatal. El deterioro financiero de las SOE ha amenazado también al sistema financiero chino; como se aprecia en los gráficos 21 y 22, el déficit fiscal y la deuda

Cuadro 8
Inversión extranjera por región o país (US\$ 10.000)

País o región	Inversión extranjera directa	
	2002	2003
Total	5.274.286	5.350.467
Asia	3.256.997	3.410.169
África	56.462	61.776
Europa	404.891	427.197
América Latina	1.125.300	690.657
Colombia		47
Norteamérica	562.650	516.135
Estados Unidos	542.392	419.851
Islas del Pacífico y Oceanía	10.129	173.119
Otros	10.129	71.414

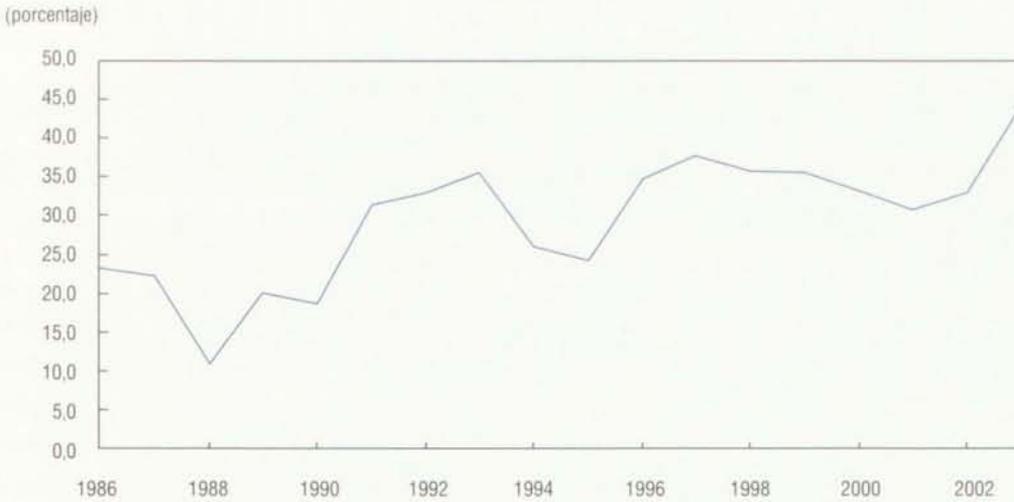
Fuente: People's Bank of China (PBC).

Gráfico 20
China: flujo de inversión extranjera directa / PIB



Fuente: People's Bank of China (PBC).

Gráfico 21
China: deuda / PIB



Fuente: People's Bank of China (PBC).

pública han aumentado rápidamente en el país asiático.

Las deudas de las empresas con los bancos actualmente alcanzan los US\$400 mm a

Gráfico 22

China: finanzas del Gobierno (déficit o superávit)

(billones de yuanes: fin de período)



Fuente: People's Bank of China (PBC).

Gráfico 23

China: inflación (precios al consumidor)

(porcentaje)



Fuente: People's Bank of China (PBC).

Cuadro 9
China: índices de precios por regiones

Región	Índice de precios al consumidor			Índice de precios al por menor		
	Provincial	Urbano	Rural	Provincial	Urbano	Rural
Total	101,3	101,3	101,4	100,6	100,4	100,8
Beijing	101,0	101,0		100,2	100,2	
Tianjin	101,8	101,8		100,4	100,4	
Hebei	100,9	101,2	100,7	101,0	101,0	101,1
Shanxi	102,1	101,8	102,6	100,3	100,3	100,2
Mongolia	101,8	101,5	102,2	101,0	101,1	100,9

Fuente: People's Bank of China (PBC).

muy bajas tasas de interés, mas en 2002 fueron las responsables de una crisis.

La razón deuda sobre PIB actualmente es inferior al 45%, pero ha aumentado rápidamente en los últimos años. La composición de la deuda china es en su mayoría interna.

F. Inflación

¿Por qué no ha subido la inflación en China?

Los precios de los alimentos han ayudado, sumado al control de precios de los combustibles y los servicios públicos; además, la adición de nueva capacidad productora de acero y autos ha generado que esos precios se disminuyan; no obstante, tanto para funcionarios del PBC como para académicos, esta es una situación que no se mantendrá por siempre, y con altos niveles de reservas no esterilizados las presiones inflacionarias están ahí (Gráfico 23, Cuadro 9).

IV. PERÚ

Perú constituye un caso de análisis interesante porque su tasa de cambio nominal ha presentado variaciones muy pequeñas entre 2000 y 2006, con alguna volatilidad observada entre abril y mayo de 2001 y en septiembre de 2002. También se ha registrado una apreciación gradual desde 2003, interrumpida por una fuerte depreciación en el segundo semestre de 2005, al parecer asociada con factores políticos y especulativos, pero que se revirtieron a comienzos de 2006. Al mismo tiempo, la tasa de cambio real ha presentado un comportamiento muy estable a partir de 2002, pese a los choques exógenos que han afectado a la región.

El Banco Central de la Reserva del Perú (BCRP) ha sido exitoso en evitar la volatilidad del tipo de cambio a través de sus intervenciones en el mercado cambiario; su éxito, sin embargo, ha dependido del origen de los choques. En la medida en que estos han sido de origen

externo y generalizado, su capacidad para evitar la volatilidad del tipo de cambio ha sido más reducida.

La volatilidad del tipo de cambio ha estado frecuentemente correlacionada con la evolución del EMBI peruano. En la segunda mitad de 2005 esta relación se quebró, lo que sugiere que la fuerte depreciación tuvo su origen en un fenómeno interno.

Otro factor que ha tenido influencia en las fluctuaciones del tipo de cambio peruano ha sido el nivel de dolarización de la economía: no necesariamente grandes movimientos de capital desde y hacia la economía peruana por parte de los agentes privados explican las fluctuaciones del tipo de cambio.

El BCRP ha intervenido en el mercado cambiario para evitar la volatilidad del tipo de cambio sin sacrificar su meta de inflación, pero cuando la inflación ha estado amenazada la respuesta ha sido el alza en la tasa de interés de referencia. Así mismo, cuando depreciaciones fuertes colocan en riesgo el cumplimiento de esta meta en el futuro, las autoridades no han dudado

en aumentar las tasas de interés de política (Gráfico 24).

¿Cuál es la razón para que se hubiese registrado esta gran estabilidad cambiaria? Una parte podría explicarse por intervenciones del BCRP que han tenido como objetivo evitar altas volatilidades en el tipo de cambio; sin embargo, esta explicación no es suficiente, ya que hay otros factores que tienen que ver con las características estructurales propias de la economía peruana, incluyendo dentro de ellas, de manera importante, el altísimo grado de dolarización que caracteriza a esta economía (Gráfico 25).

De otra parte, desde la primera parte de 2004 y hasta mediados de 2005 esta intervención no fue suficiente para evitar la apreciación del tipo de cambio, lo cual puede explicarse porque fue un fenómeno muy fuerte que se presentó de manera generalizada a nivel mundial, por lo que pocos países tuvieron éxito en contrarrestarlo con intervenciones en el mercado de divisas.

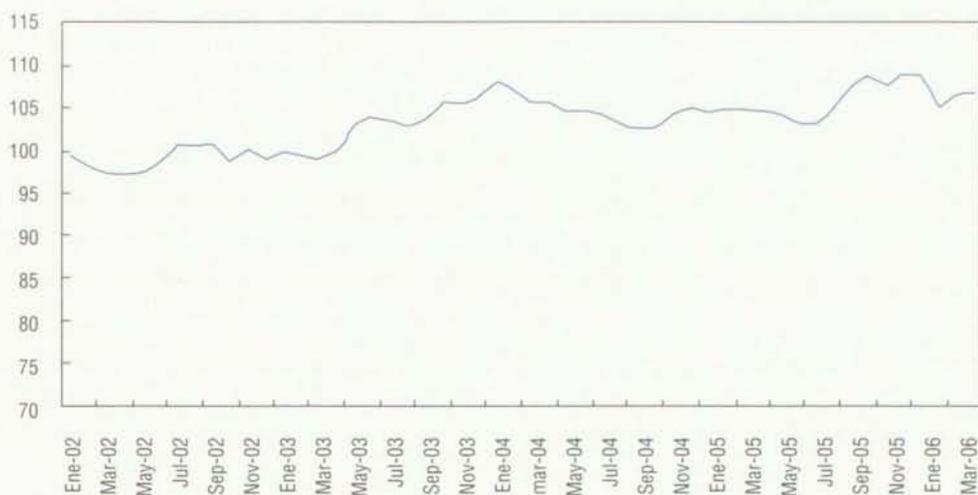
Consecuencia de estas intervenciones ha sido el aumento de la denominada posición de cambio, que son equivalentes a las reservas internacionales «propias» del

Perú constituye un caso de análisis interesante porque su tasa de cambio nominal ha presentado variaciones muy pequeñas entre 2000 y 2006, con alguna volatilidad observada entre abril y mayo de 2001 y en septiembre de 2002. También se ha registrado una apreciación gradual desde 2003, interrumpida por una fuerte depreciación en el segundo semestre de 2005, al parecer asociada con factores políticos y especulativos, pero que se revirtieron a comienzos de 2006.

Gráfico 24
Perú: comportamiento del tipo de cambio nominal y real



Índice de la tasa de cambio real
Ene. 00 - Abr. 06



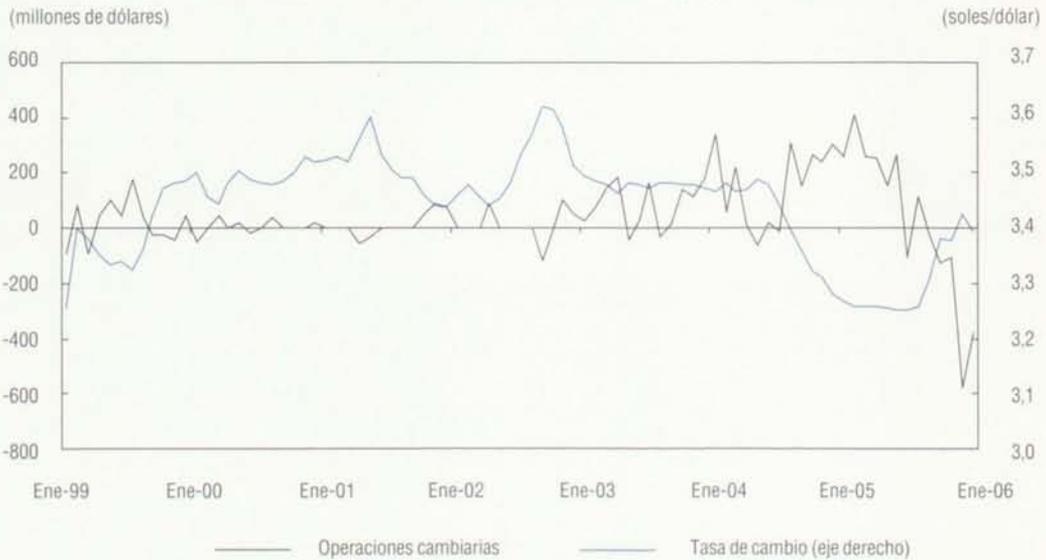
Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

BCRP. Estas han aumentado considerablemente en los últimos tres años, como se advierte en el panel derecho del Grá-

fico 26: en particular, entre enero de 2003 y junio de 2005 las operaciones de cambio totalizaron US\$4.455 m.

Gráfico 25

Perú: operaciones cambiarias del BCRP y tipo de cambio



Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

¿Por qué la intervención del BCRP, la cual fue mínima hasta 2002, aumentó a partir de 2003?

A. Posibles determinantes de la estabilidad cambiaria: comportamiento de la cuenta corriente

En Perú se registró una corrección fuerte de la cuenta corriente de la balanza de pagos, principalmente, como resultado de la balanza comercial. Pero, ¿qué factores explican la corrección de la cuenta corriente en Perú? Entender estos factores pueden ayudar a explicar la gran estabilidad exhibida por la tasa de cambio de ese país.

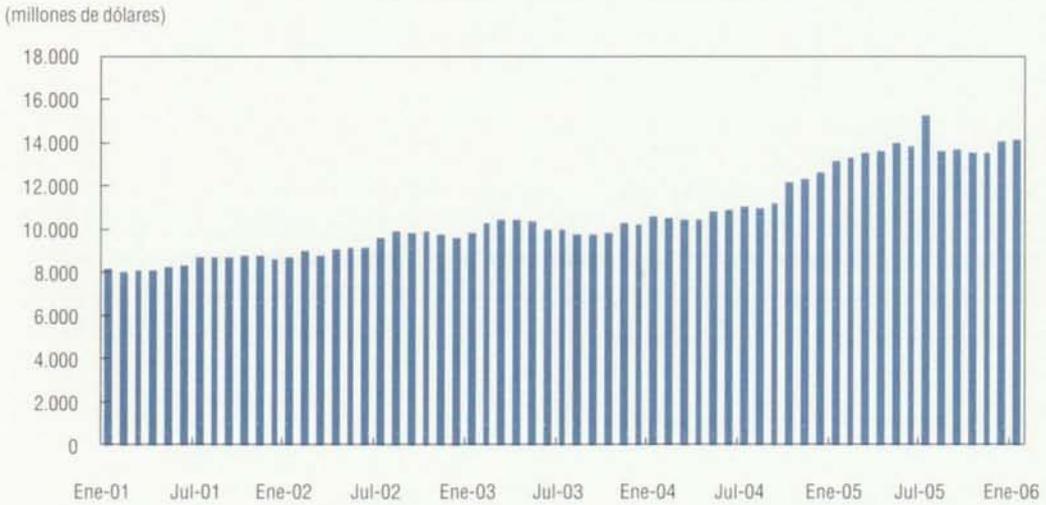
A finales de la década de los noventa y comienzos de esta el crecimiento económi-

co peruano se desaceleró notablemente. A pesar de la reducción de los términos de intercambio (17,3% acumulado entre 1998 y 2001), el menor crecimiento de las importaciones explican la corrección en el balance comercial de la cuenta corriente a finales de los años noventa y comienzos de 2000 (Gráfico 27).

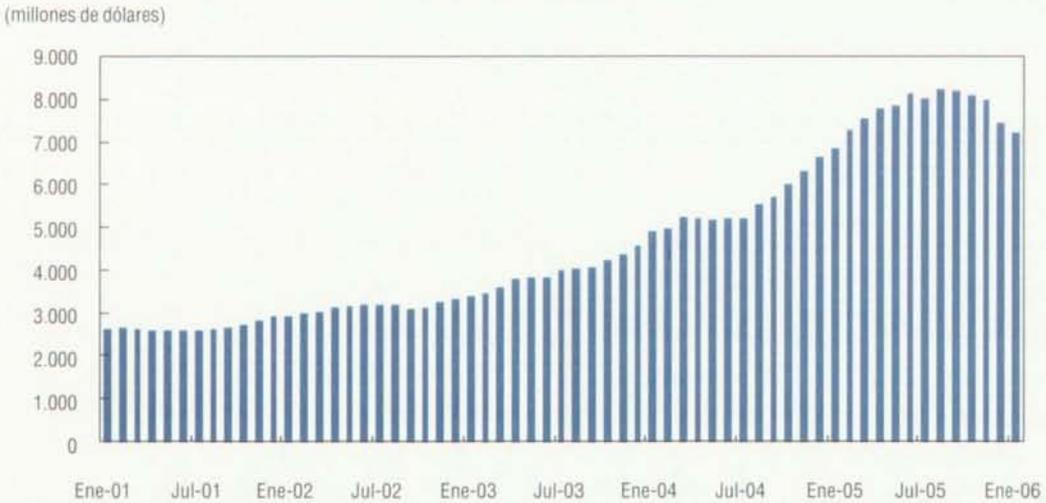
Así, la reducción del déficit en cuenta corriente en 1999 y 2001 se explica por la caída de las importaciones como resultado de la contracción económica en estos años (Gráfico 28). En los siguientes años, aunque las importaciones han aumentado de manera sostenida, las exportaciones lo han hecho a tasas mayores.

A partir de 2002 la situación de la cuenta corriente se explica más bien por la

Gráfico 26
Perú: evolución de las reservas internacionales
Reservas internacionales netas



Posición de cambio



Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

mejoría en los términos de intercambio, que incide positivamente sobre la balanza comercial (Gráfico 29).

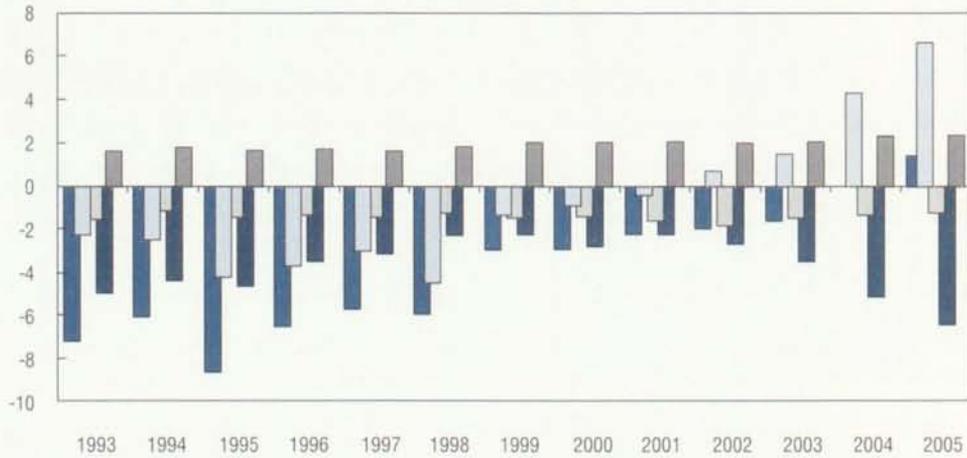
En la presente década el crecimiento de las exportaciones ha sido impulsado,

especialmente, por las tradicionales. El desarrollo de una serie de proyectos minerales, con mucha inversión extranjera, son los más importantes en este proceso; aun cuando también se registra una notable aceleración de las ventas de

Gráfico 27
Perú: Balanza de pagos

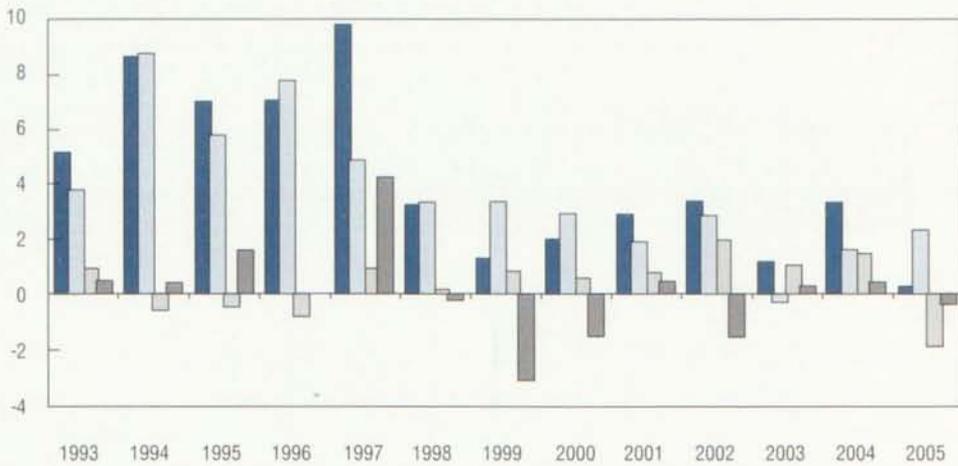
(porcentaje del PIB)

Cuenta corriente



■ Cuenta corriente □ Balanza comercial □ Servicios
 ■ Renta factores ■ Transferencias

Cuenta financiera

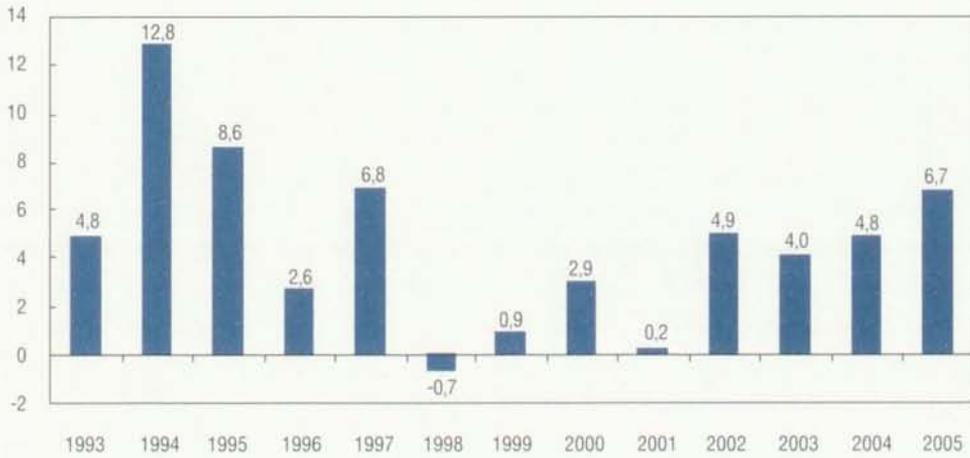


■ Cuenta financiera □ Sector privado
 □ Sector público ■ Corto plazo

Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

Gráfico 28
Perú: crecimiento real del PIB

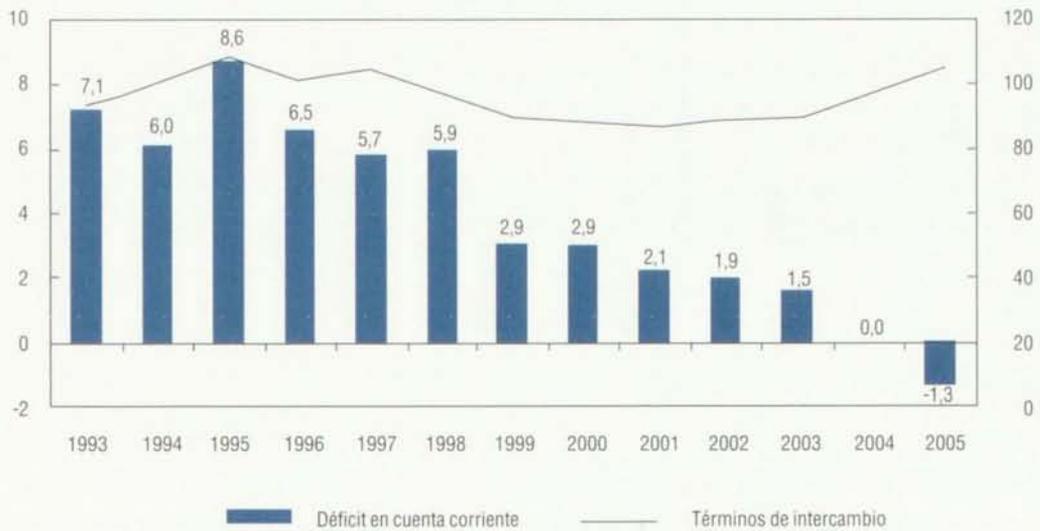
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

Gráfico 29
Perú: déficit en cuenta corriente y términos de intercambio

(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

productos agrícolas como las frutas y las hortalizas. Por su parte, el crecimiento de las importaciones de insumos ha explicado en buena medida la dinámica de las totales.

La dinámica de las exportaciones e importaciones ha hecho que el grado de

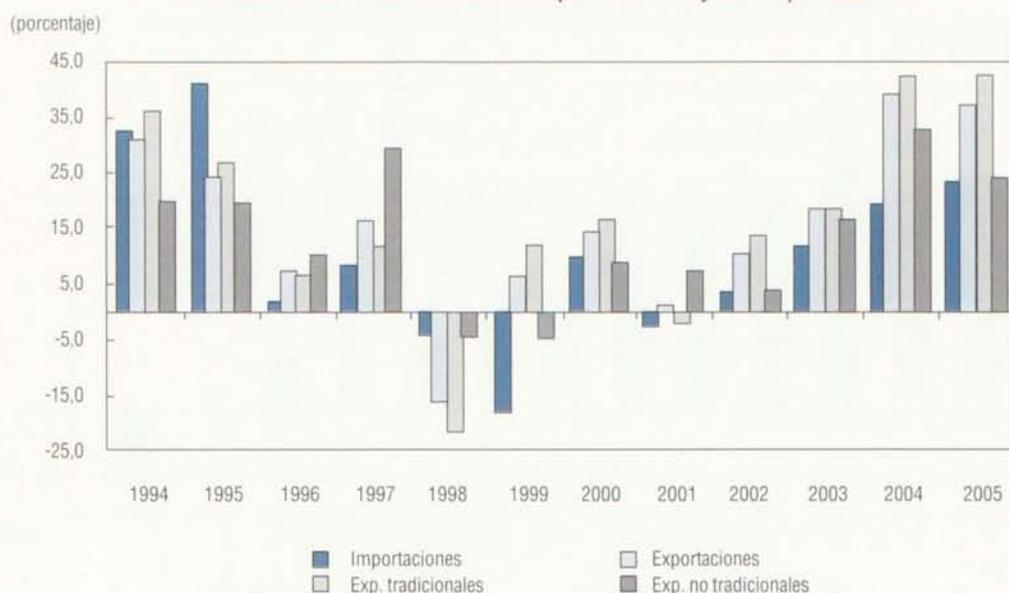
apertura del Perú aumente de 24% del PIB, en promedio, entre 1993 y 1999, a 33% en 2004 y 37% en 2005 (Gráfico 30). De todas maneras, debe notarse que este coeficiente, aunque ha aumentado significativamente en los últimos años, es inferior al registrado en Colombia durante todo el período de análisis, y

Cuadro 10
Perú: variación de las reservas internacionales y la posición de cambio

	Ene. 03	Jun. 05	Mar. 06
RIN	9,833	13,818	14,472
Variación		3,985	654
Posición de cambio	3,402	8,127	7,257
Variación		4,725	(850)

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Gráfico 30
Perú: tasa de crecimiento de las importaciones y las exportaciones

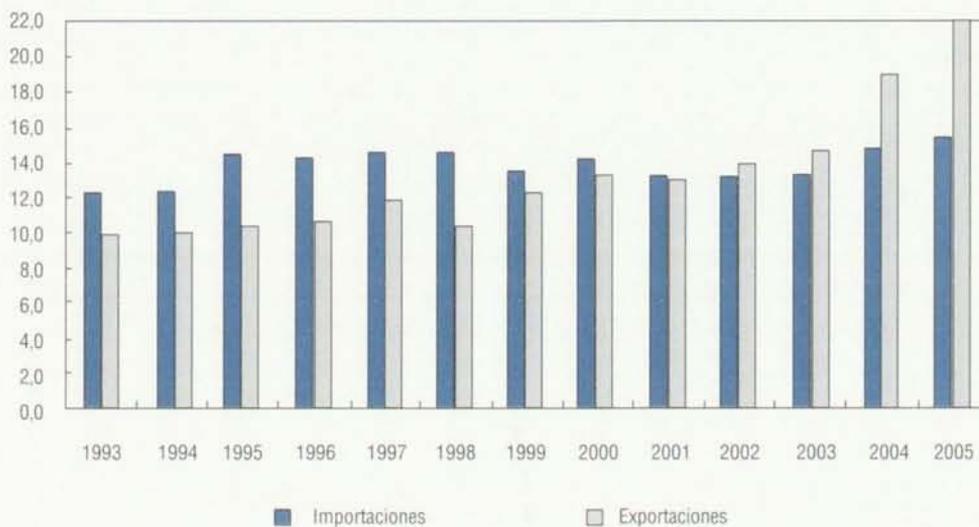


Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

Gráfico 31

Perú: grado de apertura comercial

(porcentaje del PIB)

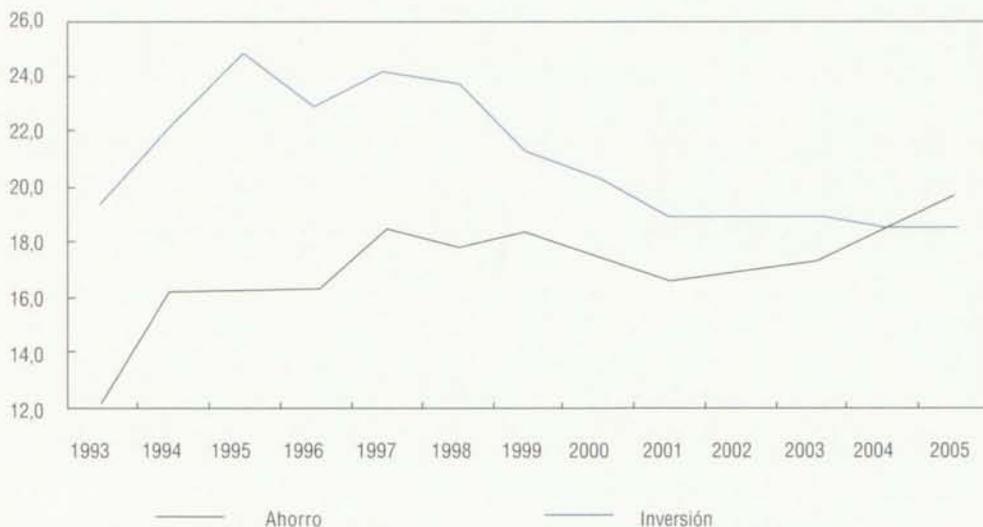


Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

Gráfico 32

Perú: balance ahorro-inversión

(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

permite caracterizar a Perú como una economía relativamente cerrada por el lado del comercio internacional (Gráfico 31).

Como reflejo del déficit histórico de la cuenta corriente durante los años noventa, el balance inversión-ahorro fue, en promedio, de 6,1 puntos del PIB entre 1993 y 1999; a partir de ese año, sin embargo, se ha reducido a 1,2 puntos del PIB, en promedio, en los últimos seis años, y en particular fue negativo en 2005 (1,3% del PIB). Nótese además en el Gráfico 32 que la inversión local en ese país se encuentra estancada en niveles apenas superiores al 18% como proporción del PIB, desde comienzos de la presente década. Antes de la crisis dicha inversión había superado en varios años el 24% del PIB.

En suma, durante los últimos diez años en Perú se registró una importante mejora de la cuenta corriente y de la balanza comercial (Gráfico 33). Este cambio de la situación externa podría haberse reflejado en el comportamiento del tipo de cambio; sin embargo, este no ha presentado movimientos grandes a pesar de la mejora observada en la balanza comercial desde 2000.

B. La situación fiscal

En materia fiscal, por su parte, el hecho a resaltar es la rápida reducción en el déficit fiscal de todos los niveles del sector público. Se registró una mejora en el balance primario del sector público no financiero, del balance primario del Gobierno Central (Gráfico 34).

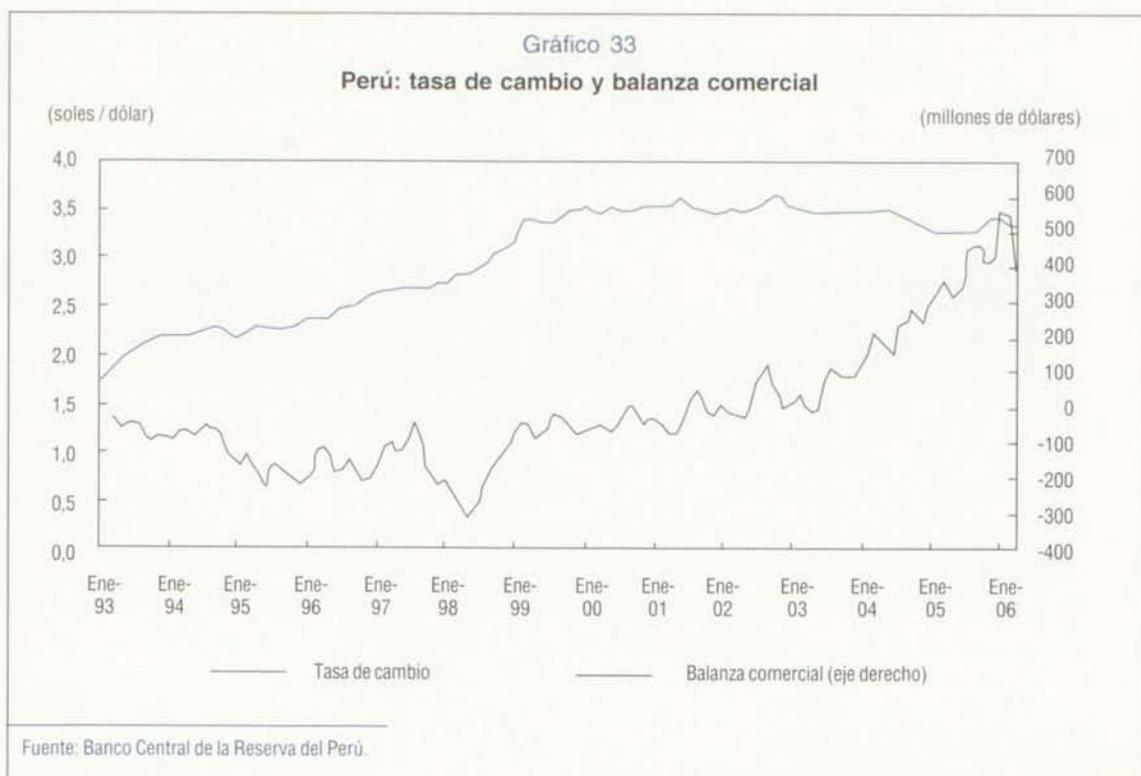
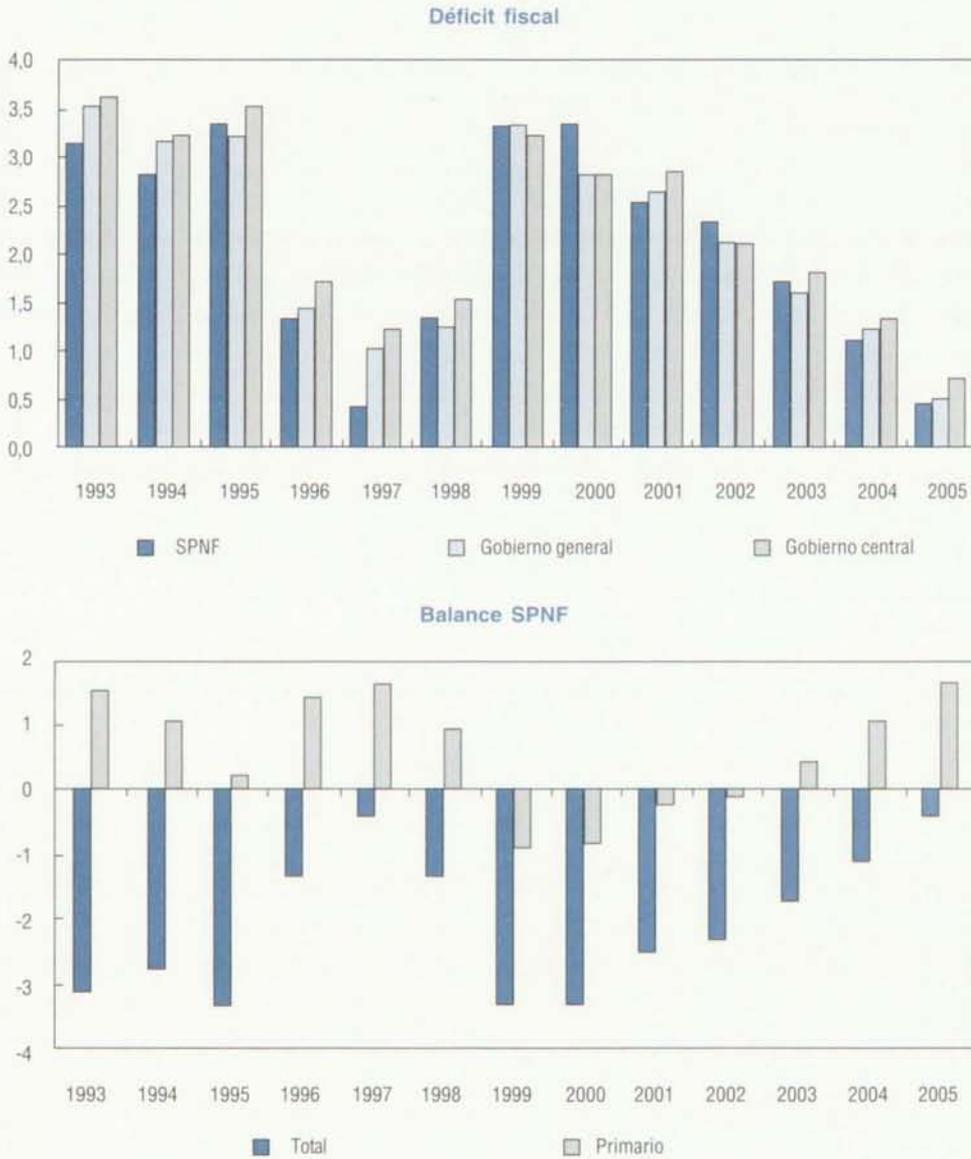


Gráfico 34
Perú: déficit fiscal y balance primario
 (porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

Esta corrección en materia fiscal pudo haber contribuido a una mayor estabilidad cambiaria en Perú, ya que no se ha

necesitado de flujos de capital de endeudamiento público para financiar un desequilibrio de las cuentas del Estado. Al

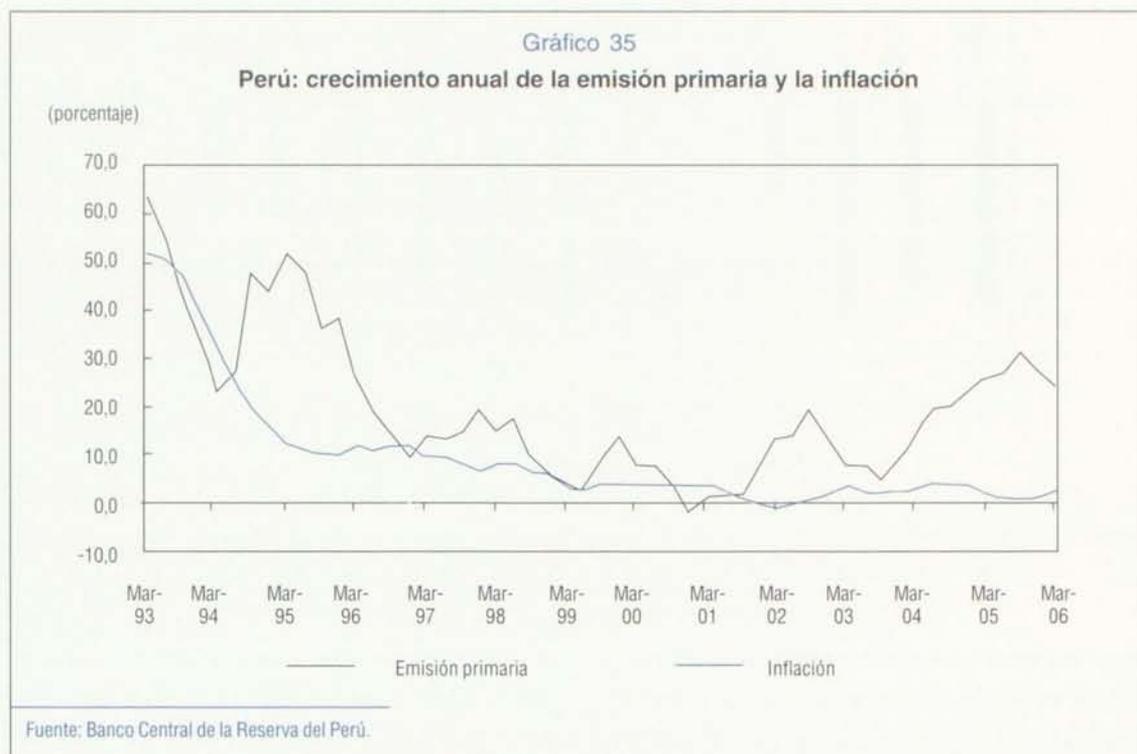
mismo tiempo, el balance fiscal ayuda a que las tasas de interés se mantengan bajas y en niveles semejantes a las internacionales.

C. La política monetaria y la inflación

Perú adoptó el régimen de inflación objetivo en 2002 cuando el país, sin embargo, ya había alcanzado tasas de inflación bajas, inferiores al 10% anual. En 2002, incluso, se había presentado un fenómeno deflacionario; entonces, ¿cuál fue la razón para adoptar este régimen? La motivación se centró en devolverle mayor credibilidad al manejo monetario para revertir el proceso de dolarización de la economía (Gráfico 35).

Como se sabe, Perú es la segunda economía más dolarizada de América Latina (obviamente después de Ecuador), esto se puede apreciar en los indicadores presentados en el Cuadro 11: un 50% de la liquidez del sistema bancario, un 70% del crédito al sistema bancario y un 67% del crédito al sector privado está representado en dólares; pero aunque estas relaciones han disminuido un poco en los últimos años, reflejando un relativo éxito de la política de inflación objetivo, continúan siendo elevadas.

La dolarización del Perú obviamente impone restricciones al funcionamiento de la estrategia de inflación objetivo, puesto que los canales tradicionales mediante los cuales opera esta estrategia



Cuadro 11
Perú: indicadores de dolarización

Año	Liquidez sistema bancario	Crédito sistema bancario al sector privado	Crédito sistema financiero al sector privado
1993	69	76	77
1994	64	74	74
1995	63	71	72
1996	67	74	72
1997	65	77	75
1998	69	80	79
1999	70	82	82
2000	70	82	81
2001	67	80	78
2002	65	79	76
2003	62	77	73
2004	55	74	71
2005	55	70	67

Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

—como el canal del crédito— tienen menor impacto sobre el comportamiento de la economía. El grado de dolarización además determina que el canal de la tasa de cambio esté magnificado y que los movimientos del tipo de cambio tengan profundos impactos económicos.

Por el comportamiento que tienen las autoridades y los agentes de esa economía cuando se producen movimientos importantes del tipo de cambio, como la fuerte depreciación registrada a finales de 2005, la cual motivó una intervención fuerte por parte del BCRP, puede afirmarse que existe lo que típicamente se denomina miedo a la flotación cambiaria (*fear of floating*). Una depreciación fuerte del tipo de cambio puede llevar rápidamente a una crisis financiera puesto que los deudores del sistema financiero perciben

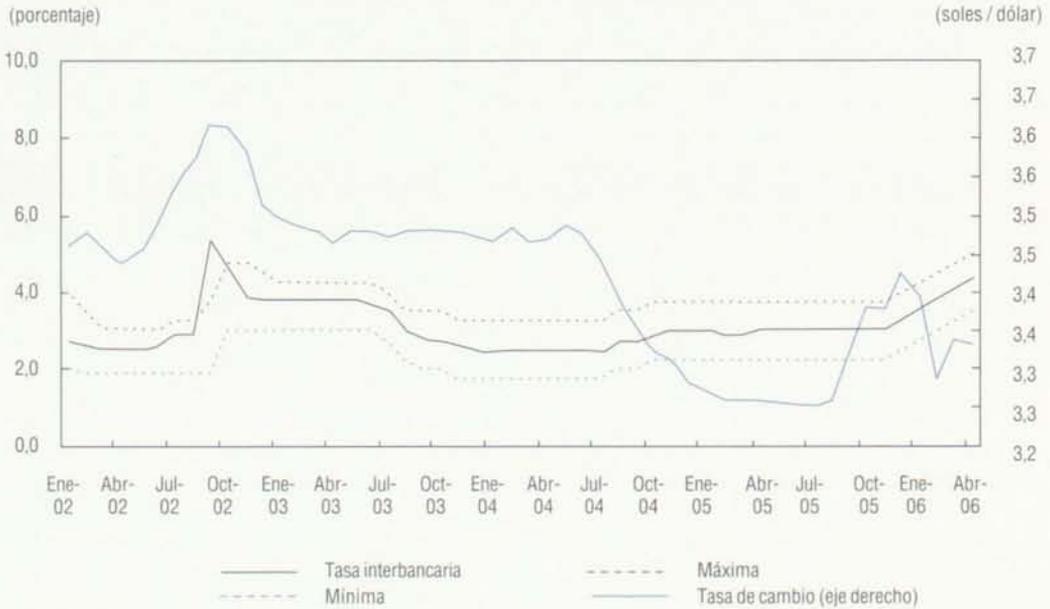
sus ingresos en moneda nacional y toman prestado en dólares.

En este sentido, el manejo de las tasas de interés en el Perú tiene el doble objetivo de controlar los brotes inflacionarios, pero también evitar excesivas fluctuaciones cambiarias. Recientemente, por ejemplo, el aumento de la tasa de interés de referencia del BCRP ha sido precedida por la fuerte depreciación observada en la segunda mitad de 2005, tal como se observa en el Gráfico 36.

Las intervenciones en el mercado cambiario han sido parcialmente esterilizadas; de esta forma, recientemente el flujo neto de emisión primaria se explica principalmente por la intervención del BCRP en el mercado cambiario. Últimamente, los agregados monetarios

Gráfico 36

Perú: tasa de cambio y tasa interbancaria



Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

no han mostrado una estrecha relación con la evolución de la inflación.

D. Episodio de devaluación aguda: segundo semestre de 2005

Durante el segundo semestre de 2005, mientras que en otros países como Chile y Colombia había apreciación, en Perú la moneda se devaluaba (Gráfico 37). Todo se inició en la segunda quincena de agosto de 2005, al parecer por una decisión de los administradores de fondos de pensiones (AFP), que decidieron comprar US\$183 m, asociados con la adquisición de bonos estructurados del Gobierno de Perú en dólares emitidos bajo la modalidad de oferta privada.

El por qué deciden realizar esta operación no está claramente establecido, pero debió ocurrir un cambio en las expectativas con respecto a la evolución de la tasa de cambio en los meses futuros, asociada con las encuestas electorales, que mostraban un claro repunte de la candidatura del líder de izquierda Ollanta Humala.

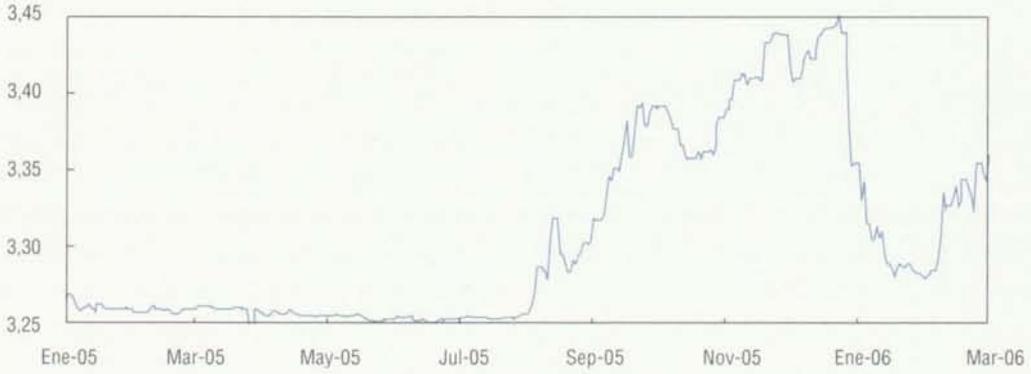
En los meses de septiembre y octubre de 2005 las AFP continuaron demandando dólares (en octubre compraron US\$62 m). Este comportamiento de las administradoras también parece haber contagiado al público en general, pues en estos meses se registró una mayor demanda del público en el mercado a futuro de

Gráfico 37

Tasa de cambio nominal diaria en Perú, Chile y Colombia

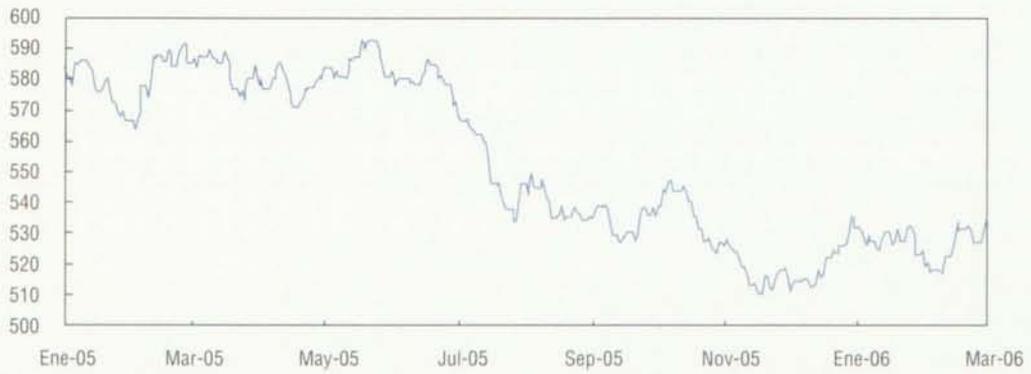
Perú

(soles / dólar)



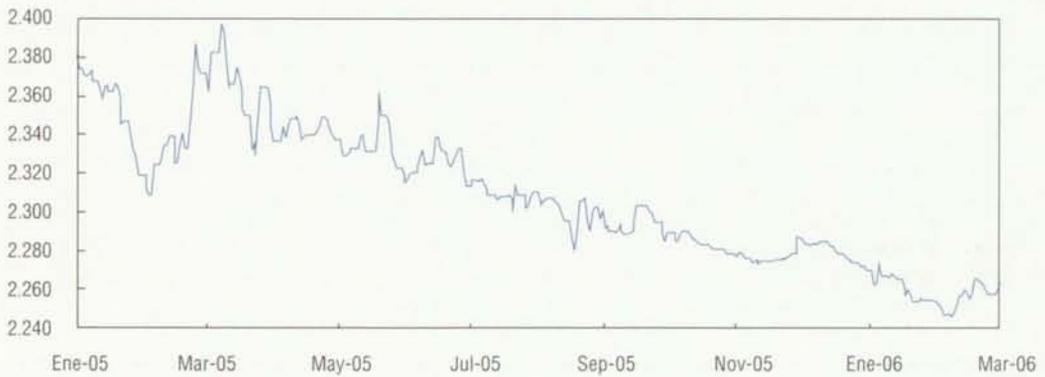
Chile

(pesos chilenos / dólar)



Colombia

(pesos colombianos / dólar)



Fuente: bancos centrales de Perú, Chile y Colombia.

dólares (*forward*). A comienzos de octubre la demanda neta de *forwards* ascendía a US\$185 m (Cuadro 12).

Al comienzo del episodio, el BCRP decidió no intervenir masivamente, tan solo lo hizo para reducir la volatilidad del tipo de cambio, y en esta función vendió dólares en el mercado cambiario por US\$34 m. entre el 12 y el 13 de octubre de 2005, tal como se aprecia en el Gráfico 38.

En el Gráfico 39 también se advierte que el Banco Central venía comprando dólares sistemáticamente en montos entre US\$250 m y US\$462 m en los primeros meses del año para mitigar la revaluación de la moneda, y en el mes de julio estas compras fueron mucho mayores (US\$765 m), por un aspecto puramente coyuntural: fueron vendidas al Gobier-

no, que tenía que efectuar un pago de un vencimiento de la deuda externa.

A partir del mes de octubre, sin embargo, cuando el fenómeno de la depreciación amenaza con ser más prolongado, las autoridades del Perú deciden intervenir más decididamente en el mercado cambiario y en el último trimestre del año venden reservas por cerca de US\$897 m para evitar una mayor depreciación de la moneda (el itinerario de este episodio puede resumirse en el Diagrama 1).

Finalmente, a comienzos de 2006 el tipo de cambio se estabilizó y empezó un nuevo período de apreciación gradual de la moneda peruana, semejante al que se registraba en otros países. El BCRP, sin embargo, comenzó a aumentar sus tasas de interés, a pesar de tener totalmente

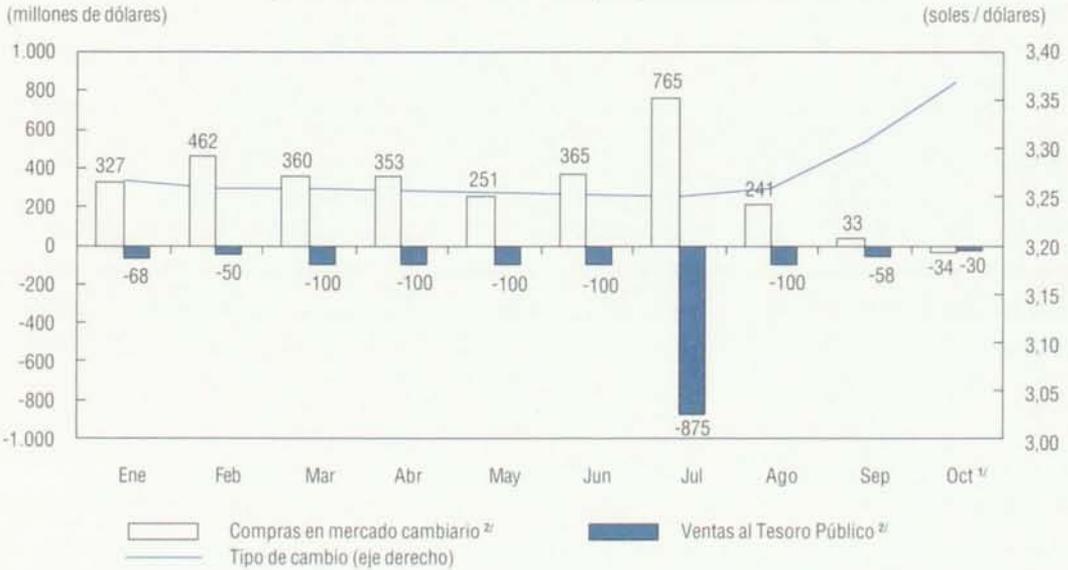
Cuadro 12
Perú: cartera administrada por las AFP
por instrumento financiero denominado en millones de dólares

	Jul-31	Ago-31	Sep-30
Emisores			
Inversiones en el país	2.833	3.066	3.310
Gobierno	356	311	303
Bancos	247	195	258
Empresas de arrendamiento financiero	19	19	18
Sociedades titularizadoras	303	429	431
Sociedades Adm. de fondos de inversión	110	260	261
Otras empresas financieras	877	901	1.056
Empresas no financieras	921	951	983
Inversiones en el extranjero	869	871	900
Gobiernos extranjeros	30	9	23
Sistema financiero del exterior	26	8	17
Sociedades Adm. de fondos mutuos del exterior	813	854	860
Cartera administrada	3.702	3.937	4.210

Fuente: Administradoras fondos de pensiones (AFP).

Gráfico 38

Perú: compras de dólares en el mercado cambiario y ventas al Tesoro Nacional por parte del BCRP



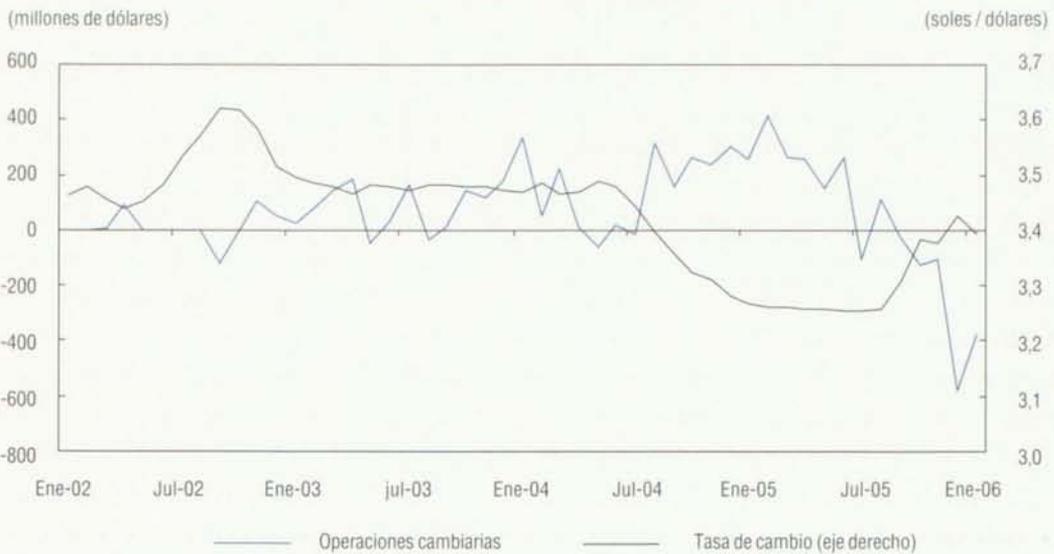
1/ Información hasta octubre 17.

2/ El positivo implica compra y el negativo venta.

Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

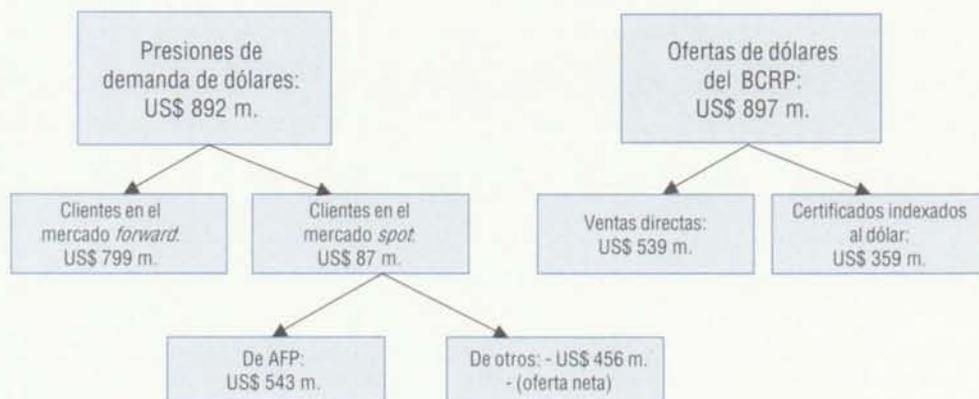
Gráfico 39

Perú: operaciones cambiarias y tasa de cambio



Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

Diagrama 1
Acontecimientos principales en el mercado cambiario del Perú
 Agosto 2005 - Enero 2006



Fuente: Banco Central de la Reserva del Perú.

controlada la inflación, para evitar una depreciación de la moneda.

La conclusión que se puede extraer del manejo que le dieron las autoridades de Perú a este episodio es que parece existir un miedo a la devaluación muy importante. Con la depreciación del sol durante el segundo semestre de 2005, la tasa de cambio no alcanzó a regresar al nivel que tenía antes de que se iniciara la apreciación gradual que se venía observando desde 2003; no obstante, la respuesta de política fue contundente por los efectos tan nocivos que, como lo saben las autoridades de ese país, puede tener una devaluación rápida sobre su sistema financiero. La devaluación de estos últimos meses de 2005, además,

no amenazó seriamente el cumplimiento de las metas de inflación.

Es tan fuerte el miedo a la devaluación, que, a pesar de que estas metas de inflación no estaban seriamente amenazadas, ni en ese momento ni en el futuro, las autoridades decidieron empezar a subir las tasas de interés desde finales de 2005, pero parece que estos movimientos estuvieran más asociados con la prevención de episodios de devaluación similares que con consideraciones de aumento de las presiones inflacionarias o de cambio del entorno internacional; este último empezó a cambiar mucho después de que se hubiesen iniciado estos aumentos de las tasas de interés por parte del BCRP.

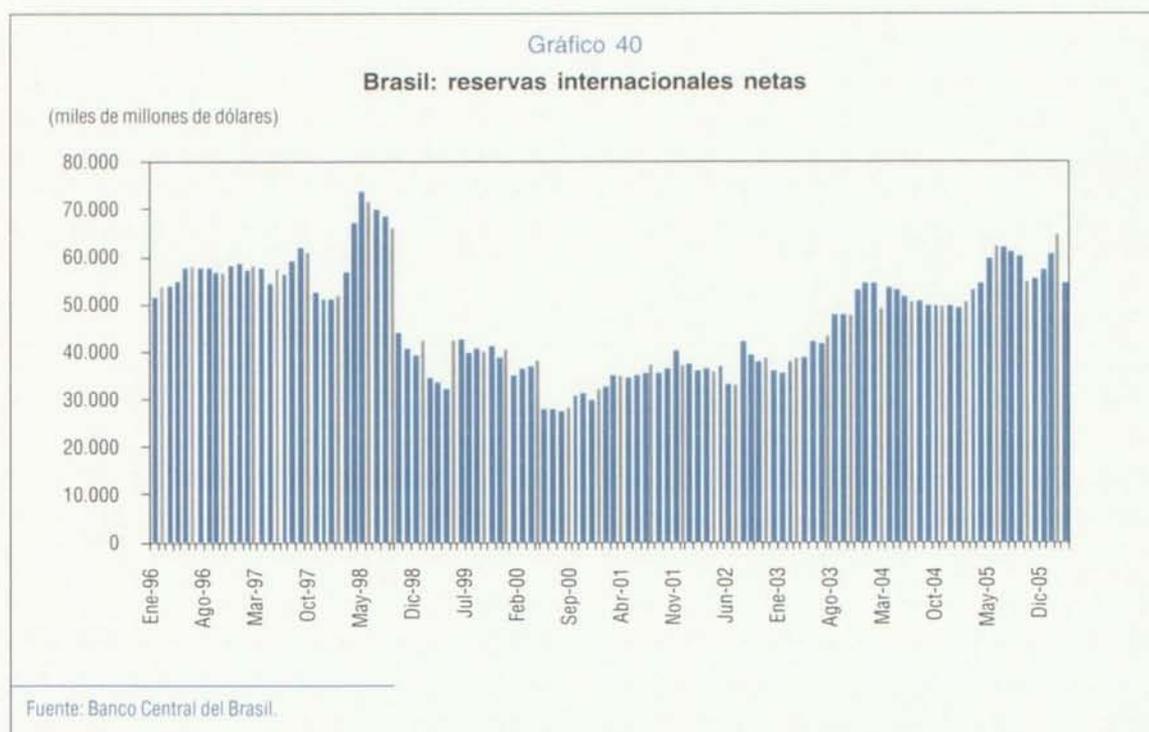
V. BRASIL

A finales de 2002 Brasil enfrentó un choque externo de grandes magnitudes; su respuesta de política fue más bien heterodoxa, aunque algunos autores la catalogan como acorde con los principios del régimen de inflación objetivo: en primer lugar, se permitió un importante ajuste cambiario que, con un corto rezago, se reflejó en mayor inflación. Aunque se vendieron reservas, el nivel total de las mismas no se modificó porque las entidades multilaterales (FMI) acudieron rápidamente a otorgar préstamos importantes de apoyo a la balanza de pagos de Brasil (Gráfico 40), para evitar una situación de cesación de pagos como la que se había registrado en Argentina.

Aparte de la fuerte intervención en el mercado cambiario, también se acudió a otros mecanismos como la modificación de los requisitos de exposición de moneda extranjera de las entidades financieras.

El manejo más desconcertante fue el que se dio a las metas de inflación, las cuales fueron modificadas hacia arriba, dicha modificación simplemente reflejó el hecho de que las autoridades prefirieron un ajuste cambiario gradual que no fuera tan costoso en términos del producto.

Para justificar este aumento de las metas, el presidente del Banco Central del Brasil (BCB) envió cartas al ministro de Hacienda refiriendo lo acontecido en 2002, 2003 y 2004, las cuales explicaron



las razones por las que se perdió la meta y mostraron los planes del BCB para retornar a la senda de desinflación con un mínimo costo del producto.

Las autoridades, entonces, asumieron una postura de política monetaria más restrictiva y mediante el manejo de encajes subieron las tasas de interés; estas restricciones, sin embargo, fueron más limitadas que las necesarias si hubiesen insistido en cumplir las metas.

La cuestión que queda en el aire es si este manejo que se dio en Brasil al episodio narrado afectó la credibilidad de la autoridad monetaria y de su compromiso con el esquema de inflación objetivo. Es difícil establecer esta cuestión, porque aunque en los siguientes años se pudo continuar con el proceso de reducción de la inflación bajo este esquema, la verdadera prueba estará cuando se presente una situación semejante a la ocurrida.

Otro aspecto que habrá que tener en cuenta es que en el entretanto la vulnerabilidad de Brasil frente a choques externos ha disminuido porque se han efectuado los ajustes necesarios en esa economía, por tanto, es poco probable que se vuelva a presentar un cierre de los mercados como el experimentado en 2002 con las consecuencias que tuvo sobre la tasa de cambio y la inflación.

A. Aspectos generales

Brasil es la economía más grande de América Latina, con un PIB per cápita

de casi US\$8.000 anuales. En la última década ha registrado tasas de crecimiento relativamente bajas comparadas con las de otras décadas, en promedio, de apenas el 3% anual (Cuadro 13). En lo que va corrido de la presente década las tasas de crecimiento del producto también han sido bajas, con excepción de 2003, cuando dicha economía se expandió en 4,6% real.

Al mismo tiempo, el desempleo ha aumentado de manera permanente en este mismo período: de tasas cercanas al 5% a mediados de los años noventa, se pasó a índices superiores al 10% en la actualidad, lo cual sugiere un cambio estructural en cuanto al empleo de ese país.

1. Comportamiento de la balanza de pagos

A pesar de estos resultados mediocres en términos de crecimiento y empleo, en los últimos años Brasil, al igual que Perú, ha registrado un comportamiento macroeconómico positivo en el sentido de que ha podido ir cerrando los grandes desequilibrios externo y fiscal que caracterizaban su economía.

La cuenta corriente pasó de déficits superiores al 4% del PIB a finales de la década pasada y comienzos de la actual, a ser superavitaria en 2003, tendencia que se ha mantenido hasta la actualidad. Esta situación se produjo por el sensible mejoramiento de la balanza de bienes, producto, a su vez, del comportamiento dinámico de las ventas externas.

Cuadro 13
Brasil: indicadores anuales

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
PIB (variación)	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4	1,3	1,9	0,5	4,9	2,5
PIB por habitante (variación)	1,1	1,7	1,4	(0,7)	2,8	(0,2)	0,5	(0,9)	3,4	1,0
Inversión y ahorro (% del PIB)										
Inversión bruta	20,9	21,5	21,1	20,2	21,5	21,2	19,8	19,8	21,3	
Ahorro nacional	17,9	17,7	16,8	15,4	17,5	16,6	18,1	20,6	23,2	
Ahorro externo	3,0	3,8	4,3	4,7	4,0	4,6	1,7	(0,8)	(1,9)	
Balanza de pagos (porcentaje)										
Cuenta corriente / PIB	(3,0)	(3,8)	(4,3)	(4,7)	(4,0)	(4,6)	(1,7)	0,8	1,9	1,9
Balanza de bienes / PIB	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,2)	(0,1)	0,5	2,9	4,7	5,5	4,6
Exportaciones / PIB	6,2	6,6	6,5	8,9	9,1	11,5	13,4	14,0	15,7	17,0
Importaciones / PIB	6,9	7,5	7,3	9,1	9,2	11,0	10,5	9,2	10,2	12,4
Balanza de capital y financiera / PIB	4,1	2,8	2,2	1,6	5,3	3,9	(0,8)	(0,1)	(0,8)	0,6
Inversión extranjera directa / PIB	1,5	2,3	3,7	5,0	5,0	4,9	3,1	1,9	1,4	0,0
Otros indicadores										
Tasa de cambio real (índice 2000)	71,2	69,9	73,2	108,0	100,0	119,7	130,5	130,6	124,6	106,8
Relación de intercambio (índice 2000)	107,1	113,6	111,9	97,0	100,0	99,6	98,4	97,0	97,6	98,5
Tasa de desempleo (porcentaje)	5,4	5,7	7,6	7,6	7,1	6,2	11,7	12,3	11,5	9,9
Inflación (porcentaje)	9,6	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	7,6	6,2
IPP	8,1	7,8	1,5	28,9	12,1	11,9	35,4	6,3	14,7	
Variación tasa de cambio (porcentaje)	7,2	7,4	8,2	52,9	6,5	20,4	53,4	(19,3)	(7,1)	
Tasa de interés pasiva (porcentaje)		24,9	29,3	25,8	17,5	17,4	19,0	23,3	16,2	19,2
Tasa de interés activa (porcentaje)		63,2	68,3	64,3	41,9	41,1	44,4	49,8	41,1	44,0

Fuente: Banco Central de Brasil.

Gracias a este comportamiento de la balanza en cuenta corriente ha aumentado el ahorro interno de esa economía y así se ha reducido también su tradicional dependencia de los capitales externos; como consecuencia de esto, hoy la economía del Brasil es menos vulnerable frente al comportamiento de los mercados financieros internacionales.

No obstante, un aspecto que llama la atención es el comportamiento reciente

de los flujos de IED, los cuales tradicionalmente habían sido muy importantes en Brasil, pero se han ido reduciendo sustancialmente, de tal manera que en 2005 la IED neta fue cercana a cero.

En cuanto a las reservas internacionales, a finales de 2005 alcanzaron los US\$58.000 mm, las cuales son las reservas netas que, como se explicará más adelante, son distintas a las totales y las líquidas. Estas últimas son mucho menores y

se deben tener en cuenta para el cálculo de los indicadores de liquidez internacional; también, se mostrará que dichos indicadores están en niveles cercanos a sus valores críticos: en los últimos años Brasil ha estado acumulando reservas internacionales para tratar de evitar una apreciación mayor de su moneda, esto, a pesar de que ha implementado una política agresiva de prepagos de su deuda externa con estas reservas internacionales (Gráfico 40).

2. Situación fiscal

Otro aspecto que ha contribuido al mejoramiento del panorama económico del Brasil ha sido la evolución de la situación fiscal. Después de grandes desajustes que la caracterizaron a finales de los noventa

y comienzos del presente siglo, actualmente se encuentra casi totalmente resuelta, ya que ha cumplido con creces las metas que se impuso en sus acuerdos con el Fondo Monetario Internacional (FMI), especialmente en lo referente a la generación de superávits primarios en las finanzas públicas (gráficos 41 y 42). Este hecho ha sido otro factor determinante en la disminución de la vulnerabilidad externa de Brasil.

3. La tasa de cambio

La tasa de cambio también ha exhibido una mayor estabilidad que en el pasado, con excepción de dos episodios en 2001 y 2002, sobre los cuales profundizaremos en este trabajo (Gráfico 43).

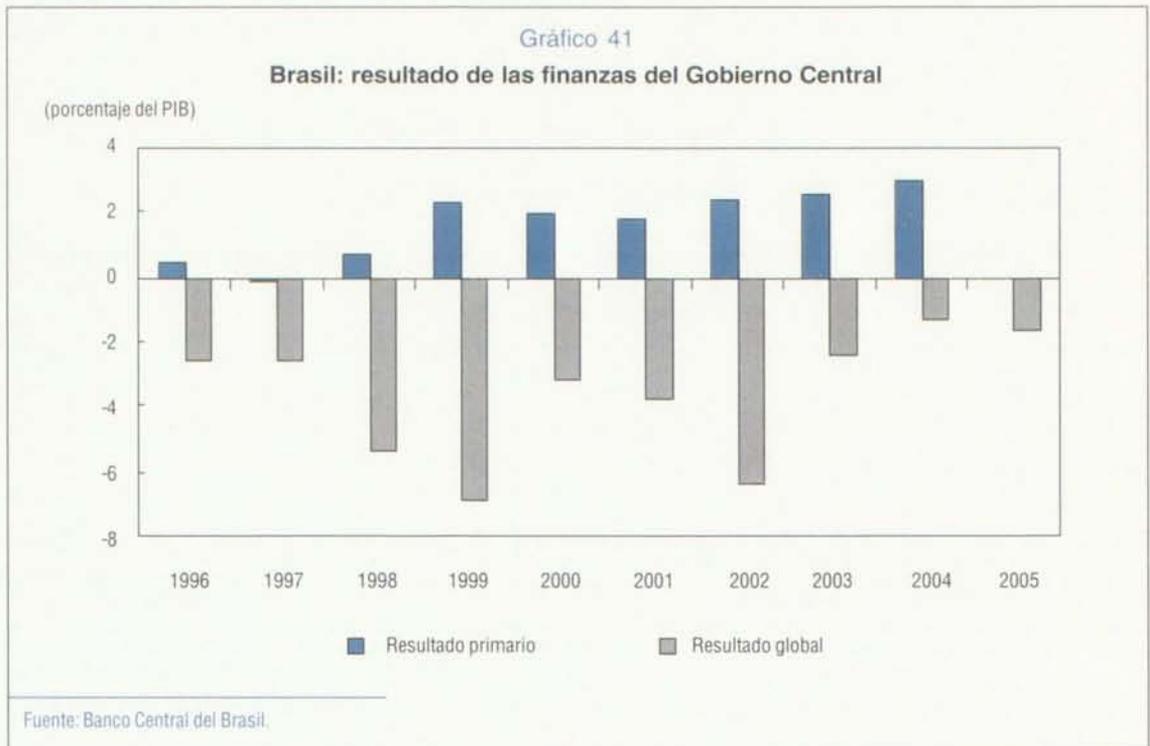
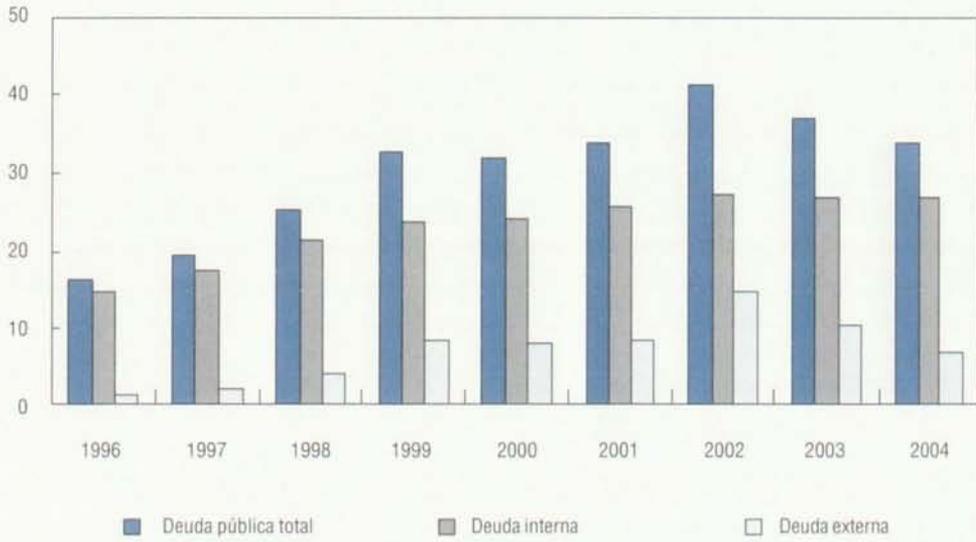


Gráfico 42

Brasil: deuda pública externa e interna

(porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central del Brasil.

Gráfico 43

Brasil: tasa de cambio nominal diaria

(reales / dólar)



Fuente: Banco Central del Brasil.

A mediano plazo la tasa de cambio real en Brasil ha mostrado una tendencia a la depreciación, al tiempo que se deterioran sus términos de intercambio: al respecto, vale la pena recordar que Brasil es una economía que no es autosuficiente en el consumo de combustibles y debe importar petróleo en cantidades importantes (Gráfico 44).

Vale la pena resaltar que en lo que respecta a los indicadores de apertura comercial, estos son relativamente más bajos que los presentados en los casos anteriores, e inferiores también a los de Colombia (Gráfico 45).

4. Tasas de interés

Es también interesante el hecho de que Brasil exhibe unos niveles de tasas de

interés muy altos debido a las peculiaridades del mercado de crédito de ese país: Brasil cuenta con un mercado segmentado en donde las empresas tienen acceso a un crédito de fomento subsidiado con tasas de interés muy bajas, mientras que el resto de agentes debe acudir al mercado financiero; en este último las tasas son mucho mayores.

Esta peculiaridad plantea también características especiales a los canales de transmisión de la política monetaria, que se hacen menos efectivos; así, para poder tener un impacto sobre la actividad económica se requieren movimientos muy fuertes de las tasas de interés de política, ya que estos movimientos solamente afectan los préstamos a los hogares.

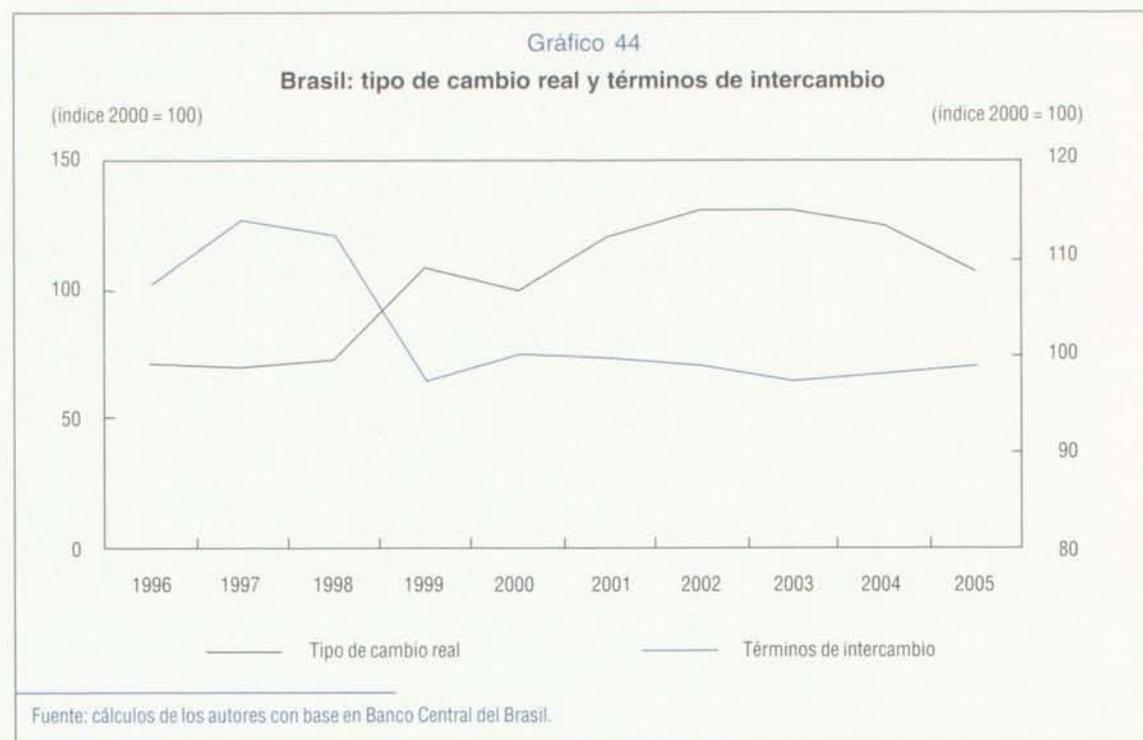
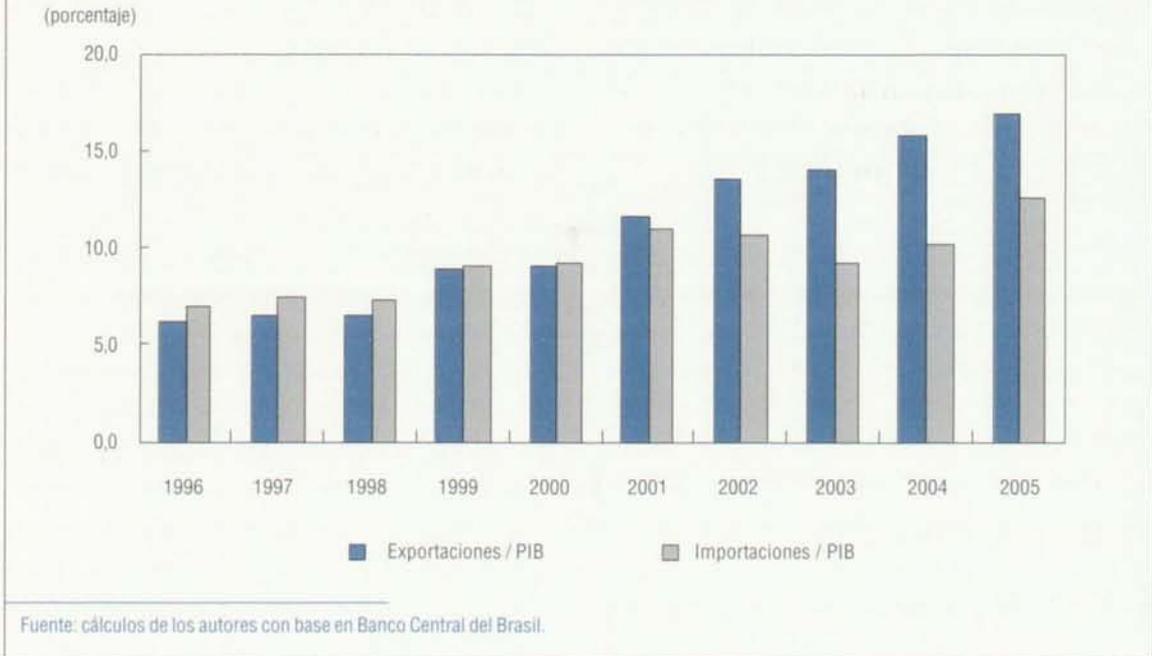


Gráfico 45

Brasil: indicadores de apertura comercial



B. La política monetaria en Brasil

Brasil tiene un régimen de metas de inflación desde 1999, pero su banco central no es totalmente independiente del Gobierno, lo que se debe a su estructura institucional. En esta estructura el órgano principal es el Consejo Monetario Nacional (CMN), integrado por los ministros del área económica. Allí se fijan las metas y sus respectivos intervalos de tolerancia, mediante una propuesta del ministro de Hacienda.

También existe un Comité de Política Monetaria (Copom), constituido en 1996 y cuya función desde 1999 es la de cumplir con las metas fijadas por el CMN. El Copom está compuesto por los miembros del directorio colegiado del BCB;

el presidente, los directores de política monetaria, política económica, estudios especiales, asuntos internacionales, normas y organización del sistema financiero y fiscalización, liquidaciones y desestatizaciones y administración, quienes determinan la política de tasas de interés mediante votación.

Adicionalmente, en Brasil el sistema de metas de inflación se da por decreto y no por ley o cambio constitucional, como se ha hecho en otros países, situación que hace que las normas que soportan el régimen de inflación objetivo se consideren menos estables que en otras naciones.

A pesar de estas particularidades institucionales, las autoridades de Brasil (tanto

los miembros del Gobierno como del BCB, se comportan en la práctica como si tuvieran independencia, y con el transcurso del tiempo han ido avanzando hacia una situación en la cual cada vez se han delimitado más sus responsabilidades frente a las del Gobierno.

Una de las consecuencias que tiene este peculiar arreglo institucional del Brasil es en la contabilidad de las reservas internacionales, ya que hay grandes diferencias en los distintos conceptos de esta variable.

Hasta 2002 en Brasil su banco central emitía sus propios papeles de deuda, posibilidad que fue eliminada en ese año dentro de su programa de ajuste fiscal (ley de responsabilidad fiscal). Sin embargo, el BCB debe atender un porcentaje importante de la deuda externa del país. En particular, realiza los pagos de la deuda externa pasada, que fue reestructurada (bonos Brady y Club de París).

En este sentido, las reservas internacionales normalmente se publican netas de estas deudas; también, hay grandes diferencias entre las reservas netas y las líquidas. Actualmente las reservas totales son de US\$96.000 m, las netas de \$48.000 m, y las líquidas apenas superan los US\$18.000 m. Los pagos de amortizaciones de la deuda externa de un año son aproximadamente de US\$17.000 m, lo cual significa que Brasil posee un nivel de reservas líquidas cercano al valor de estas amortizaciones.

El principal instrumento de política monetaria es la meta para la tasa denomi-

nada sistema especial de liquidación y custodia (Selic), que es tasa media de financiamiento diario.

El índice de precios sobre el que se fijan las metas es el denominado IPCA (índice ampliado de precios al consumidor).

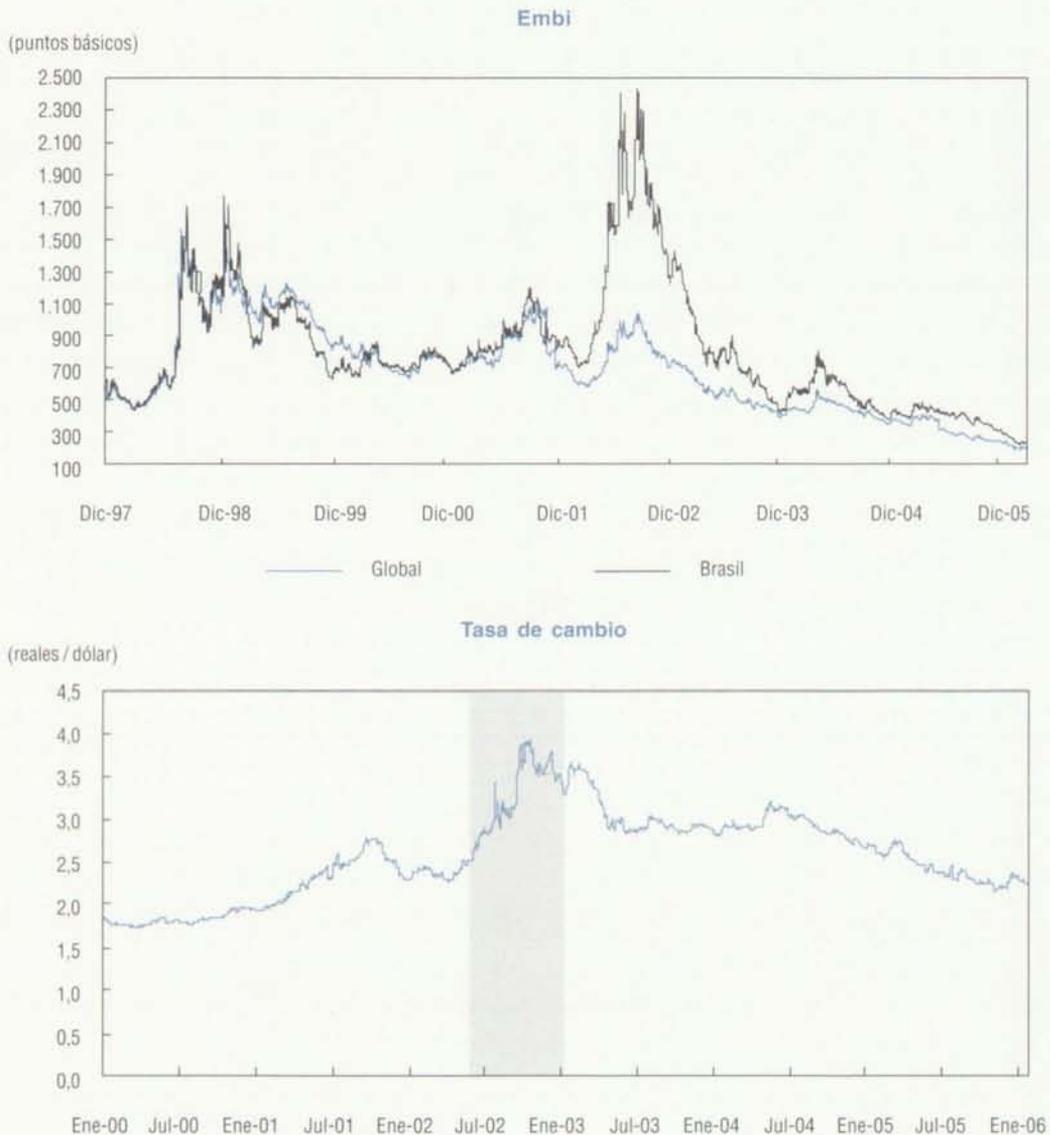
C. Episodio de manejo cambiario: abril a diciembre de 2002

Este episodio constituye la mayor inestabilidad cambiaria en Brasil; aquí factores externos desempeñaron un papel muy importante, como lo fueron el inicio de la guerra contra Irak, la recesión de Estados Unidos y la crisis de empresas como la Enron, los cuales tuvieron influencia sobre los mercados financieros internacionales incrementando su aversión al riesgo. También tuvo mucha influencia el factor político de Brasil, próximo a las elecciones, en las cuales tenía altas probabilidades el actual presidente Luiz Inácio Lula da Silva, pero que era visto como un candidato poco confiable por el tipo de políticas que podría llegar a aplicar en la vecina Nación.

Aunque, a la postre, las políticas de Lula da Silva no resultaron como los mercados las predecían en esos momentos, la posibilidad de que ganara las elecciones afectó fuertemente la percepción de riesgo de Brasil a partir de abril de 2002 (Gráfico 46).

El aumento de la percepción de riesgo se reflejó en un cierre de los mercados de crédito internacionales, lo cual, a su

Gráfico 46
Brasil: EMBI y tasa de cambio diaria



Fuente: EMBI y Banco Central del Brasil.

vez, llevó a que la tasa de cambio se depreciara en más de un 75% nominal en menos de tres meses.

Sin embargo, ya había ocurrido un episodio similar en 2001, el cual había sido

producido también por una serie de eventos externos, como la desaceleración de la economía mundial y la cesación de los pagos de la deuda externa en Argentina, combinados con el problema fiscal de Brasil. En dicha ocasión el real

(R\$) se depreció en 52%, lo cual se tradujo en mayor inflación, al transmitirse a los precios de los bienes importados y que competían con las importaciones; no obstante, la inflación interna también aumentó por los precios administrados, en particular, la energía eléctrica. Ante esta nueva coyuntura, el BCB tuvo que suspender sus aumentos en la tasa de interés para controlar la inflación en 2001.

Simultáneamente, atacó el problema con ventas de títulos indexados a la tasa de cambio por un valor cercano a los US\$9.100 m.

Al final de 2001 la situación se encontraba estabilizada y en el primer semestre de 2002 parecía continuar muy estable. Incluso, el banco central había reanudado su política de rebajas a las tasas de interés y el real venía apreciándose, como reflejo de un mejor acceso de Brasil a los mercados internacionales de crédito. La tasa de cambio se mantuvo fija en R\$2,35 por dólar durante el primer trimestre del año. Como consecuencia de lo anterior en abril el Gobierno hizo un prepagó al FMI por US\$3.600 m.

La tasa de cambio comenzó a reaccionar en el mes de abril de 2002, pasando de R\$2,45 a más de R\$3 por dólar en dos meses, pero las expectativas de mercado señalaban que sería algo temporal.

Al tiempo que ocurría la devaluación, en mayo, el BCB y la Comisión de Valores Mobiliarios cambiaron el método de

valoración de los activos del portafolio de los fondos de inversión para que fueran de acuerdo con el mercado; así, la coincidencia de estos dos hechos llevó a una preferencia por activos líquidos y a una expansión de los medios de pago.

Los acontecimientos cambiarios y las medidas mencionadas obligaron a una postura más conservadora de la política monetaria. Ante la imposibilidad de emitir títulos de deuda, como había hecho en 2001, por entrar en vigencia precisamente en ese año la ley de responsabilidad fiscal, el banco central anunció su actuación en el mercado de derivados mediante operaciones *swap* de cambio, inicialmente combinadas con una oferta de títulos del Gobierno a la tasa Selic.

El BCB optó otra serie de medidas complementarias como la elevación del encaje bancario de 30% a 45%; al tiempo, fijó metas cada vez más altas para la tasa Selic a partir del segundo semestre, después de que se habían bajado durante el primer semestre. Esto lo hizo como respuesta a las mayores presiones inflacionarias, especialmente a partir de septiembre

También, fue modificada la exigencia de capital propio de los bancos para operaciones con activos y pasivos referenciados en moneda extranjera de 50% a 100%, y se estableció un límite de exposición en moneda extranjera de las instituciones financieras de 60% a 30%.

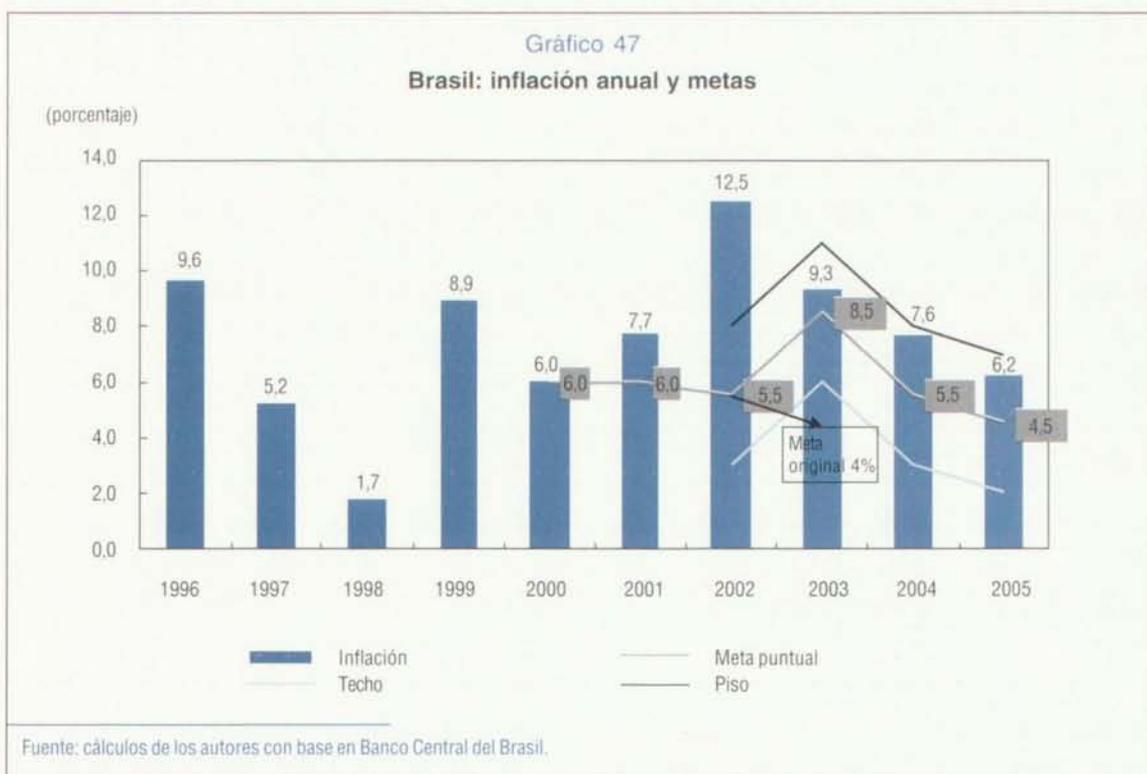
A pesar de estas medidas, los títulos públicos federales no pudieron colocarse en

octubre y diciembre; incluso, la meta de inflación de 5,5% no se pudo cumplir en 2002.

La parte más discutible de las medidas adoptadas por las autoridades de Brasil para enfrentar este episodio fue el manejo que se le dio a las metas de inflación que habían sido previamente fijadas para los siguientes dos años (2003 y 2004) y que ante la magnitud del choque era evidente que no se podrían cumplir.

Como consecuencia de ello, las autoridades decidieron modificar la meta de inflación: para 2003 fue modificada de 4% a 8,5% y ampliado el rango de $+2$ a $+2,5$; por su parte, la meta de inflación para 2004 se cambió de 3,5% a 5,5% con el mismo rango de variación (Gráfico 47).

En Brasil, cuando se incumple la meta de inflación, la cual es responsabilidad del BCB, el presidente de esta entidad debe enviarle una carta al ministro de Hacienda explicando las razones de tal incumplimiento y trazando un plan para hacer que la inflación regrese a su senda de largo plazo. En 2002, en una de estas misivas el presidente del BCB señalaba para 2002, como se ve en el Gráfico 47, que la meta de inflación era 5,5%, con un rango de $+2$, que fue incumplida al registrarse una inflación del 12,5%. Las razones por las cuales se llegó a este resultado fueron, de acuerdo con su planteamiento, básicamente el comportamiento de la tasa de cambio, que produjo un desfase de 8,92% en la inflación, el comportamiento de los precios administrados (5,9%) y las mayores



expectativas (4,3%), tal como se aprecia en el Cuadro 14.

En la carta enviada por el presidente del BCB también se justificaba la modificación de las metas de 2003 y 2004, que habían sido previamente anunciadas en 4% y 3,75%, respectivamente (Cuadro 15).

En la mencionada carta también se mencionaba sobre la conveniencia de modificar estas metas, por los efectos que podría tener sobre el producto de la economía un esfuerzo mayor por tratar de reducir la inflación de acuerdo con la senda trazada originalmente. Para ilustrar

estos puntos se presentaban los siguientes cálculos:

Inflación de 2003	crecimiento del PIB
(porcentaje)	
8,5	2,8
6,5	-1,6
4,0	-7,3

Según la misiva, de empecinarse en el cumplimiento de la meta de 2003 (4,0%), el BCB podría causar una recesión muy aguda (-7,3%); así, con una meta de 6,5%, el costo en términos del producto sería una caída de 1,6%, mientras que con la meta fijada (8,5%) la economía podría

Cuadro 14
Brasil: descomposición de los distintos efectos sobre la inflación de 2002

	porcentaje
Inflación corrida	12,53
Excluyendo el efecto transmisión	8,92
Excluyendo precios administrados	5,98
Excluyendo impacto expectativas	4,30

Fuente: Banco Central de Brasil.

Cuadro 15
Justificación del ajuste de metas 2003 y 2004

	2003	2004
Meta decidida por el CMN	4,0	3,8
Choques de precios administrados	1,7	1,1
Inercia futura	2,8	0,6
Inercia heredada	4,2	1,0
Meta ajustada	8,5	5,5

Fuente: Banco Central de Brasil.

crecer 2,8%. En 2003, sin embargo, la economía casi duplicó esta tasa de crecimiento.

A pesar del manejo muy poco ortodoxo que Brasil le dio a sus metas de inflación en este episodio, autores muy reconocidos como Mishkin (2004) afirmaron:

«el procedimiento seguido por el BCB fue un caso de libro de texto con respecto a la respuesta de un banco central de un país emergente ante un *shock* externo. Fue un procedimiento transparente, tanto en la argumentación sobre las razones por las cuales se perdió la meta, las medidas que se adoptaron para enfrentar el *shock* y los planes del BCB para retornar a las metas de inflación de largo plazo».

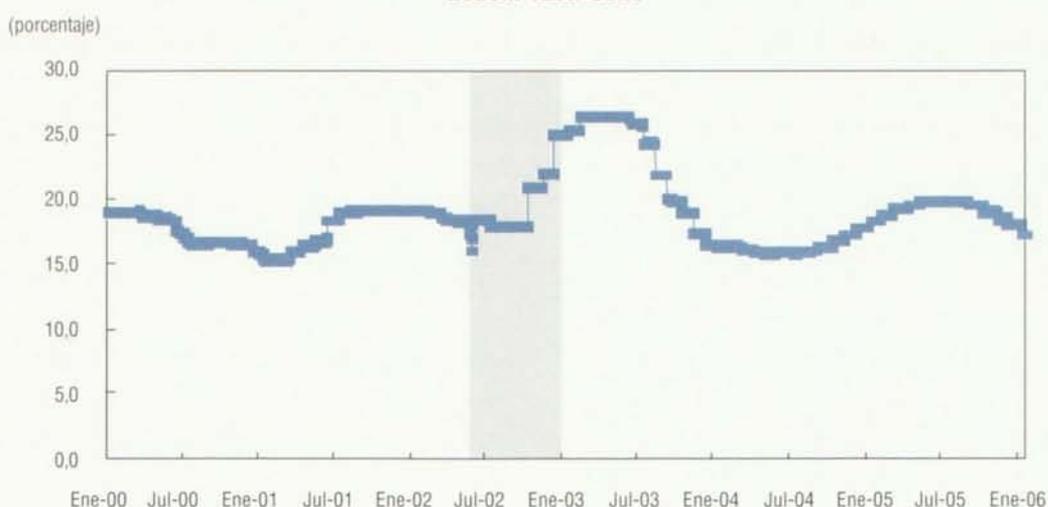
Quizás lo más «ortodoxo» en este manejo que dieron las autoridades brasileñas al episodio de la devaluación del real en 2002 es que aumentaron las metas para la tasa Selic; este aumento, sin embargo, fue pequeño y por un período de seis meses (Gráfico 48).

VI. CONCLUSIONES GENERALES

La pregunta que suscitó este análisis fue la siguiente: ¿cómo han logrado los países analizados mantener un determinado nivel de la tasa de cambio durante un período de tiempo más o menos prolongado?

Cada uno de los casos analizados aporta algún elemento a esta pregunta. En un extremo está China, en donde se ha

Gráfico 48
Brasil: tasa Selic



Fuente: Banco Central del Brasil.

logrado mantener su tipo de cambio gracias a una estructura económica e institucional en las cuales predominan los controles estatales a los flujos de capital, el sector financiero y el sector productivo. A pesar de todos estos controles, la política cambiaria ha tenido que estar acompañada de compras masivas de reservas internacionales en los últimos años. Además, China ha recibido presiones de otras naciones para que flexibilice su mercado cambiario, cosa que hizo muy tímidamente en julio de 2005, y hoy en día se permite fluctuar su moneda dentro de un rango de $\pm 2\%$.

Un caso menos extremo es el de Hungría, país que por sus características estructurales otorga gran importancia a su política cambiaria y los efectos que esta tiene sobre su estructura productiva; por dicha razón, esta nación tiene un régimen de inflación objetivo que combina desde sus inicios con una defensa de su banda cambiaria. Aquejada por una fuerte tendencia a la apreciación en los años de funcionamiento de esta banda, Hungría se vio obligada a tenerse que defender de un ataque especulativo al piso de su banda a comienzos de 2003. El manejo de este episodio fue exitoso, las autoridades lograron repeler el ataque sin mayores consecuencias sobre el proceso de reducción de la inflación y sin una recesión de la economía. Esta defensa del florín llevada a cabo por las autoridades monetarias de Hungría deja como lección que cuando dichas autoridades se comprometen en defender un determinado nivel de la tasa de cambio, deben

actuar con determinación cuando este piso es atacado.

Un caso un tanto distinto al de Hungría es el de Chile hasta 1998. Por efectos de una gran liquidez internacional y un crecimiento muy importante de sus exportaciones la economía chilena tuvo que enfrentarse, como otras economías latinoamericanas durante los años noventa, a una fuerte tendencia a la apreciación de su tasa de cambio. En ese entonces el esquema que tenía Chile era el de una banda cambiaria cuya paridad central se devaluaba con un esquema de *crawling peg* que buscaba mantener el tipo de cambio real constante. Las autoridades de ese país se vieron obligadas a adoptar una serie de medidas tales como las modificaciones a la paridad central y el ancho de la banda, los controles de capital, la intervención muy activa en el mercado de divisas con esterilización y una política fiscal contracíclica; medidas que no evitaron que continuara la tendencia a la apreciación. De otro lado, a pesar de la intención de la autoridad monetaria en contener la apreciación, ésta no dejó de lado su objetivo sobre la inflación, haciendo imposible evitar la apreciación; en todo caso, la situación externa de Chile cambió radicalmente cuando sobrevino la crisis asiática en 1998, se dejó flotar el tipo de cambio y se adoptó un régimen de metas de inflación más ortodoxo que prevalece hoy en día. A pesar de que Chile no ha sido ajeno a los choques externos que han enfrentado otros países del continente, posee una menor vulnerabilidad externa y su tipo de cambio fluctúa en menor proporción.

Por otra parte, es notable la estabilidad cambiaria exhibida por Perú y debe atribuirse a varios factores; por un lado, es una economía que ha implementado desde los años noventa una gran cantidad de reformas estructurales que han introducido más flexibilidad en sus mercados. A pesar de que aún no es muy abierta al comercio internacional, este tipo de economía tiende a absorber los choques externos sin necesidad de ajustes excesivos de la tasa de cambio. En segundo lugar, es importante destacar el efecto que tiene la dolarización financiera sobre este ajuste a los eventos externos, cuando hay movimientos del tipo de cambio en Perú, los agentes pueden ajustar sus portafolios en dólares y moneda extranjera al interior mismo del sistema financiero peruano, con lo cual no se presentan los flujos de capital privado que hay en otras economías en respuesta a estos movimientos de la tasa de cambio y que tienden a magnificarlos. Por último, en épocas cuando se registran fluctuaciones cambiarias que no son excesivas, el banco central se ha ocupado en intervenir activamente para estabilizar la tasa de cambio con relativo éxito, lo cual ha hecho porque considera que una tasa de cambio estable es necesaria para revertir el proceso de dolarización financiera, uno de los principales objetivos que tuvo la autoridad monetaria de ese país para introducir el régimen de inflación objetivo en 2002.

En todo caso, la estabilidad cambiaria del Perú se ha visto amenazada en varias ocasiones, siendo los episodios más re-

cientes la apreciación simultánea de su moneda, junto con la de otros países del mundo desde 2003. Esta apreciación fue gradual y, aunque bastante pronunciada, suscitó intervenciones del BCRP, pero no pudo ser contrarrestada. A finales de 2005 se registró un episodio de depreciación temporal que, en parte, corrigió la apreciación que se evidenciaba hasta entonces, pero en este episodio, ligado con factores políticos electorales, el banco central tuvo que intervenir masivamente.

Por último, está el caso del Brasil. Esta es una economía que también ha implementado recientemente reformas estructurales de importancia, especialmente en el campo fiscal, las cuales han contribuido a disminuir su vulnerabilidad externa y vuelto más estable su tasa de cambio. En 2002, sin embargo, cuando aún no se tenía claridad sobre el camino por el cual avanzarían estas reformas, se registró un episodio de depreciación muy fuerte, ligado también a eventos políticos y externos. Este episodio llevó a que se incumplieran las metas de inflación fijadas para varios años y amenazó muy seriamente la credibilidad de la autoridad monetaria y del régimen de inflación objetivo; dicho régimen, además, no tiene las mismas características institucionales que en otros países, puesto que fue fijado por decreto y hay muchas funciones del manejo de la deuda externa del país que aún le corresponden al banco central. El manejo que le dio Brasil a este episodio fue heterodoxo, pero finalmente pudo regresar a un esquema de desinflación que

le ha permitido seguir reduciendo esta variable y acercarse a su meta de largo plazo.

Así las cosas, las razones por las cuales los países analizados pudieron mantener tipos de cambio estables durante períodos apreciables de tiempo son una combinación de factores estructurales de cada economía y manejo de las autoridades económicas de una gran variedad de instrumentos; en todo caso, todos ellos le han otorgado una importancia muy grande al comportamiento del tipo

de cambio dentro del manejo de su política macroeconómica y no precisamente por el impacto que éste pueda llegar a tener sobre el comportamiento de la inflación en un año dado. En los casos de China y Hungría el tipo de cambio es fundamental para conservar la competitividad de su estructura productiva, y así está explícito entre los objetivos de su política monetaria. En el caso del Perú, existe un típico «miedo a la flotación» por los efectos que tienen los movimientos cambiarios sobre los balances del sector financiero.

REFERENCIAS

- Barabás (2003). «Coping with the speculative attack against the forint's band», MNB.
- Barnett, S. and R., Brooks (2006). «What's Driving Investment in China?», *IMF Working Paper* WP/06/265.
- Cowan, K., y J., De Gregorio (2005). «International Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lesson from Chile», *NBER Working Paper* No. 11382.
- Dalton, J., and C., Dziobek (2005) «Central Bank Losses and Experiences in Selected Countries», *IMF Working Paper* WP/05/72
- De Gregorio, J., Edwards, S., y R., Valdés (2000). «Controls on Capital Inflows: Do they work?», *NBER Working Paper* No. 7645
- De Gregorio, J., (2001). «La política cambiaria», *Documentos de Política Económica*, No. 2, Banco Central de Chile.
- De Gregorio, J.; A., Tokman (2004). «Flexible Exchange Rate Regime and Forex Interventions: The Chilean Case», *Documentos de Política Económica*, No. 11, Banco Central de Chile.
- De Gregorio, J y A., Tokman. (2004). «El miedo a flotar y la política cambiaria en Chile», *Working Paper* No. 302, Banco Central de Chile.
- De Gregorio, J.; Tokman, A., y R., Valdés (2005). «Tipo de cambio flexible con metas de inflación en Chile: experiencias y temas de interés». *Documentos de Política Económica*, No. 14, Banco Central de Chile.
- Dunaway, S.; Leigh, I.; Xiangming Li. «How Robust are Estimates of Equilibrium Real Exchange Rates: The Case of China». *IMF Working Papers* WP/06/220.

-
- Frederic S. Mishkin (2003). «Can inflation targeting work in emerging market countries?», *NBER Working Paper* 10646, <http://www.nber.org/papers/w10646>.
- Jiri J. y F S. Mishkin (2003). «Inflation targeting in transition countries:experience and prospects», *NBER Working Paper* 9667, <http://www.nber.org/papers/w9667>.
- Jonas J. y F. Mishkin (2005). «Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects», en Bernanke E. y M. Woodford (eds.) *The Inflation Targeting Debate*, The University of Chicago Press.
- Le Fort, G. (2005). «Capital Account Liberalization and the Real Exchange Rate in Chile», *IFM Working Paper* No. 132.
- Massad, C. (2001). «La política monetaria en Chile en la última década», *Documentos de Política Económica*, No.1, Banco Central de Chile.
- Podpiera, R. (2005). «Progress in China's Banking Sector Reform: Has Bank Behavior changed?», *IMF Working Paper* WP/06/71.
- Paiva, C. (2006). «External Adjustment and Equilibrium Exchange Rate in Brazil», *IMF Working Paper* WP/06/221.
- Páginas electrónica y publicaciones electrónicas de los siguientes bancos centrales:
- Banco Central de la Reserva del Perú. www.bcrp.gob.pe. *Reportes de Inflación, Memorias anuales y estadísticas anuales y trimestrales*. Varios números.
- Banco Central do Brasil. www.bcb.gov.br. *Carta aberta, Copom, Relatório de Inflação, Relatório Anual*. Varios números.
- Banco Central de Chile. <http://www.bcentral.cl/>. *Reportes y Estadísticas*.
- Hungary Nacional Bank (Magyar Nemzeti Bank) www.mnb.hu. *Inflation Reports*. Varios números.
- People's Bank Of China (PBC) www.pbc.gov.cn/english. *Monetary Policy Reports*. Varios números.