Volatilidad Cambiaria y el Escenario Internacional
Una Perspectiva desde la región Andina[1]

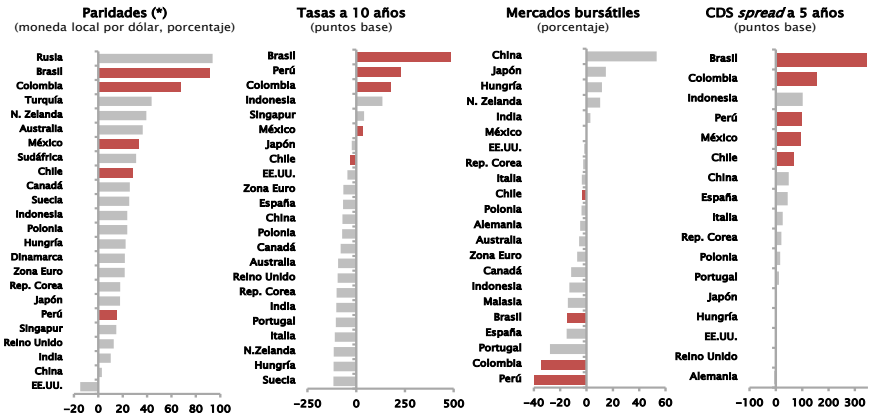
Pablo García Silva
Consejero – Banco Central de Chile

25 de septiembre 2015

Introducción

Quiero primero que nada agradecer a los organizadores esta oportunidad de poder referirme a temas que son por supuesto de interés de la coyuntura, pero que también motivan análisis en la banca central en general, y en el Banco Central de Chile en particular. Las reflexiones que siguen representan mi visión de los desafíos que enfrenta no sólo Chile, la región Andina, o Latinoamérica en particular, sino que el conjunto de economías emergentes en el proceso de rebalanceo global del crecimiento y los precios relativos post crisis 2008-2009. Es evidente que la región está pasando por momentos desafiantes, donde destaca por supuesto la depreciación del tipo de cambio nominal en diversas economías.

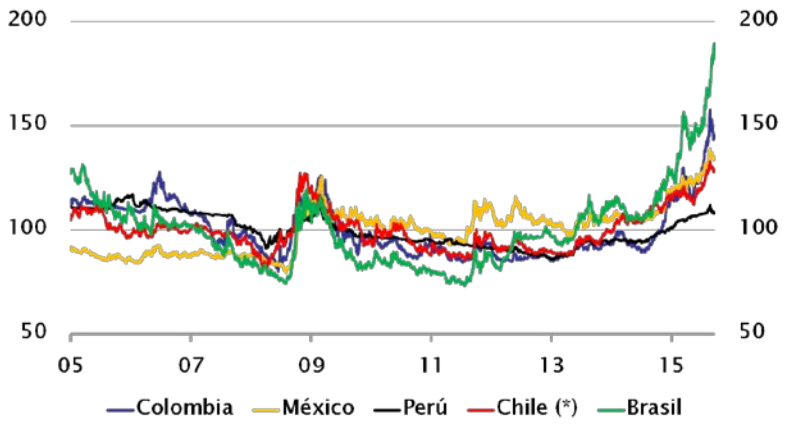
Gráfico I
Variables financieras desde julio 2014



(*) Aumento indica depreciación. Para EE.UU, corresponde al dólar multilateral. Fuente: Bloomberg.

[1] Presentación realizada en el Citi/Banchile Week in the Andes.

Gráfico 2
Tipo de cambio nominal
(promedio 2005-2015=100)



En ese sentido, quiero partir refiriéndome a la manera como las fluctuaciones cambiaras se pueden considerar en los marcos de política monetaria de metas de inflación. Este esquema es el que seguimos en Chile, y también que se aplica en diversos países Latinoamericanos, en varios países avanzados y diversos exportadores de productos básicos. Luego, dentro de este esquema analítico presentaré lo que a mi juicio son los factores que han incidido mayormente en la dinámica del tipo de cambio en la región en lo más reciente. Finalmente, quiero concluir con algunas reflexiones respecto al rol de la política monetaria en el contexto actual y su vinculación con las fluctuaciones del tipo de cambio, con especial atención al caso de Chile.

El tipo de cambio en el esquema de metas de inflación

En economías integradas comercial y financieramente con el mundo existe una íntima relación entre la selección del régimen cambiario y el esquema de política monetaria. En pocas palabras, el régimen monetario es la otra cara de la medalla del régimen cambiario, y no es posible determinar uno sin determinar el otro. La experiencia internacional en general, y en Latinoamérica en particular, ha tendido a mostrar en repetidas ocasiones que olvidar este principio conduce a ambigüedades y confusión en la conducción de la política monetaria, terminando en el peor de los casos en episodios de inestabilidad externa severa. En particular en el caso de Chile, nuestra historia nos dice que los episodios de turbulencia financiera han estado mayoritariamente vinculados a momentos de rigidez cambiaria excesiva.

Una forma útil de conceptualizar por qué se da esta íntima vinculación entre régimen monetario y cambiario está en la forma como se construye el andamiaje institucional y de

políticas, y en particular qué objetivos se persiguen. Entre las alternativas disponibles, es posible escoger como ancla nominal de la economía un tipo de cambio nominal estable, y enfocar todos los esfuerzos de la autoridad a dicho objetivo, o una meta de inflación con una política monetaria autónoma. No es aconsejable ser ambiguo en un tema tan central como este pues ello se presta para tensiones y puede fomentar la especulación.

¿Qué rol juega entonces el tipo de cambio en los esquemas de metas de inflación? Uno puede pensar en varias dimensiones. En primer lugar, economías pequeñas y abiertas tienen una fracción relevante de su canasta de consumo compuesta por bienes importados, y por lo tanto las fluctuaciones cambiarias tendrán impacto en el nivel de precios. En segundo lugar, la integración financiera lleva a que un factor, dentro de muchos otros, que determina la trayectoria esperada de la paridad es la instancia, esperada, de política monetaria local *vis-a-vis* el mundo.

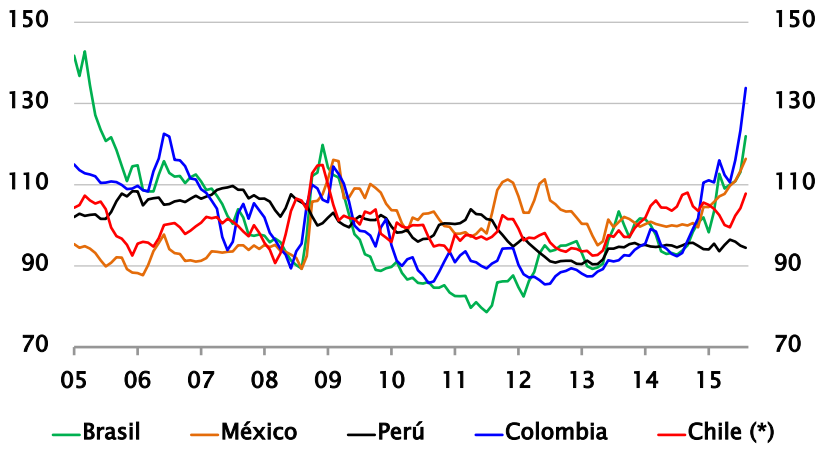
En un esquema de metas de inflación con flotación cambiaria plena, la evidencia ha tendido a mostrar que el coeficiente de traspaso de tipo de cambio a precios es más bien reducido, mientras que el efecto de las decisiones de política monetaria sobre las fluctuaciones del tipo de cambio es también acotado, considerando la magnitud de todas las otras fuentes de volatilidad cambiaria. El contraste con economías que pueden tener rigideces cambiarias severas es drástico: los movimientos cambiarios tienden a tener traspasos a inflación mucho mayores, y las condiciones monetarias tienen que reaccionar muchas veces de forma violenta para asegurar la mantención de la paridad. En general en Latinoamérica las economías se han alejado de situaciones como las descritas pues los efectos en volatilidad real del producto y del mercado laboral han tendido a ser muy severas en casos de rigidez cambiaria.

En tercer lugar, economías pequeñas y abiertas se ven sometidas a significativos vaivenes reales producto de su misma integración con el mundo, y deben por tanto tener la capacidad de reasignar eficientemente recursos intertemporalmente (postergando o adelantando decisiones de consumo e inversión) así como intratemporalmente (entre sectores transables y no transables). El tipo de cambio real es el precio relativo clave que permite dar las señales para estas reasignaciones. Un caso de estudio muy ilustrativo es el fuerte incremento y posterior disminución que ha experimentado la inversión minera en varias economías de nuestra región. Durante el ciclo de expansión se produce una apreciación real de la moneda, lo que tiene varios efectos de equilibrio general. Por un lado, incentiva el desplazamiento geográfico de recursos humanos y físicos a las zonas beneficiadas. Por otro, sesga la composición de la demanda interna hacia los componentes importados, lo que junto con el efecto desinflacionario que induce la apreciación en los precios de bienes transables mitiga las tensiones en la demanda global

de recursos domésticos, acotando los riesgos de sobrecalentamiento económico. Finalmente, la cuenta corriente se torna más deficitaria, reflejando el hecho que el stock de capital en el sector minero y los flujos futuros de exportación asociados se incrementan, incentivando el uso de ahorro externo, por ejemplo vía la retención de utilidades vinculadas a la inversión extranjera directa en la minería. Una vez que el ciclo de inversión se morigera, estos fenómenos se revierten, lo que explica en parte lo que hemos experimentado por ejemplo en Chile en los años recientes.

Los tipos de cambio real de la región de cierta forma reflejan este ciclo de mediano plazo donde el tono de las condiciones internacionales para las economías emergentes ha tenido fluctuaciones significativas.

Gráfico 3
Tipo de cambio real (*)
(Índice enero 2005-agosto 2015=100)



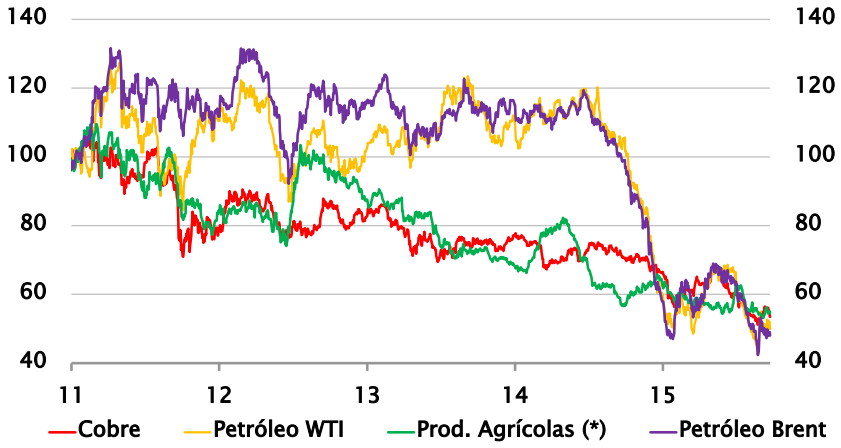
(*) Aumento indica depreciación de la moneda. Para Chile, la cifra a agosto 2015 corresponde a una estimación preliminar.
Fuentes: BIS y Banco Central de Chile.

Desarrollos recientes

Diversos fenómenos juegan un rol en la evolución del tipo de cambio en economías como la Chilena. En lo que sigue destacaré algunos, como los desarrollos en China y los precios de los productos básicos, las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal, y el ajuste de la cuenta corriente y los flujos de capitales en la región. Esta categorización admite por supuesto que hay interrelaciones entre estos fenómenos, tanto en términos de su persistencia como de la naturaleza real o financiera de los mismos.

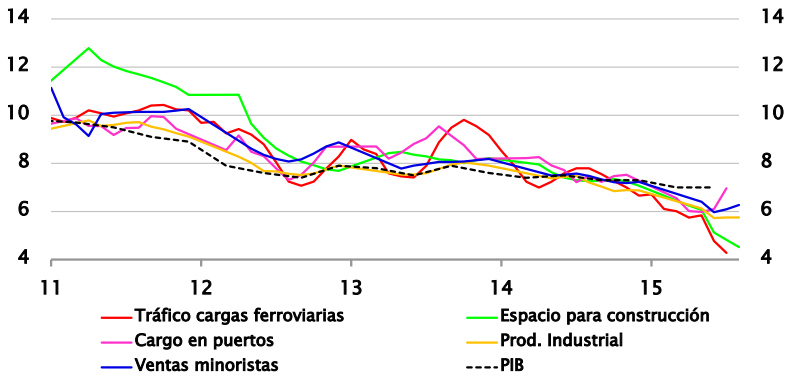
Un factor esencial en la determinación del tipo de cambio real de equilibrio en el largo plazo viene dado por la composición y velocidad de expansión de la demanda por nuestros principales productos de exportación.

Gráfico 4
Precios de materias primas
(índice enero 2011=100)



(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5
China: Indicadores de actividad (*)
(variación anual, porcentaje)



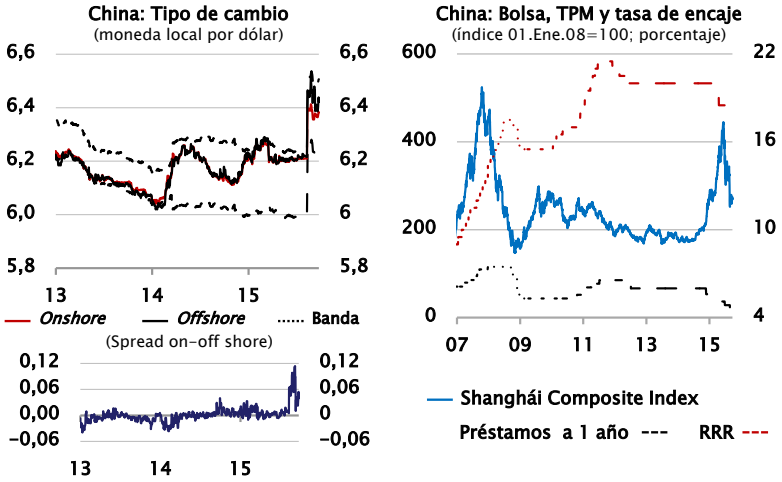
(*) Considera promedio trimestral móvil para los indicadores de actividad.
Fuentes: Bloomberg e Instituto de Estadísticas de China.

El crecimiento de China, quien ha sido el principal demandante en años recientes, es por lo tanto central en ambas dimensiones. Su crecimiento se ha moderado, y las turbulencias recientes han llevado a plantear dudas respecto del ritmo de desaceleración hacia el que convergerá esta economía. También, se han materializado dudas sobre la gradualidad

futura del proceso de integración financiera de China, las implicancias de aquello respecto a la valorización del renminbi y el el tipo de régimen cambiario y monetario hacia adelante. El espectro de dimensiones sobre las cuales hoy hay incertidumbre es bastante mayor que hace un tiempo atrás.

Gráfico 6

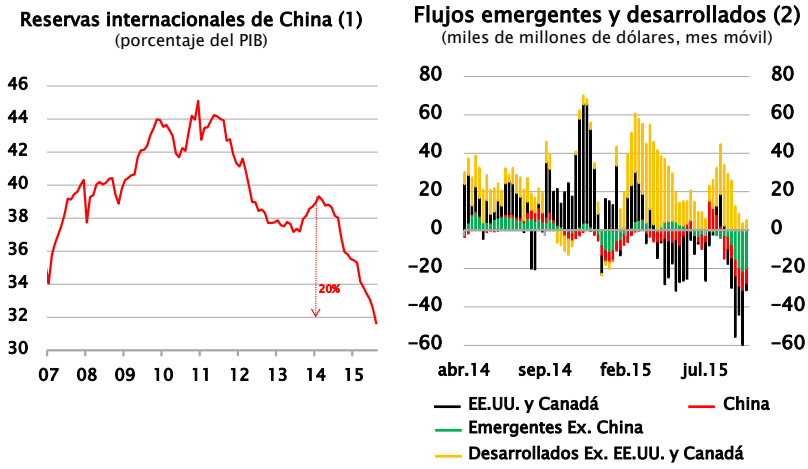
China: Indicadores financieros



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7

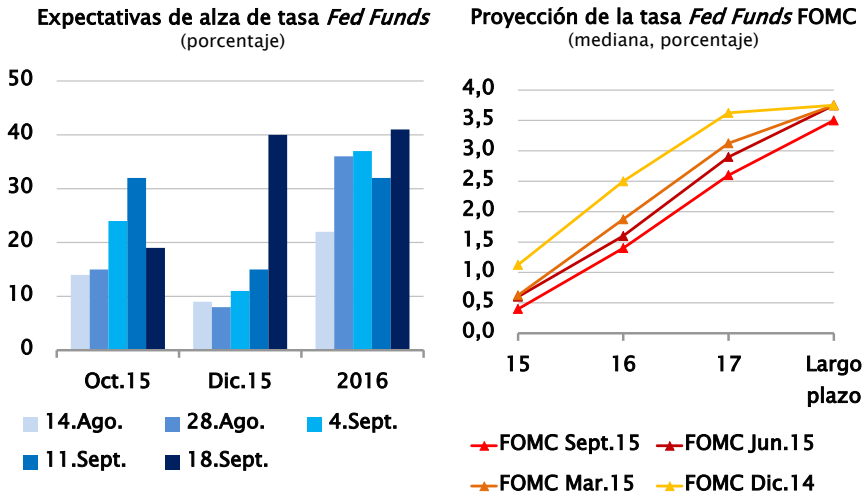
Reservas internacionales de China y flujos de capitales



(1) Serie desestacionalizada. (2) Datos corresponden a flujos de no residentes al 16 de septiembre de 2015.
Fuentes: Bloomberg, EPFR y FMI.

Por otro lado, las condiciones de financiamiento en el largo plazo, esto es las tasas de interés que se espera prevalecerán en el mundo en horizontes más largos, son informativas respecto del equilibrio entre ahorro e inversión global. Si se percibe que las tasas de interés en el mundo continuarán siendo bajas por fenómenos de equilibrio, ello sugiere que la inversión y el consumo en las principales zonas económicas continuarán mostrando expansiones relativamente pausadas, lo que incide en las perspectivas de demanda de nuestros productos de exportación. Así, aunque las tasas de interés de largo plazo reducidas tienen un efecto de menor costos de financiamiento, también pueden ser síntoma de cierta debilidad global en el crecimiento, lo que no es buena noticia para nuestra región. Es en este contexto que creo que se puede interpretar la turbulencia que hemos observado luego de la decisión de la Reserva Federal de no subir la tasa de interés en su reunión reciente. El *timing* exacto por supuesto no es el asunto central acá, sino que las perspectivas hacia el futuro y lo que ello revela respecto del ritmo de expansión del mundo.

Gráfico 8

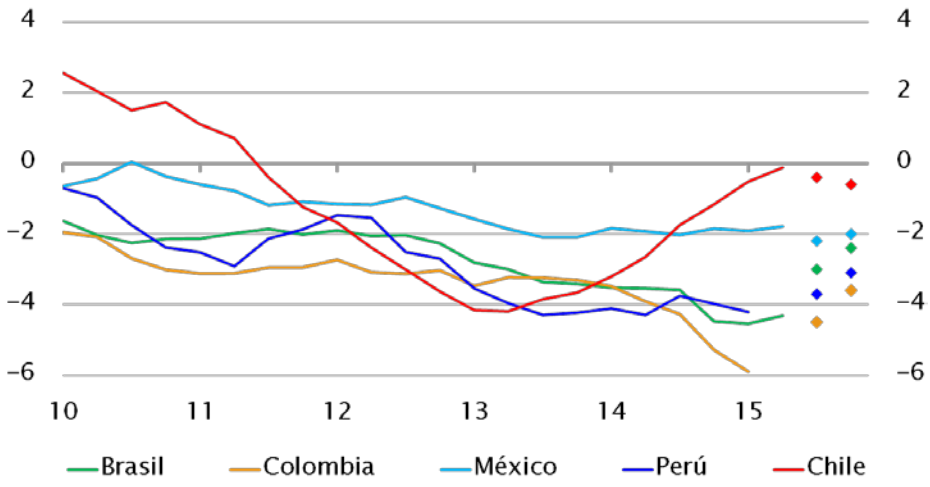


Fuentes: Goldman Sachs y Reserva Federal de EE.UU.

Como señalé más arriba, las fluctuaciones del tipo de cambio real tienen como rol dar señales en la asignación de recursos tanto entre sectores como a través del tiempo. Las fluctuaciones de la cuenta corriente son reflejo de ambos fenómenos. Aquí se puede observar que las dinámicas de la cuenta corriente durante el período de bonanza post crisis, esto es 2010-2013, fueron muy similares entre economías en nuestra región: la cuenta corriente se desplazó hacia mayores déficits. Con posterioridad, se ve en cambio una significativa dispersión. Destaca por ejemplo el hecho que el déficit en cuenta corriente en Chile ha prácticamente desaparecido, mientras que en otras economías se ha

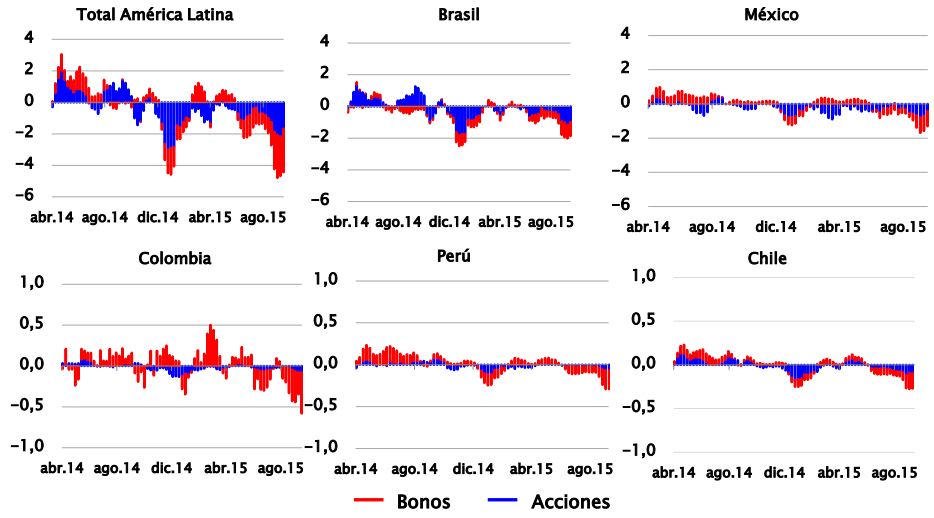
ampliado esperándose que, de acuerdo a Consensus Forecasts, comience un ajuste hacia posiciones más equilibradas en los próximos años. Un correlato de estos movimientos en la cuenta corriente es por supuesto los movimientos de capital, que muestran salidas en el último tiempo en la región como un todo y en sus principales economías.

Gráfico 9
Cuenta corriente en América Latina (*)
(acumulado en un año móvil, porcentaje del PIB)



(*) Rombos corresponden a proyecciones para el 2015 y 2016 obtenidas de Consensus Forecasts de septiembre del 2015.
Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.

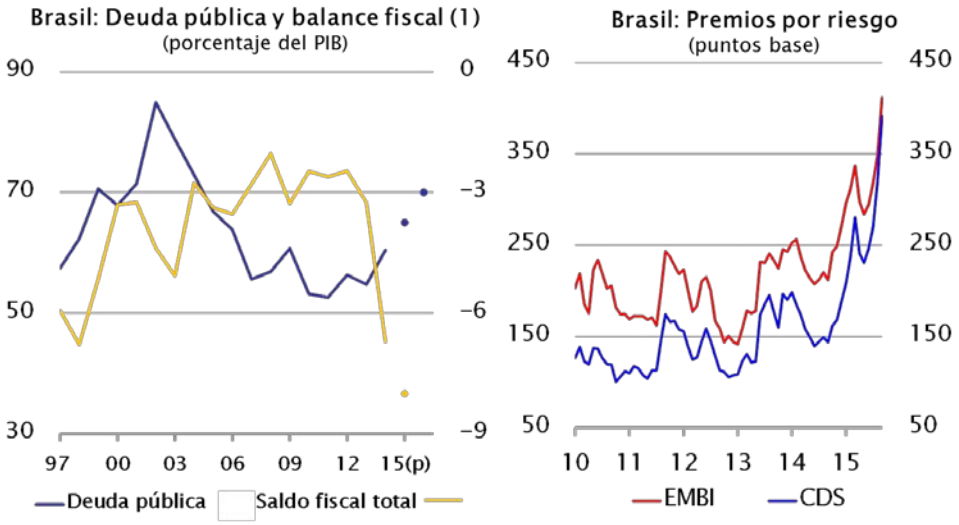
Gráfico 10
Flujos de capitales a América Latina (*)
(miles de millones de dólares, mes móvil)



(*) Datos corresponden a flujos de no residentes al 16 de septiembre de 2015.
Fuente: EPFR.

Un aspecto idiosincrásico que no podemos dejar de considerar es la compleja situación económica por la que está atravesando Brasil, la economía por lejos más grande de la región. Además de verse sometida a todos los elementos anteriores, comunes a las economías emergentes exportadoras de productos básicos, Brasil está experimentando dinámicas propias en el ámbito fiscal, monetario y político que hacen que se exacerbe el efecto contractivo sobre la actividad y depreciatorio sobre la moneda que está teniendo el entorno externo general. Los desarrollos en Brasil no sólo son relevantes por su tamaño mismo en la región, sino que también por ser un referente para el *asset-class* de economías emergentes, y su importancia como mercado para el sector corporativo Latinoamericano.

Gráfico 11
Desarrollos en Brasil



(1) Puntos azules corresponden a proyecciones del IIF para deuda pública para el 2015 y 2016. Punto amarillo corresponde a lo proyectado por el Ministerio de Finanzas de Brasil para el saldo fiscal en el 2015.

Implicancias de política

Las fluctuaciones cambiarias no ocurren aisladamente de la evolución general de la macroeconomía. En el caso de Chile, hemos destacado como Banco Central que estos movimientos reflejan los ajustes necesarios que debe realizar la economía para adecuarse a las cambiantes circunstancias del entorno global, y que permitir que dichos acomodos cambiarios se materialicen mitiga los costos reales en actividad, demanda y empleo. Creo que la observación cuidadosa de la macroeconomía Chilena en años recientes revela que dicho objetivo se ha cumplido a cabalidad.

Por supuesto el costo asociado a este acomodo cambiario ha sido el incremento en la inflación, la que se ubica en la actualidad en 5% anual. No se necesitan coeficientes de traspaso muy elevados para que con una depreciación nominal del orden de 50% la inflación se incremente desde cifras en torno a 1,5% en 2013 a 5% en la actualidad. Más aún, cuando las holguras de capacidad relevantes para determinar la inflación se han ampliado de forma que ha sido sólo moderada, gracias también en parte al rol estabilizador de las políticas macroeconómicas.

En el esquema de metas de inflación vigente, que busca que la inflación se ubique en 3% hacia fines del horizonte de dos años que usamos, las perspectivas inflacionarias a futuro inciden en cual debe ser la política monetaria más adecuada no sólo hoy sino que de aquí en adelante. En ello, creo que es necesario precisar diversos aspectos respecto al rol del tipo de cambio en la determinación de esta política monetaria.

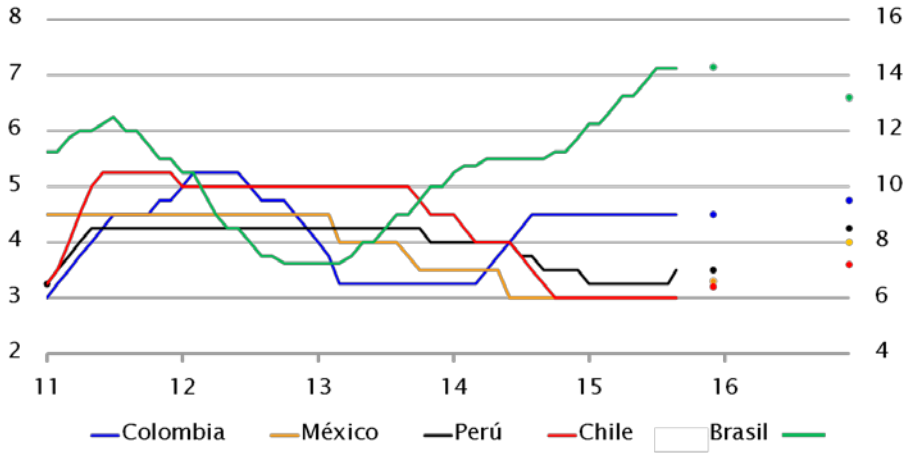
En primer lugar, es evidente que es necesario realizar supuestos sobre el comportamiento futuro del tipo de cambio para poder tener alimentar nuestros escenarios de proyección. Esto no es tarea fácil, pero eso no quita que debamos tener algún supuesto de trabajo. Lo habitual en este caso es que para horizontes cortos de algunos meses se utilice el supuesto de que el tipo de cambio nominal se mantiene estable. No existe de hecho evidencia estadística que permita afirmar el uso de un supuesto alternativo. Para horizontes más largos, como por ejemplo varios años, se utilizan modelos de comportamiento para el tipo de cambio real de equilibrio en el largo plazo, los cuales se basan en condiciones normales para los términos del intercambio, el crecimiento de la productividad, la cuenta corriente y las tasas de interés internacionales, entre otras variables del entorno internacional. Por supuesto todos estos factores están a su vez sujetos a grados significativos de incertidumbre, y distintos modelos dan distintos resultados.

El juicio que realizamos en el Consejo luego se basa en la evaluación de si el nivel que alcanza el tipo de cambio real difiere de manera significativa de valores razonables en el largo plazo, asunto que luego informamos en nuestros IPoM. En el Informe más reciente realizamos el supuesto de trabajo que el tipo de cambio real a ese momento, debido a atendibles razones cíclicas, se encontraba algo por encima de los valores de largo plazo, por lo que como supuesto de trabajo se considera que en el largo plazo el tipo de cambio real estaría más apreciado. Nuevamente, este es un supuesto de trabajo, no una proyección o un objetivo de política, y así es coherente con nuestro esquema de metas de inflación.

En segundo lugar, la instancia de la política monetaria apropiada para que la inflación converja a 3% en el horizonte de política se calibra respecto de lo que se estime es una tasa de interés normal así como la evolución previsible de las holguras de capacidad, el tipo de cambio y otras variables clave, como el precio del petróleo en el escenario base. Así, las perspectivas respecto de la diferencia entre la TPM y su nivel normal es el que determina el grado de estímulo de la política monetaria en todo el horizonte de proyección. La expansividad de la política monetaria no está determinada por si la TPM se mueve en una dirección o en otra. La evaluación que hemos realizado es que es apropiado que la política monetaria siga siendo expansiva, es decir que siga estando por debajo de su nivel neutral, pero que la convergencia de la inflación a 3% en dos años es coherente con un gradualmente menor estímulo. El escenario que se delineó en este sentido en el IPoM de septiembre sigue siendo válido y nuestras decisiones y comunicaciones de política monetaria más recientes son plenamente congruentes con ello.

En tercer lugar, continuamos considerando que al ser la inflación un fenómeno esencialmente de origen cambiario, es también cierto que en la medida que el peso no presente depreciaciones adicionales significativas y persistentes, los efectos inflacionarios ya observados, incluyendo su propagación, debiesen ser de una sola vez en nuestro horizonte de proyección de dos años. De esto, sin embargo, no se deduce mecánicamente que la instancia monetaria deba quedarse constante, sino que una trayectoria como la delineada en el Informe es la coherente con nuestra meta de inflación.

Gráfico 12
Política monetaria en la región (*)



(*) Puntos corresponden a proyecciones de TPM para el 2015 y 2016. Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Consensus Forecasts.

Algunas reflexiones finales

Los próximos años indudablemente nos depararán desafíos importantes. El proceso de normalización monetaria en las economías avanzadas ha sido más complejo de implementar de lo que se podría haber pensado, a pesar de estar largamente preanunciado. El rebalanceo de la economía China ha sido también bastante tortuoso y su régimen de política cambiaria y monetaria se ha visto evidentemente tensionado en lo más reciente. Los precios de los productos básicos han bajado fuertemente. Las tasas de interés reales a nivel internacional se espera que continúen siendo reducidas y tanto la economía como el comercio internacional avanzan pausadamente. Nuestra propia región se ha visto también sometida a tensiones idiosincráticas de cada país.

En el esquema de política monetaria basado en metas de inflación que seguimos en Chile, un tipo de cambio flexible es una variable clave para lograr un ajuste macroeconómico adecuado frente a las cambiantes circunstancias de la economía global. Por un lado permiten la reasignación eficiente de los recursos de la economía, tanto entre sectores como a través del tiempo, y por otro preserva la autonomía de la política monetaria para conducirse de forma activa para estabilizar el ciclo y conseguir su objetivo central, que es la estabilidad de precios. Es por estas razones que en Chile se ha mantenido un régimen de flotación cambiaria desde el abandono del sistema de bandas a fines de los años noventa. Las intervenciones cambiarias han sido en situaciones excepcionales, con mecanismos transparentes, preanunciados y predefinidos. Nuestro esquema de política es congruente con una estrategia de creciente integración financiera y comercial, y se ve complementado por una política fiscal responsable, enmarcada en una regla fiscal, así como un sistema financiero bien regulado y supervisado. En este contexto, estoy convencido que la política monetaria de Chile podrá enfrentar exitosamente los desafíos que vienen.

Muchas gracias.

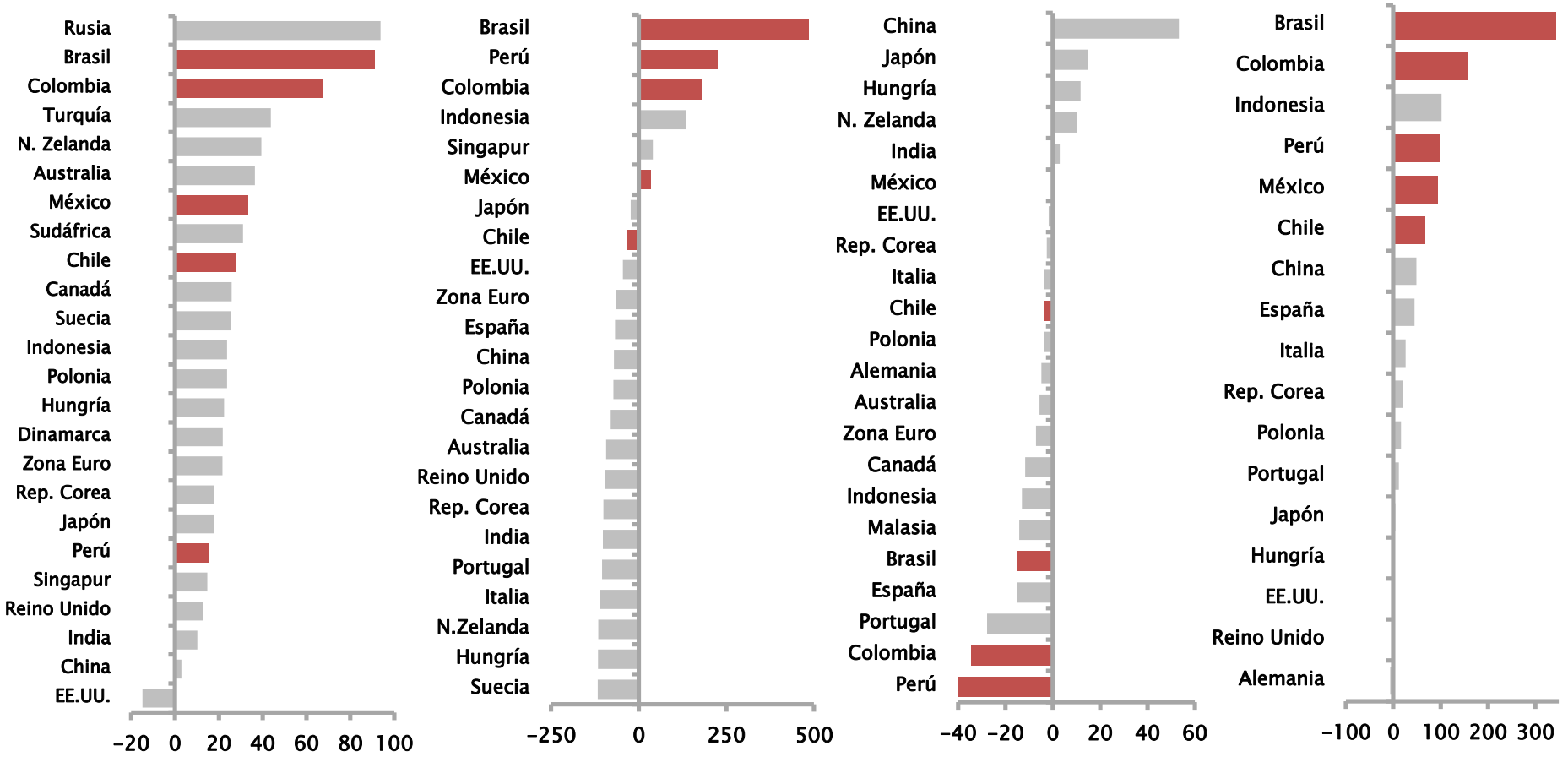
Volatilidad Cambiaria y el Escenario Internacional

Una perspectiva desde la región Andina

Pablo García Silva
Consejero

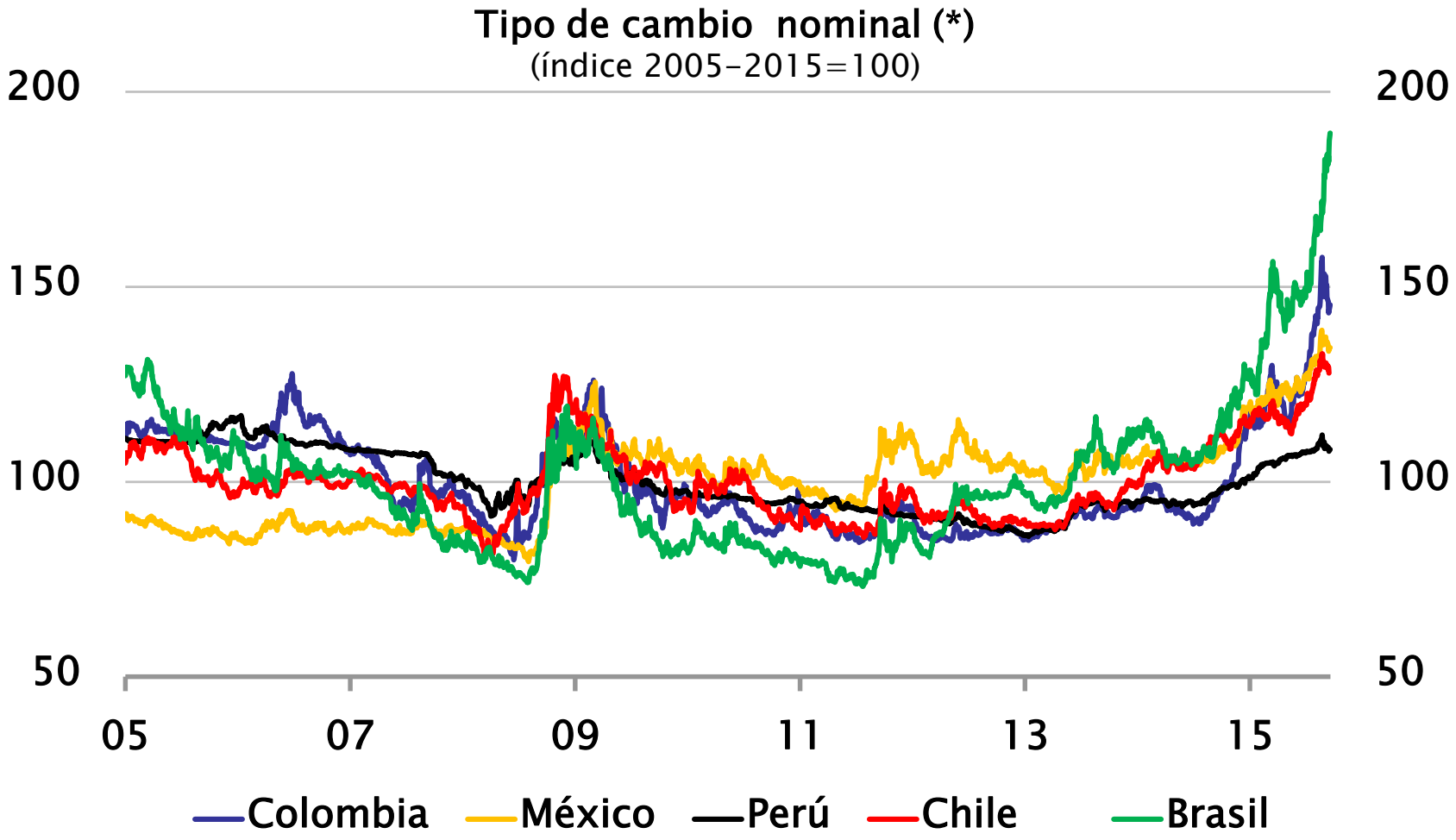
GRAFICO 1

Variación desde julio 2014



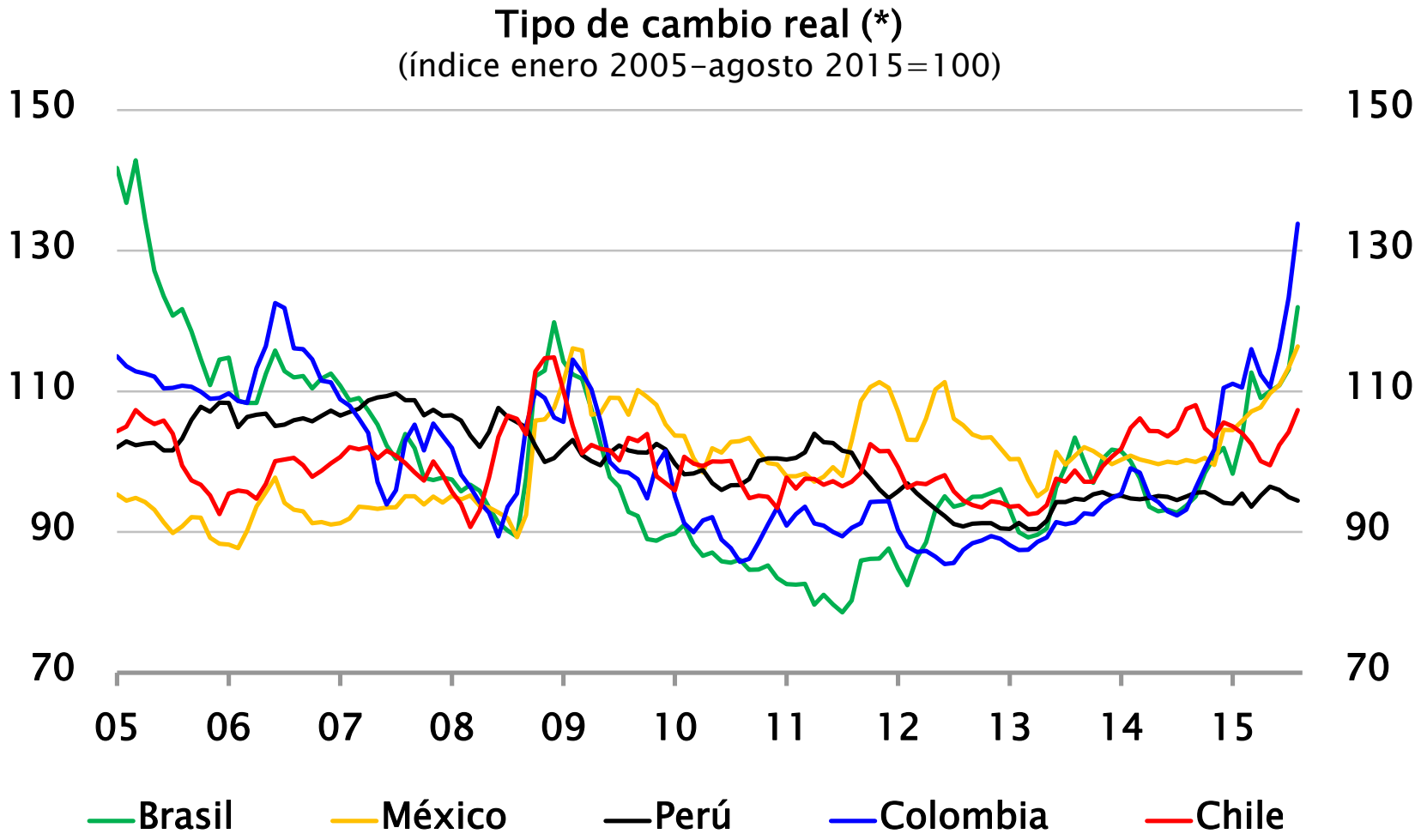
(*) Aumento indica depreciación. Para EE.UU, corresponde al dólar multilateral. Información hasta 24 de septiembre 2015.
Fuente: Bloomberg.

GRAFICO 2



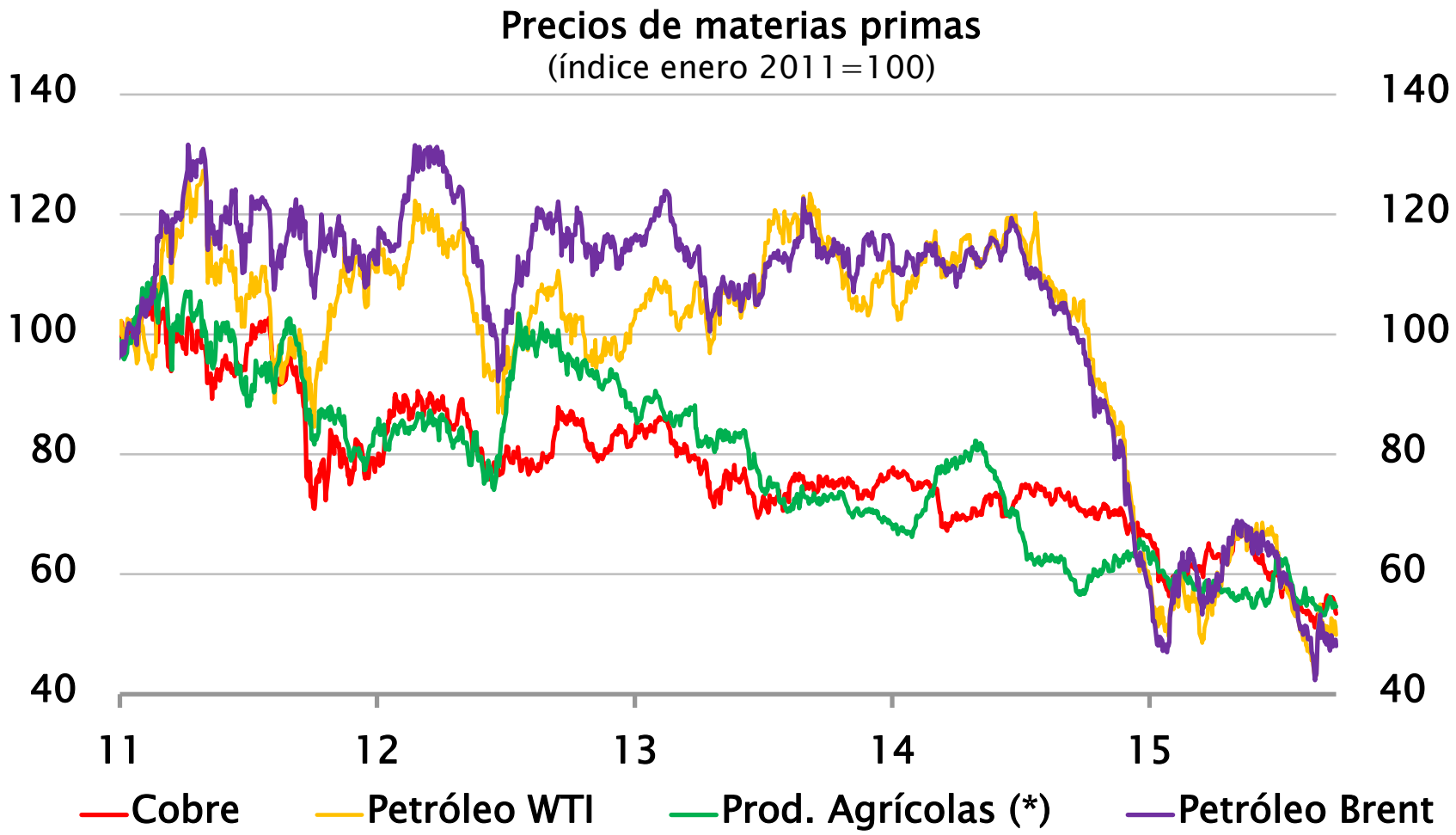
(*) Aumento indica depreciación de la moneda.
Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

GRAFICO 3



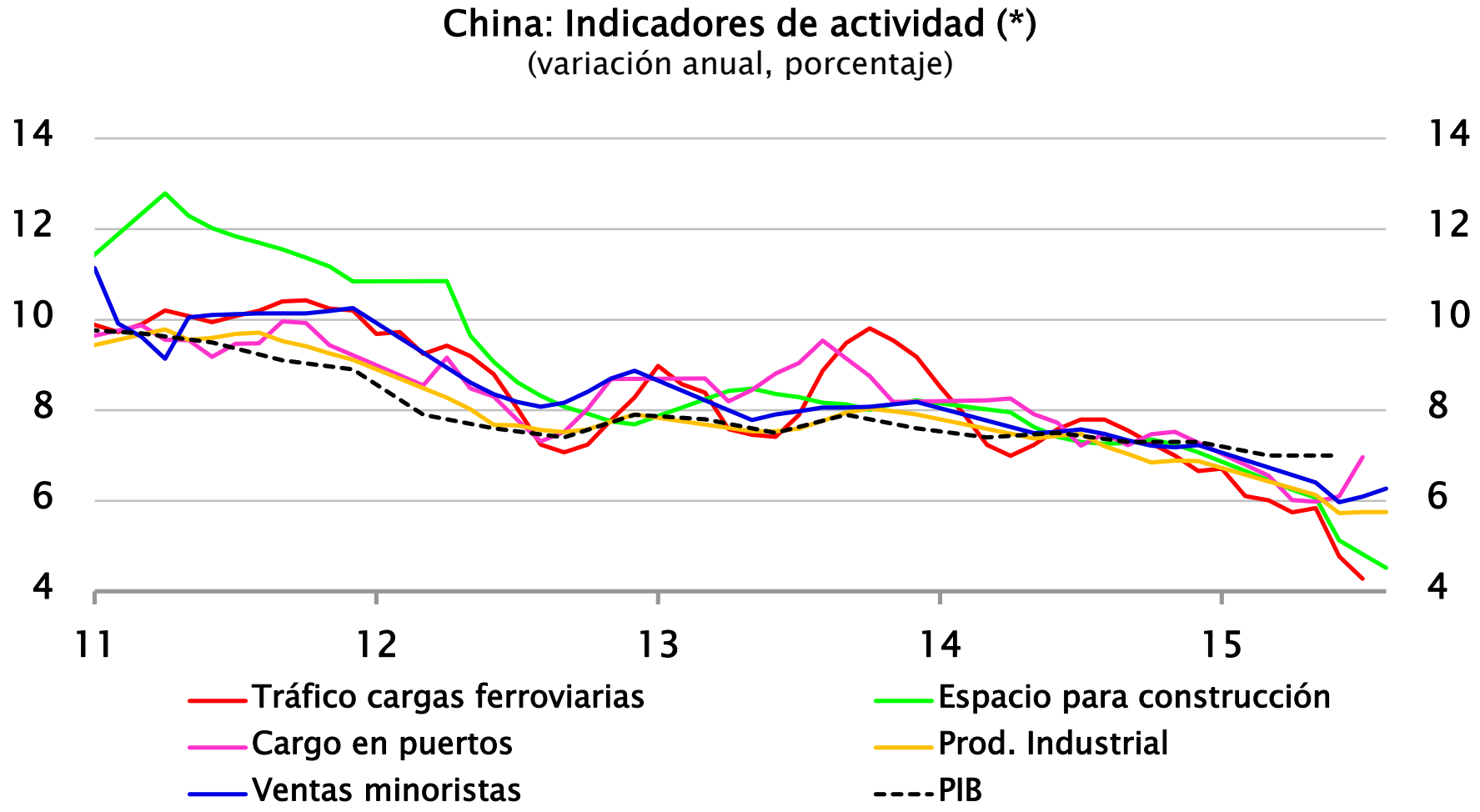
(*) Aumento indica depreciación de la moneda.
Fuentes: BIS y Banco Central de Chile.

GRAFICO 4



(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.
Fuente: Bloomberg.

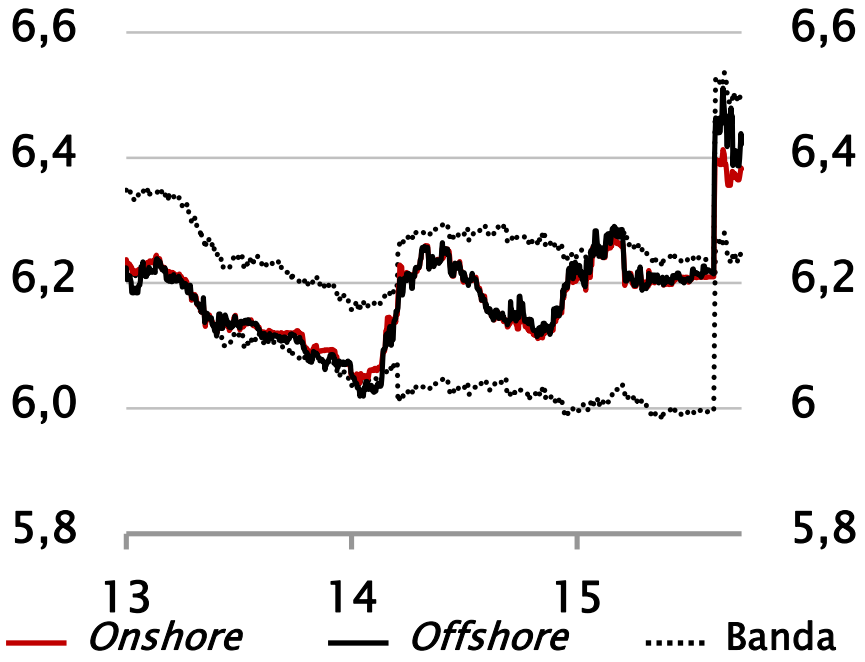
GRAFICO 5



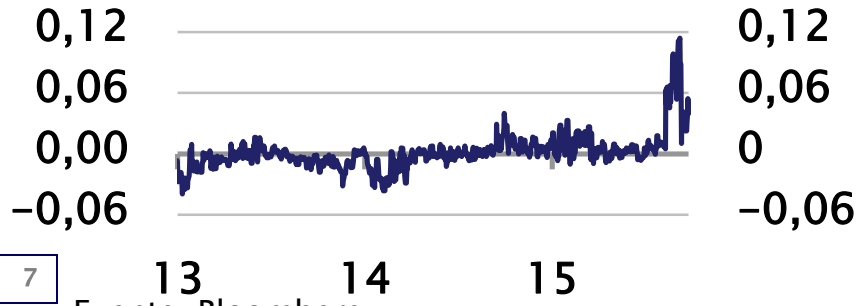
(*) Considera promedio trimestral móvil para los indicadores de actividad.
Fuentes: Bloomberg e Instituto de Estadísticas de China.

GRAFICO 6

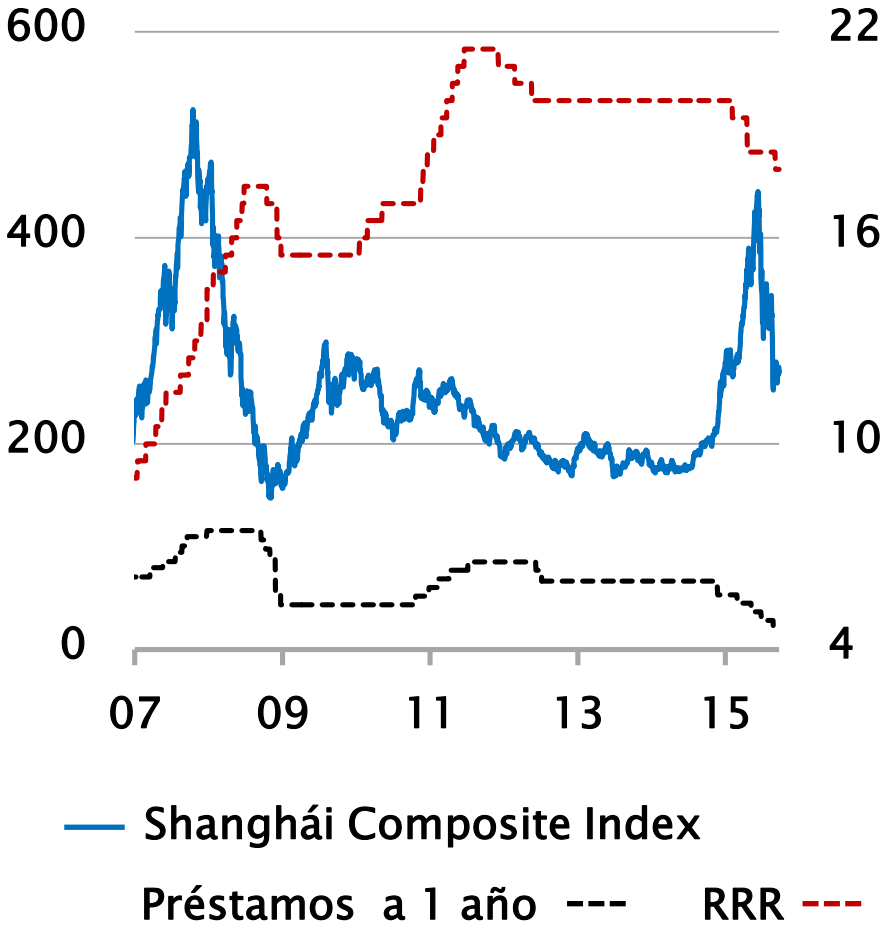
China: Tipo de cambio
(moneda local por dólar)



(Spread on-off shore)



China: Bolsa, TPM y tasa de encaje
(índice 01.Ene.08=100; porcentaje)

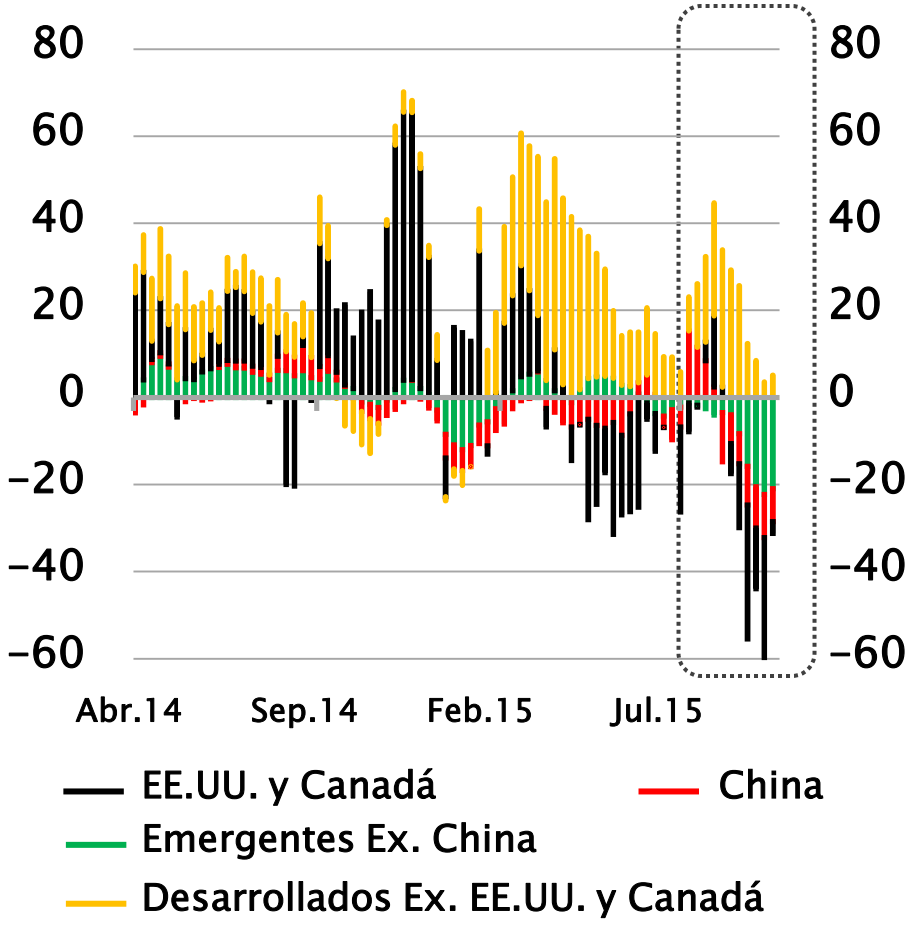


Fuente: Bloomberg.

GRAFICO 7

Reservas internacionales de China (1)
(porcentaje del PIB)

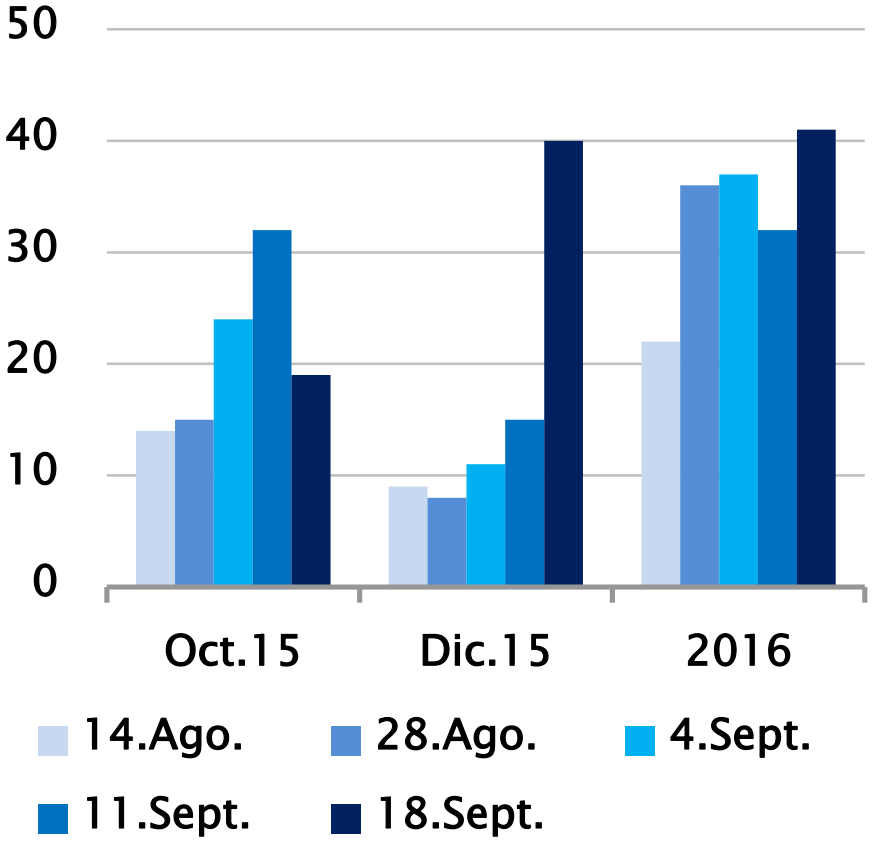
Flujos emergentes y desarrollados (2)
(miles de millones de dólares, mes móvil)



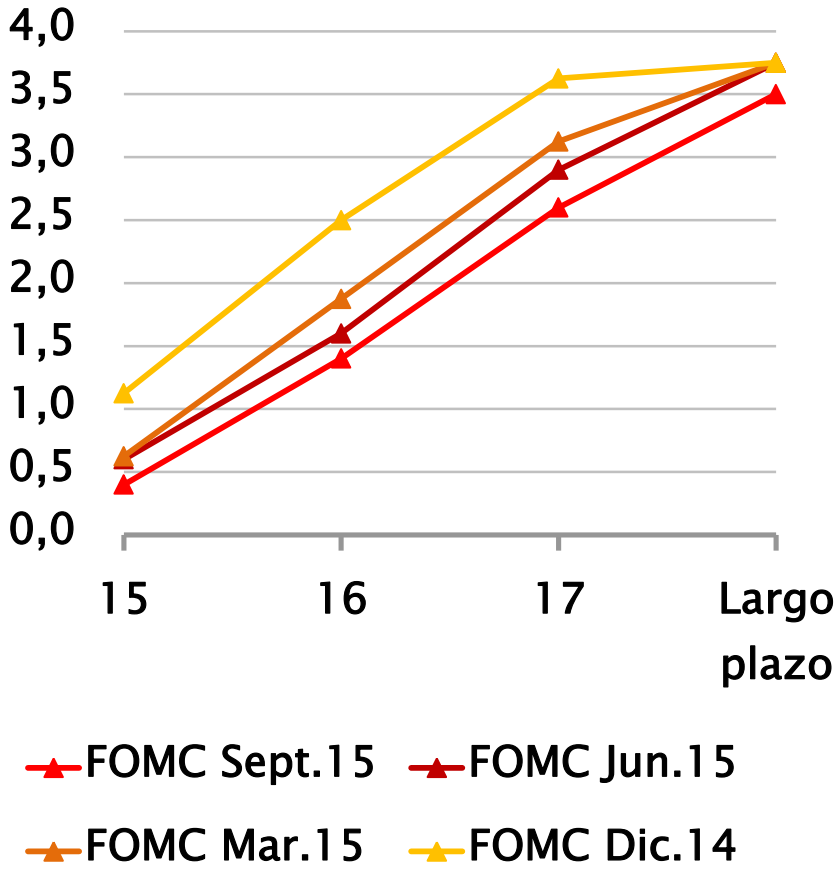
(1) Serie desestacionalizada. (2) Datos corresponden a flujos de no residentes al 16 de septiembre de 2015.
Fuentes: Bloomberg, EPFR y FMI.

GRAFICO 8

Expectativas de alza de tasa *Fed Funds*
(porcentaje)

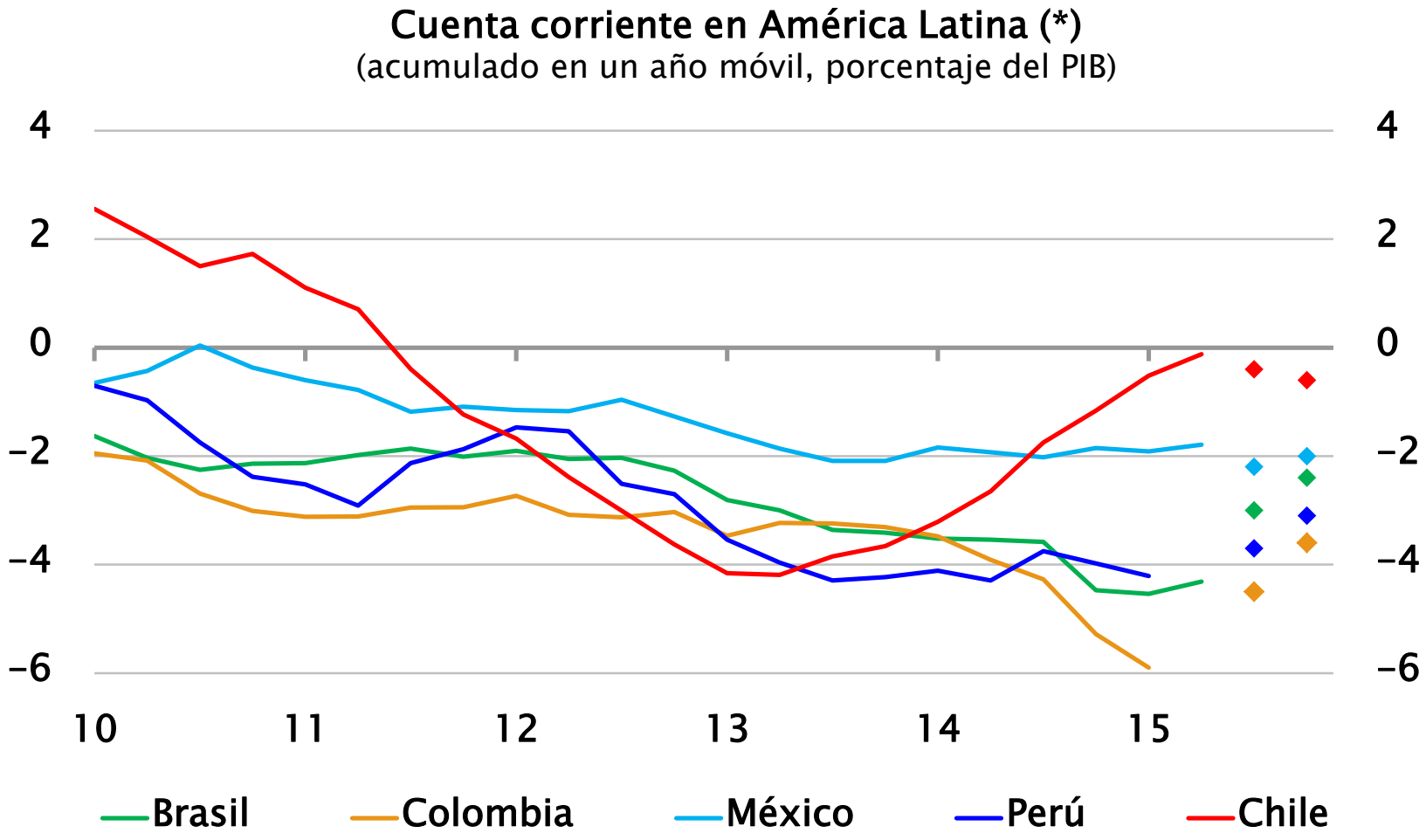


Proyección de la tasa *Fed Funds* FOMC
(mediana, porcentaje)



Fuentes: Goldman Sachs y Reserva Federal de EE.UU.

GRAFICO 9

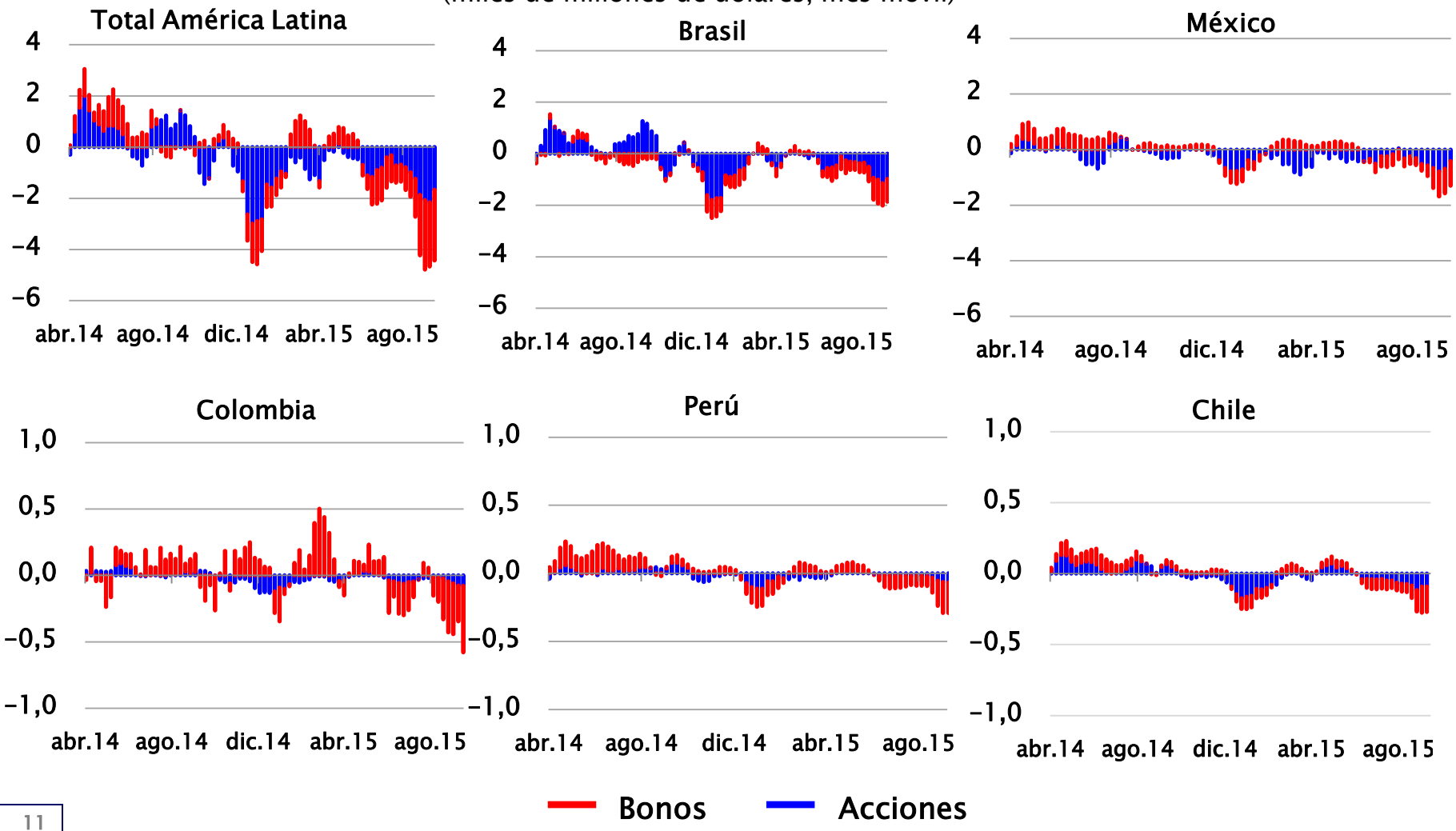


(*) Rombos corresponden a proyecciones para el 2015 y 2016 obtenidas de Consensus Forecasts de septiembre del 2015.
Fuentes: Bloomberg, Banco Central de Chile y Consensus Forecasts.

GRAFICO 10

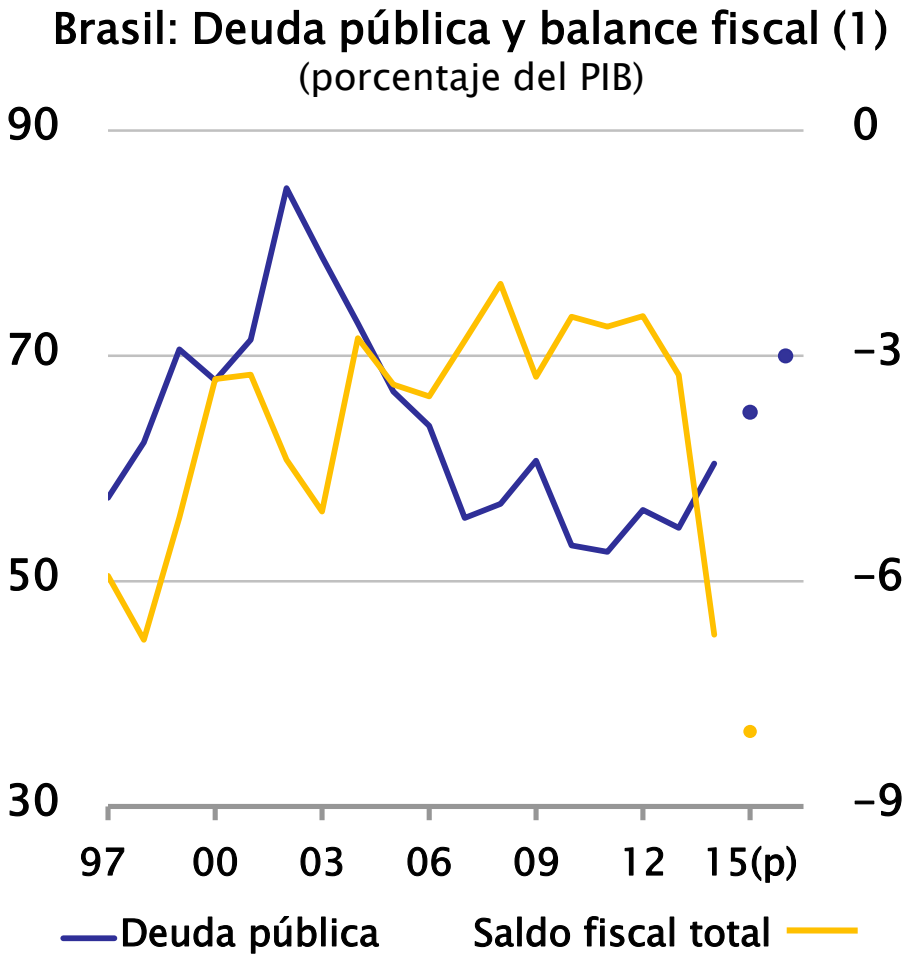
Flujos a América Latina (*)

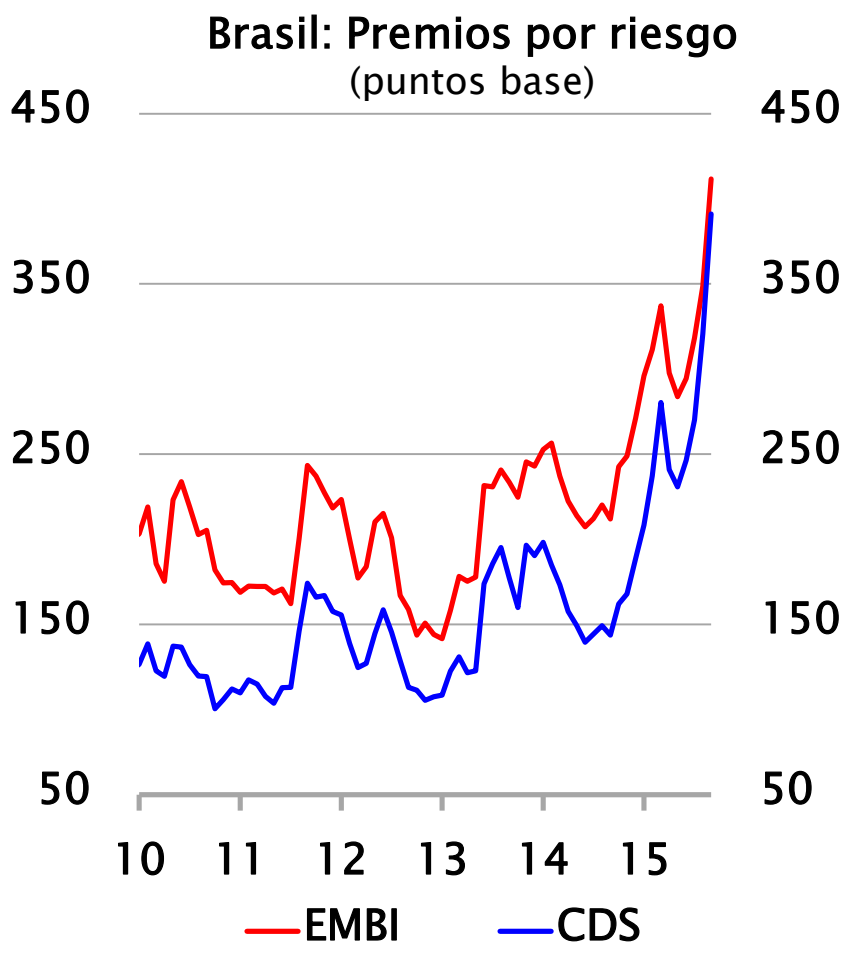
(miles de millones de dólares, mes móvil)



(*) Datos corresponden a flujos de no residentes al 16 de septiembre de 2015. Fuente: EPFR.

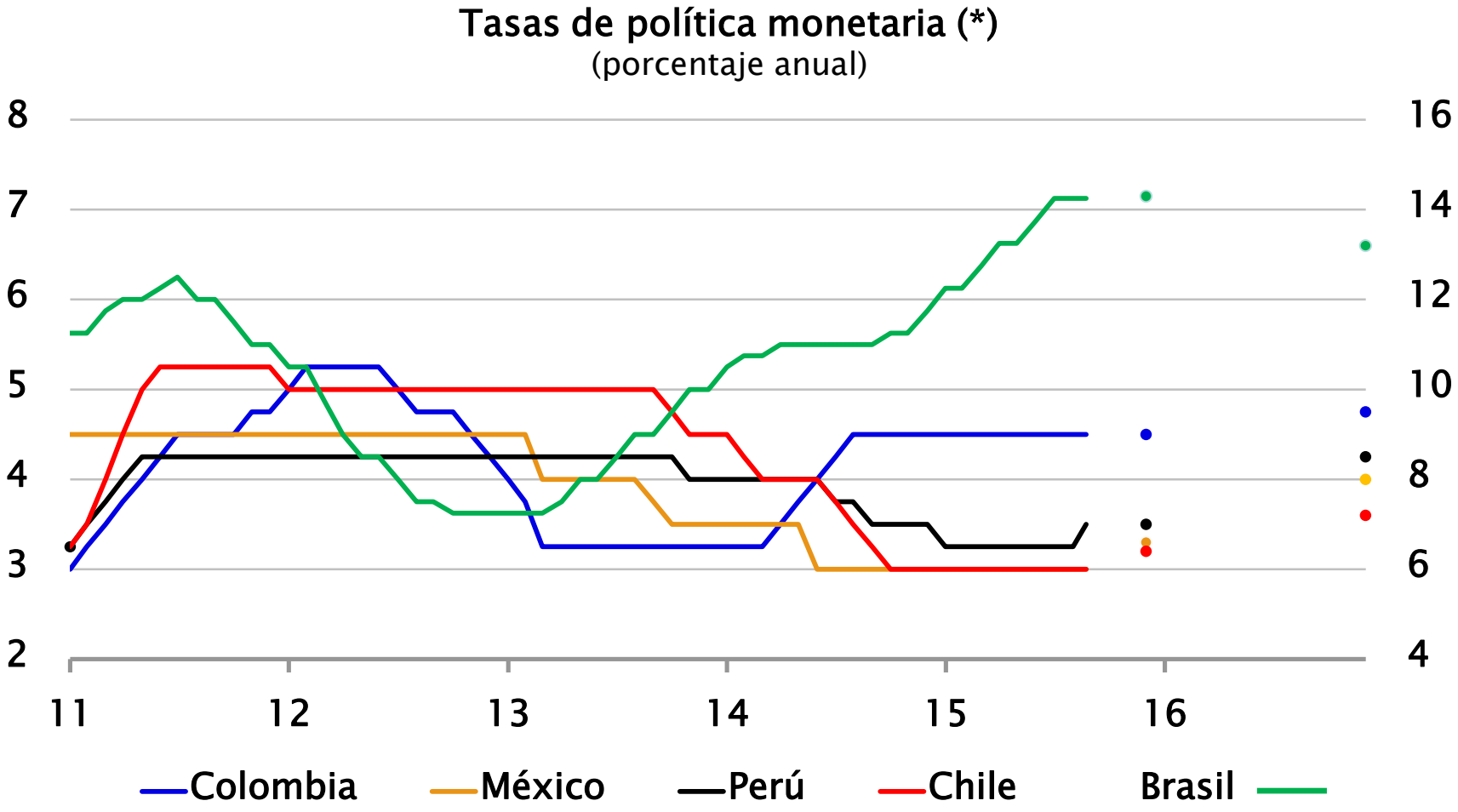
GRAFICO 11





(1) Puntos azules corresponden a proyecciones del IIF para deuda pública para el 2015 y 2016. Punto amarillo corresponde a lo proyectado por el Ministerio de Finanzas de Brasil para el saldo fiscal en el 2015.

GRAFICO 12



(*) Puntos corresponden a proyecciones de TPM para el 2015 y 2016.
Fuentes: Banco Central de Chile, Bloomberg y Consensus Forecasts.

Volatilidad Cambiaria y el Escenario Internacional

Una perspectiva desde la región Andina

Pablo García Silva
Consejero