

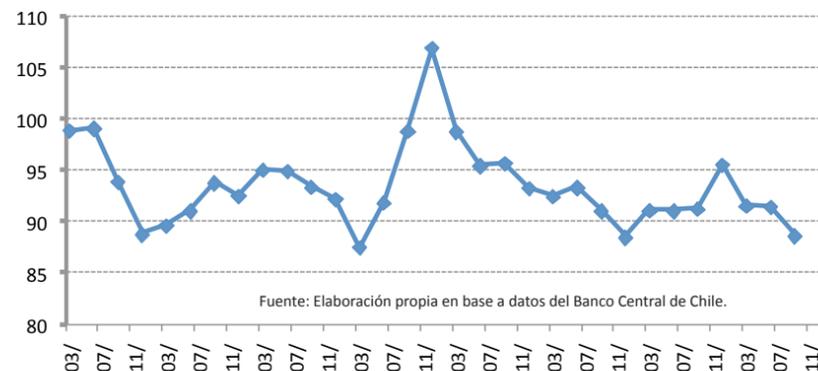
Tipo de Cambio: ¿cerca de una nueva embestida?

Por Pablo González*

Hace dos años atrás, apenas comenzado el año 2011, el Banco Central de Chile inició un programa de intervención en el mercado cambiario con el fin de sostener la cotización nominal de la moneda estadounidense. El 4 de enero de 2011, la cotización era de \$466,05 por dólar, saltando por arriba de los \$490 durante lo restante de enero, sin embargo, comenzó una baja sostenida durante aquel primer semestre. Estos últimos meses las presiones para una intervención del Banco Central en el mercado cambiario han reaparecido. Los sectores exportadores sienten la carga de un tipo de cambio nominal con leve tendencia a la baja. Sus argumentos van por el lado de los riesgos de la actividad exportadora y la necesidad de dar estabilidad en el largo plazo. Sinceramente, estos son los mismos argumentos que podrían tener

la industria de la energía, la minería, la actividad forestal, la industrial, la pesca o incluso, cualquier trabajador que no tiene garantía sobre sus ingresos reales en el futuro. En todo caso, lo que el sector exportador debiera analizar son las condiciones generales de la economía para el largo plazo y de allí reevaluar sus decisiones de inversión o gestión que les fuere necesario. Una de las pocas cosas en las que los economistas están de acuerdo es que la competitividad de largo plazo no está determinada por el tipo de cambio nominal, sino por el tipo de cambio real. Ajustes a nivel nominal solamente generan ruido en una tendencia que está determinada por los fundamentos de la economía. Y cuando hablamos de fundamentos, nos referimos a los pilares de la economía y su relación con el resto del mundo.

Tipo de Cambio Real
(índice 1986=100)



* PhD Texas A&M University
Profesor Facultad de Economía y Negocios
Universidad Alberto Hurtado

Chile ha experimentado en las dos últimas décadas importantes avances en términos de desarrollo, al menos si se consideran los datos agregados. Un claro ejemplo de ello es el ingreso per cápita. Según datos elaborados por el Fondo Monetario Internacional el PIB per cápita (corregido por paridad de poder de compra) tuvo un incremento superior al 35% desde el año 2005 alcanzando los 17.000 dólares, aun considerando el contexto internacional adverso desde la crisis subprime, el terremoto del 2010 y la crisis fiscal de Europa.

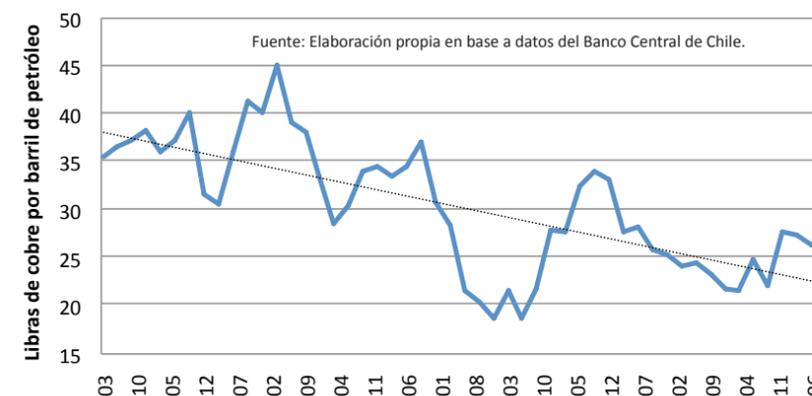
Desde el punto de vista fiscal, la posición no podría ser mejor. Mediante la conformación de fondos soberanos y la acumulación de excedentes en periodos de auge económico, el Estado chileno ha logrado consolidarse como acreedor neto en el contexto internacional. A noviembre del 2012 el Tesoro público acumulaba activos por el equivalente a 35 mil millones de dólares, en donde resaltan los 15.000 millones de dólares de provisiones contra el ciclo económico del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) y los 5.900 millones de dólares del Fondo de Reserva de Pensiones (FRP) constituido para hacer frente a las deudas que la Reforma Previsional generó para mejorar las pensiones a futuro. Cabe mencionar que la deuda externa del gobierno central y el Banco Central no superaba a octubre del año pasado los 8.000 millones de dólares.

Periodo		2007	2008	2009	2010	2011	nov-12
Fondos Soberanos	FEES	14.033	20.211	11.285	12.720	13.157	14.990
	FRP	1.466	2.507	3.421	3.837	4.406	5.870
	Sub total	15.499	22.717	14.706	16.557	17.562	20.860
Otros Activos del Tesoro Público	TP CLP	1.768	503	529	1.084	3.772	7.519
	TP US\$	3.643	2.303	1.125	2.809	6.816	6.710
	Sub total	5.411	2.806	1.654	3.893	10.588	14.229
Total		20.910	25.523	16.360	20.450	28.151	35.088

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Dirección de Presupuesto y Banco Central de Chile.

Una larga lista de acuerdos y tratados de libre comercio ha convertido a Chile en una de las economías más abiertas del mundo, permitiendo el acceso con facilidad a los principales mercados internacionales. El boom de las materias primas también le ha sido favorable durante los últimos años. Para ilustrarlo, considerando el precio en dólares de la libra de cobre y el precio del petróleo (WTI) en dólares por barril: si a comienzo de la década pasada se obtenía un barril de petróleo por cada 35 libras de cobre, hoy esa cifra está en torno a las 26 libras por barril.

Precio Relativo Petróleo/Cobre



La regulación de los mercados de crédito incluso pasaron las pruebas de la crisis subprime, cuando en el mundo observábamos (y observamos actualmente) entidades financieras bajo quiebra o con programas de rescate.

Estos son sólo algunos indicadores que permitirían sospechar que Chile ha cambiado en sus fundamentos económicos, transformándose en una economía más estable en términos relativos agregados que hace incluso una década atrás. Las convulsiones económicas de los últimos años han sido un buen simulacro que demostró la resiliencia de la economía nacional. Son estos mismos argumentos los que podrían dar un atisbo de que si existe una tendencia en el tipo de cambio real de equilibrio, esta es a la baja, en la medida que Chile siga mejorando su institucionalidad y desempeño económico.

LAS ALTERNATIVAS DE POLÍTICA: NO MUCHAS

En el marco antes descrito, los programas para sostener el tipo de cambio nominal no son precisamente la mejor alternativa. Si bien García y Restrepo (2001)* mostraron evidencia de una lenta transferencia desde el tipo de cambio a precios, ante intervenciones en post de recuperar el tipo de cambio nominal, en el largo plazo el traspaso es ineludible tanto a precios como a salarios, en especial dados los elevados niveles de actividad que se evidencian en los últimos trimestres, que por suerte aún no se reflejan en presiones inflacionarias.

En sus últimos comunicados, el Banco Central ha insistido que se reserva la prerrogativa de intervenir si considera un fuerte desalineamiento del tipo de cambio respecto a los valores de equilibrio. Más allá de las dificultades técnicas para proyectar ese valor (el mismo Banco Central no publica sus proyecciones al respecto), es más probable una tendencia a la baja que al contrario. Quizás estos anuncios preventivos tengan la intención de generar un cambio de expectativas de corto plazo que evite caídas por algunos días y acalle algunas voces, pero los efectos serán transitorios.

Una intervención tendría los mismos efectos que un subsidio transitorio que no resuelve un problema de fondo para aquellos sectores que hoy se ven perjudicados, con el agravante de que sería otorgado sin autorización del Congreso vía Presupuesto Público.

Las mejoras estructurales de la economía chilena en busca de su desarrollo van a reflejarse en el largo plazo en un peso más valorado. Es importante que todos los sectores de la economía vayan comprendiendo este punto. El camino está en las mejoras de productividad, no sólo en el campo de lo laboral, sino también en el ámbito de las condiciones de competencia en los mercados. ■

* García T., C.; Restrepo, J. (2001). "Price inflation and exchange rate pass-through in Chile", Working Papers, N°. 128, Banco Central de Chile.



2013: momento para intervenir el tipo de cambio

Por Carlos García T.*

* Ph.D. en Economía, University of California at Los Angeles, Estados Unidos. Profesor Facultad de Economía y Negocios

El 2013 comenzará con la misma preocupación sobre el estancamiento de las economías desarrolladas: las expectativas de los expertos apuntan a un crecimiento de 1,6% para estas economías, solo algunas décimas por encima del crecimiento registrado el 2012 y muy por debajo del crecimiento de antes de la crisis del 2008. Sin embargo, pese a este negativo escenario externo, el impacto sobre la economía chilena ha resultado ser más bien marginal, excepto por el sector frutícola donde sí se observa una desaceleración en los últimos meses. El verdadero impacto de la actual situación externa en cambio, se está trans-

mitiendo en nuestra economía a través de un dólar bajo, lo que produce una serie de efectos que pueden dañar seriamente la capacidad exportadora y productiva de la economía nacional.

En efecto, desde el 2012 se han registrado fuertes y preocupantes entradas de capitales externos: en el período diciembre octubre del 2012 se han triplicado la entrada de capitales externos en relación al mismo período del 2011. La explicación de este fenómeno lo puede entregar la teoría económica de las finanzas internacionales. Esta teoría señala que una diferencia positiva entre la tasa doméstica y la externa

de interés, ajustada por expectativas de devaluación y riesgo país, atrae capitales externos. En otras palabras, es más rentable poner un dólar en Chile que en los Estados Unidos o en la decaída zona Euro. En consecuencia, el exceso de oferta de dólares en el mercado cambiario nacional a su vez presiona a la baja el precio del dólar. Todo esto ocurre por la sideral expansión de la oferta de dólares por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) a una tasa de interés de prácticamente cero. Durante el 2013 se espera que la situación no cambie hasta que ceda la alta tasa de desempleo que se observa en ese país. Sin duda, la lucha de la FED contra el desempleo en los Estados Unidos ha sido colosal y será recordada como uno de los grandes aciertos de la economía como ciencia aplicada o ingeniería social para evitar una catástrofe como la gran depresión del siglo pasado.

No obstante la acertada e inusual política de la FED tiene también un lado B para la economía chilena: la pérdida de competitividad de nuestros productos. En pocas palabras, un dólar bajo también significa un tipo de cambio real más bajo. Así, recordando que el tipo de cambio real mide los precios relativos entre, por ejemplo, los Estados Unidos y Chile, una caída de este precio indica que los precios nacionales comienzan a ser más altos (y caros) que en los Estados Unidos. Por tanto no solo los americanos comenzarán a reducir la demanda por nuestros productos, también lo harán europeos y japoneses porque todos están siguiendo la misma política monetaria expansiva.

Uno puede preguntarse por qué si la FED está implementando una política transitoria, especial e inusual para salvar su economía, nosotros no podemos hacer lo mismo para mantener estable el tipo de cambio y así sostener a nuestro sector exportador. La comparación es válida porque en el caso de la FED una vez que esta alcance sus obje-

tivos de desempleo, ella retirará la liquidez que ha inyectado en la economía para evitar presiones inflacionarias. Entonces, ¿No puede hacer lo mismo el Banco Central de Chile? Es decir, intervenir el dólar hasta que se normalice la política de los países desarrollados.

En efecto, la libre fluctuación del dólar puede producir ineficientes cambios en la asignación de los recursos. La caída de la demanda externa en el corto plazo no necesariamente produce reducciones en los precios y salarios que permitan acomodarla. Por el contrario, se ha demostrado que en el corto plazo, los precios no se ajustan a la velocidad necesaria para asegurar el pleno empleo, con lo cual la menor demanda externa se traduce en desempleo, cierre de firmas, pérdida de capital y/o sobre endeudamiento, lo que impide enfrentar adecuadamente las caídas de las ventas. Por el lado de la inversión privada, es probable que se posterguen proyectos en el sector exportador.

Sin embargo, todos estos cambios pueden ocurrir por un tipo de cambio bajo que no es necesariamente de equilibrio. En efecto, estos eventos no tienen que ver con las ganancias de productividad de la economía chilena, que sí es una fuerza que tiende a apreciar el peso a través del tiempo. Pero el proceso de ganancias de productividad es diferente y no significa necesariamente un problema para los exportadores nacionales: las ganancias de productividad también significan mayor producción de bienes transables (exportables), lo que se traduce a su vez, en más recursos para la economía y en consecuencia en un dólar más bajo. Esto es sano que ocurra, puesto que los exportadores pueden mantenerse compitiendo en los mercados externos a pesar de la caída del dólar. Esto porque los exportadores pueden enfrentar la competencia externa con costos también más bajos. Por el contrario, una vez que la expansión de la liquidez internacional normalice el dólar,

y puesto que no son temas de productividad los responsables del bajo valor del dólar, éste tenderá a subir. En otras palabras, el actual tipo de cambio bajo puede estar produciendo un estrés innecesario sobre el sector exportador mientras esperamos que se produzca esa normalización.

Obviamente este lúgubre panorama es válido sólo para las exportaciones no tradicionales (frutas, vinos y sector industrial). Las exportaciones mineras siguen una dinámica diferente porque están -y seguirán siendo- empujadas por el crecimiento de China, que en el 2013 se espera crezca en torno al 8,0%. Si bien esto es bueno para las empresas mineras, las economías regionales del norte y el sector fiscal, el exceso de dólares por las exportaciones de cobre y sus derivados pueden reforzar más la caída del dólar.

En definitiva, el tema del 2013 no será el crecimiento de la economía chilena: es muy probable que crezca por lo menos a una tasa de 5,0%. Las discusiones y complicaciones estarán en la caída del dólar. El desafío de este año será complejo, especialmente para recetas demasadas ortodoxas con tendencias a subir la tasa de interés en tiempos de bonanza que pueden hacer caer más el dólar. Se necesitará más imaginación en el diseño de las políticas económicas para compatibilizar una expansión de la economía sin que se produzcan desequilibrios por exceso de consumo (importaciones baratas) y un daño innecesario en el sector exportador. ■

Observatorio Económico

Decano: Jorge Rodríguez Grossi.
Fono Facultad: 889 7366
e-mail: jrodrigu@uahurtado.cl
fen.uahurtado.cl

Producción OE: Escuela de Periodismo UAH.