

LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TIPO DE CAMBIO

José De Gregorio*
Presidente
Banco Central de Chile
2 de abril de 2008

Honorable Senador Adolfo Zaldívar, Presidente del Senado. Por su intermedio, quiero agradecer la invitación que me ha hecho este honorable Senado para presentar la visión del Banco Central sobre la actual situación del tipo de cambio.

La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile establece que la Institución debe informar al Presidente de la República y al Senado respecto de las políticas y normas generales que dicte en el ejercicio de sus atribuciones. Es bajo esa norma que concurre tres veces al año a entregar, ya sea ante la Comisión de Hacienda o al Senado en pleno, el Informe de Política Monetaria y, desde el año pasado, también el Informe de Estabilidad Financiera.

Concurrimos, pues, con agrado y plena disposición a este Honorable Senado para tratar un tema que está en la preocupación pública y a entregar nuestro punto de vista.

Parto por señalar que la situación económica internacional es altamente compleja. En Estados Unidos se desarrolla una crisis financiera cuya profundidad y extensión futura aún no conocemos, y con insospechadas ramificaciones al resto de la economía mundial. Las economías emergentes, y Chile en particular, han sido capaces, hasta ahora, de pasar esta crisis sin mayores sobresaltos, gracias a que nos hemos preparado. No obstante, la historia nos enseña que debemos estar preparados para coyunturas aún peores. El escenario es altamente incierto y está plagado de riesgos.

En el ámbito interno también estamos enfrentando una combinación compleja desde el punto de vista macroeconómico. Vivimos un período que combina al mismo tiempo inflación alta, un tipo de cambio muy apreciado y un debilitamiento de la actividad económica.

En este contexto han aparecido problemas en varios sectores específicos y, en particular, en aquellos sectores exportadores cuyos precios en dólares no han subido. Muchos de los que se dedican a esta actividad han sufrido una merma significativa de sus ingresos.

Asimismo, el grueso de la actividad productiva nacional ha tenido que absorber importantes aumentos de los costos de la energía, porque, simultáneamente, hay dificultades de abastecimiento de gas y una extraordinaria alza del precio del petróleo.

* Presentación ante el Senado el día 2 de abril de 2008.

Los chilenos más pobres están siendo afectados por los costos evidentes de una mayor inflación, que repercuten negativamente en el costo de su canasta alimenticia. El mejor ejemplo es el pan, que ha sufrido alzas derivadas de un mayor precio del trigo en los mercados mundiales. Y, por supuesto, una mayor inflación, repercute en todas las deudas que están expresadas en unidades de fomento.

Como Banco Central y como país, hemos aprendido que la inflación es el mayor y principal obstáculo a cualquier estrategia de desarrollo que se quiera seguir, y su impacto es más devastador para los chilenos de menos ingresos.

Es en este escenario donde debemos reafirmar nuestro esquema de políticas macroeconómicas, porque este esquema garantiza que los efectos de las severas turbulencias externas en nuestro país sean limitados.

La política monetaria del Banco Central de Chile está centrada en mantener la inflación medida en doce meses en 3% durante la mayor parte del tiempo con un margen de tolerancia de más/ menos un punto porcentual.

Esto se torna particularmente complejo cuando hay aumentos persistentes en los precios y costos de bienes y servicios importados.

Las condiciones siempre cambiantes de la economía hacen que, con frecuencia, la inflación se desvíe de su meta y, para controlarla, es que hemos definido un plazo u horizonte de dos años. Esto permite que cuando las desviaciones ocurren, podamos llevarla de nuevo al rango establecido por el Banco Central. Esto lo hacemos, precisamente, porque permitimos que solo con el paso del tiempo, y sin necesidad de endurecer la política monetaria, los efectos inflacionarios de *shocks* de precios transitorios se disipen, y porque también estamos concientes de que el control de la inflación tiene costos para la actividad económica. Obviamente, un *shock* de carácter persistente requiere de respuestas de política monetaria para evitar efectos indeseados de segunda vuelta.

Debo decir, responsablemente, que en este ámbito, no podemos ni debemos ceder. Es más, si los chilenos no le creen a la meta del Banco Central, en su disposición a devolver la inflación a 3 por ciento en el horizonte que se ha definido, la política monetaria futura tendrá que ser más contractiva, con aumentos drásticos de la tasa de interés y con los consecuentes efectos adversos sobre el tipo de cambio y la actividad.

Lo que en definitiva se consigue con una política monetaria creíble no es solo la estabilidad de precios, sino también la estabilidad del ciclo económico, y es eso lo que abre espacios para desplegar plenamente nuestro potencial de crecimiento y reducir las fluctuaciones del empleo, que siempre acarrearán elevados costos sociales.

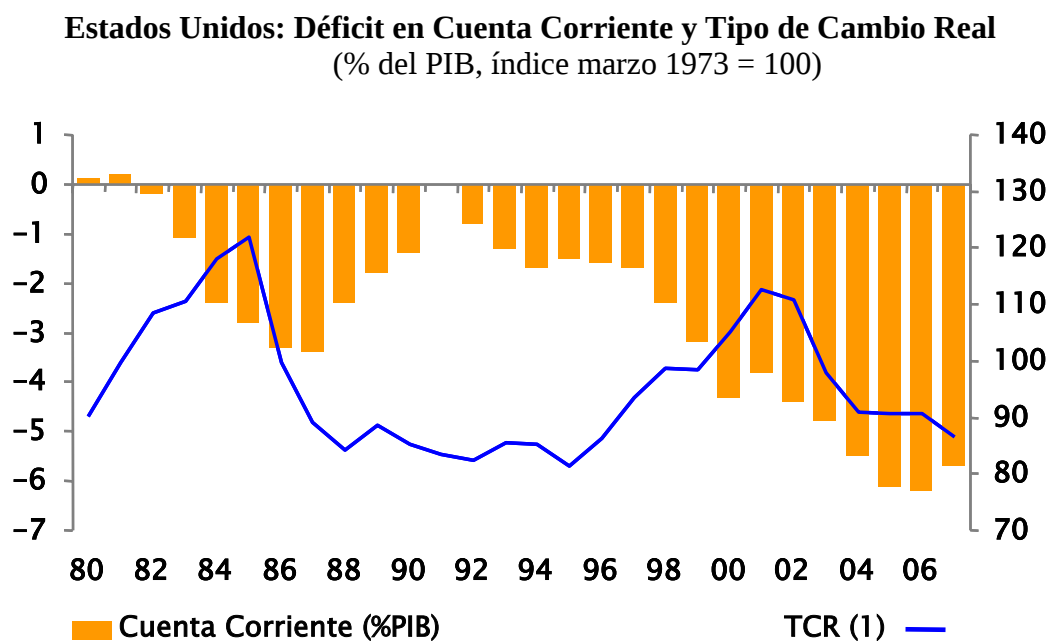
Es en este marco de metas de inflación que vengo a referirme a la situación cambiaria abordando tres aspectos. El primero será mostrar la evolución del tipo de cambio y discutir las causas más probables que están tras la apreciación de nuestra moneda, incluida la debilidad del dólar y el alza del precio de cobre. En segundo lugar, dado el interés general que ha suscitado este tema, me concentraré en aspectos financieros de esta apreciación,

para finalmente hacer algunos comentarios sobre nuestra posición para enfrentar el clima internacional adverso y los riesgos que acarrea.

La depreciación global del dólar

Las primeras señales de la actual crisis aparecieron en el mercado hipotecario de Estados Unidos, pero se han extendido rápidamente a los mercados financieros de los países desarrollados, y ahora está impactando con fuerza a la economía real, esto es, a la actividad. El mundo entero está sufriendo los efectos de esta crisis, aunque los grados varían de un país a otro.

Este tipo de crisis ha sido común en las economías en desarrollo. Generalmente se inicia con un *boom* crediticio y la actividad comienza a generar desbalances de gasto que, tarde o temprano, terminan en correcciones severas. En contraposición a las dificultades que hemos estado acostumbrados a observar en la economía mundial, hoy día la crisis partió en Estados Unidos.



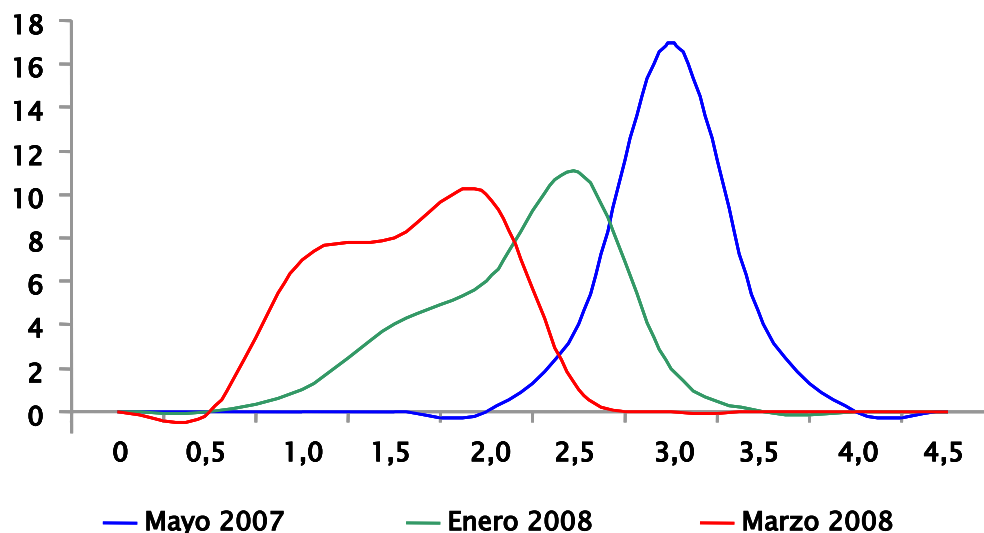
(1) TCR monedas principales: Considera una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. (euro, dólar canadiense, yen, libra esterlina, franco suizo, dólar australiano y corona sueca). Una caída indica una depreciación.

Fuentes: WEO (octubre 2007) y Reserva Federal de Estados Unidos.

Era previsible que la acumulación de enormes déficits en la cuenta corriente terminara con una desaceleración de la economía norteamericana y una depreciación de su moneda. Lo que no se anticipaba era la brusquedad de la corrección. En particular, la abundancia de liquidez internacional, la intensa búsqueda de retornos en el mercado

financiero, junto a una innovación financiera con serias debilidades regulatorias, permitieron que el exceso de crédito alimentara una burbuja de precios en el mercado de viviendas, la que al ajustarse, ha repercutido severamente en la economía de EE.UU.

Dispersión de Proyecciones de Crecimiento EE.UU. 2008 (frecuencia de respuestas de Consensus Forecast)

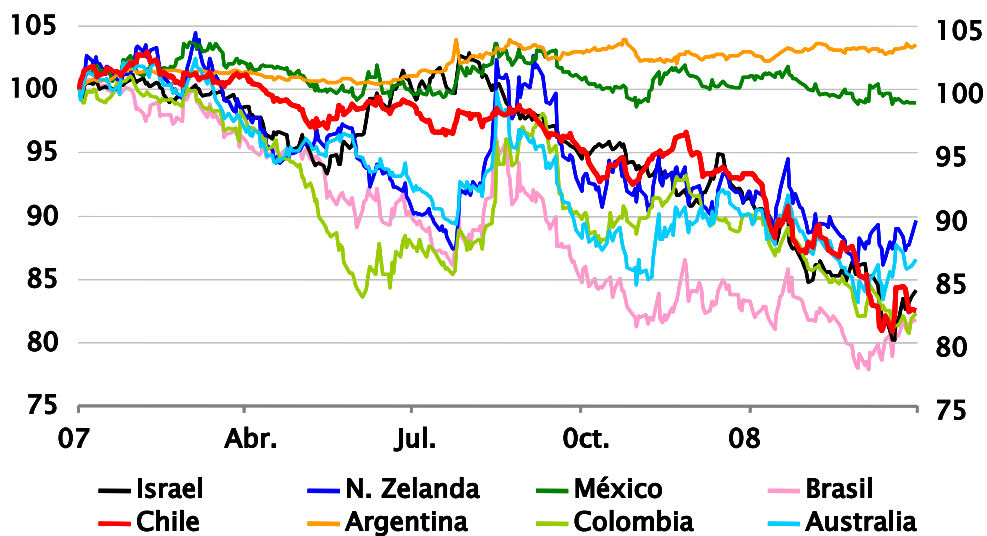


Fuente: Consensus Forecast.

Las perspectivas de crecimiento se han deteriorado con fuerza. Hace menos de un año, se proyectaba un crecimiento para EE.UU. durante el 2008 en torno al 3%. Hoy día las proyecciones de consenso no llegan al 1,5% y, muy probablemente, en los próximos meses se situarán por debajo del 1%. La duración de esta desaceleración es incierta, pero no podemos descartar que el bajo crecimiento se prolongue hasta el 2009.

Así, la reciente evolución del peso es parte de una tendencia global de depreciación del dólar norteamericano, que se anticipaba como resultado de la corrección de desbalances globales insostenibles. La depreciación global del dólar ha provocado una apreciación de la mayoría de las monedas del mundo y el peso no es una excepción. La apreciación más reciente del peso ha sido sustancial y sorpresiva, tanto en términos nominales como reales. De ahí la legítima preocupación por este tema. No obstante, al mirar un período algo más largo, se observa que es común a muchos países. Más aún, esta tendencia está presente en países que han seguido variados cursos de política monetaria y han tomado diversas acciones de política cambiaria. ¿Quiénes han logrado sortear este problema? Principalmente países muy ligados al ciclo de Estados Unidos, economías con serios problemas macroeconómicos y financieros o economías aisladas financieramente del resto del mundo.

Paridades Cambiarias (1)
(índice, base 1 de enero 2007=100)

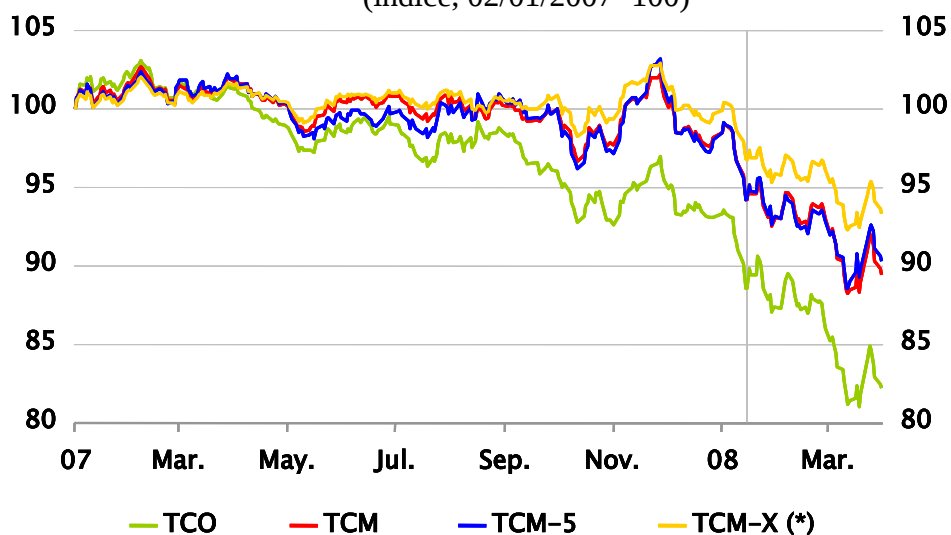


(1) Corresponde al tipo de cambio respecto del dólar estadounidense. Una caída indica una apreciación.

Fuente: Bloomberg.

En concordancia con lo anterior, cuando se mide respecto de una canasta de monedas de nuestros socios comerciales, la apreciación ha sido menos pronunciada. El tipo de cambio observado (TCO) muestra una apreciación severa en los últimos meses, mientras que para el tipo de cambio multilateral (TCM), en sus diversas medidas, ha sido menor, aunque sí con alguna fuerza durante este año.

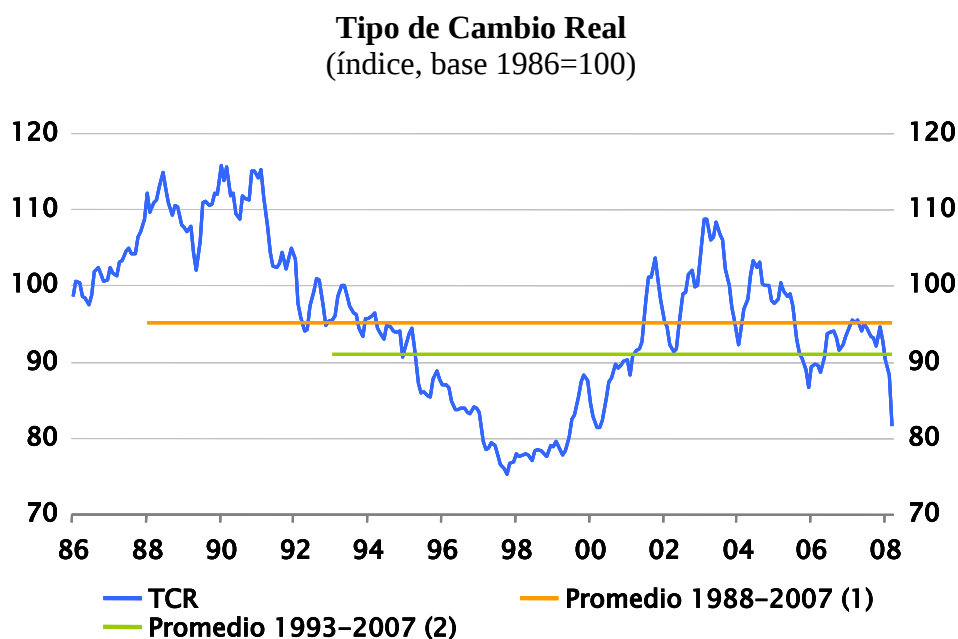
Tipo de Cambio Observado y Multilateral
(índice, 02/01/2007=100)



(*) Excluye el dólar estadounidense.

Fuente: Banco Central de Chile.

La apreciación nominal del peso, la evolución del resto de las monedas y los diferenciales de inflación han generado una apreciación real de 12,1% durante este año¹. En el último Informe de Política Monetaria presentado ante la Comisión de Hacienda del Senado, el tipo de cambio real tenía un nivel de 90.2 (en base 1986=100), mientras que nuestras últimas estimaciones lo sitúan en torno a 81.6. La apreciación ha ocurrido también en términos multilaterales, y es por ello que es necesario analizar qué factores, aparte del debilitamiento del dólar a nivel global, pueden explicar esta apreciación.



(1) Promedio del período enero de 1988 a diciembre de 2007.

(2) Promedio del período enero de 1993 a diciembre de 2007.

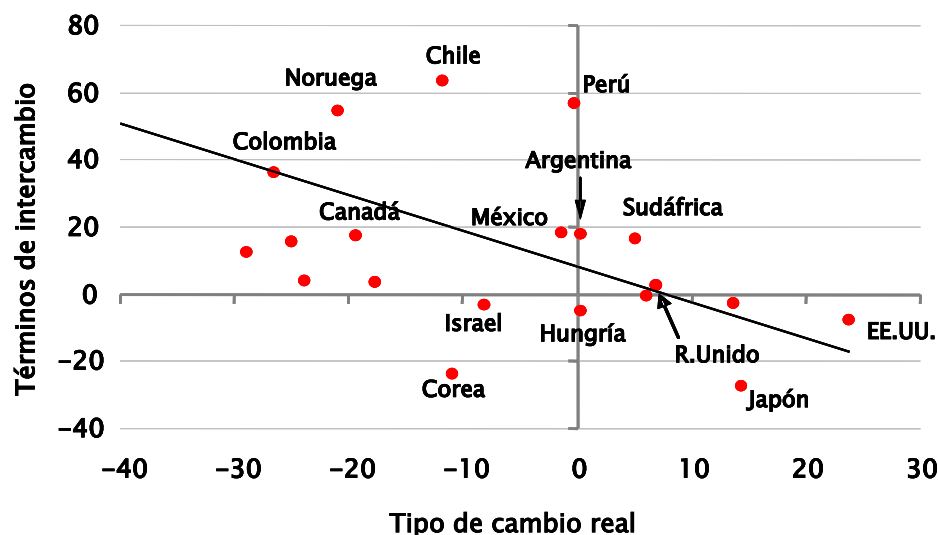
Fuente: Banco Central de Chile.

El impacto de los términos de intercambio

Un primer elemento a considerar ha sido la significativa alza de los términos de intercambio, es decir, la razón entre el precio de lo que exportamos y el precio de lo que importamos. Entre los países no petroleros, Chile es uno de los que han experimentado la mayor ganancia en sus precios de exportación, debido principalmente al fuerte aumento del precio del cobre. Un aumento de los precios de exportación hace al país más rico, y tanto sus salarios como sus precios se encarecen respecto del resto del mundo. Es decir, se aprecia el tipo de cambio real. Dicho de otro modo, para mantener el mismo nivel de gasto, debido a que los bienes nacionales son más valorados, es posible tener precios y salarios nacionales más altos, sin que ello signifique, a nivel agregado, menor competitividad. Indudablemente, esto perjudica a aquellos sectores transables que, por diversas razones, no comparten el auge de precios de exportación.

¹ Considera variación de diciembre 2007 a marzo 2008.

Depreciación del Tipo de Cambio Real y Términos de Intercambio (variación 2003-2007, porcentaje)



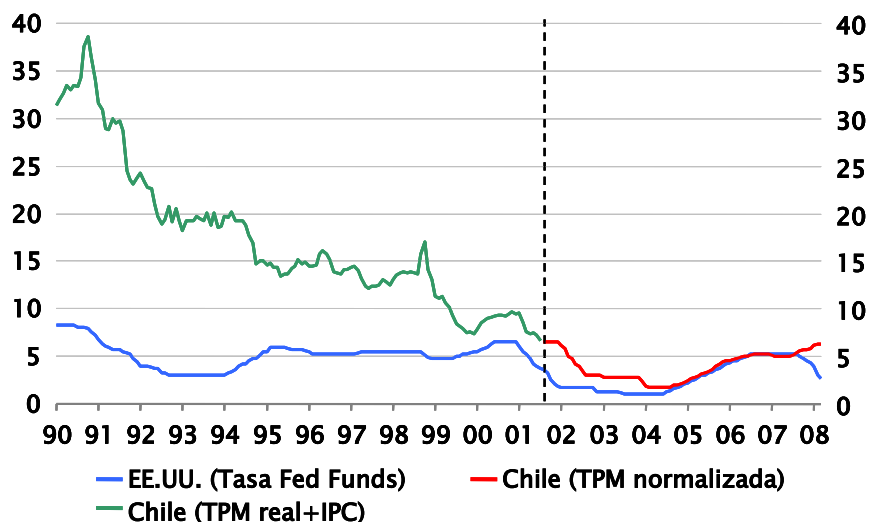
Nota: La variación del TCR cubre desde enero 2003 a febrero 2008.
Fuentes: FMI, Bloomberg, IIF y Banco Central de Chile.

Dado el fuerte aumento de los términos de intercambio, la apreciación en Chile ha sido relativamente acotada con respecto a otros países con *shocks* de términos de intercambio menores. Una política de tipo de cambio flexible y una política fiscal que ahorra en moneda extranjera todos los ingresos que no se consideran permanentes, han permitido atenuar el impacto del alza del cobre sobre la actividad y el tipo de cambio. Estábamos acostumbrados a efectos mucho más severos cuando subía o bajaba el precio del cobre. Sin embargo, hoy día el marco de políticas macroeconómicas nos protege de grandes fluctuaciones, aunque las recientes tensiones en el ámbito cambiario muestran que, como era de esperar, no estamos completamente aislados.

Diferenciales de tasas y flujos de capitales

Otro factor que ha sido ampliamente destacado como factor detrás de la apreciación del peso, y que sin duda cumple un rol, es el creciente diferencial de tasas con EE.UU. Este fenómeno es mundial, puesto que la Fed ha sido quien ha bajado agresivamente sus tasas, mientras los movimientos en el resto del mundo han sido menores. Desde que presentamos nuestro último Informe de Política Monetaria ante la Comisión de Hacienda del Senado, el diferencial de nuestra tasa de política monetaria con respecto a la federal funds rate ha aumentado en 2 puntos porcentuales. Pero todo ese aumento ha sido el resultado de la agresiva baja de tasas en EE.UU., dirigida a evitar el colapso de su sistema financiero.

Tasas de Política Monetaria Chile-EE.UU. (promedio mensual, %)

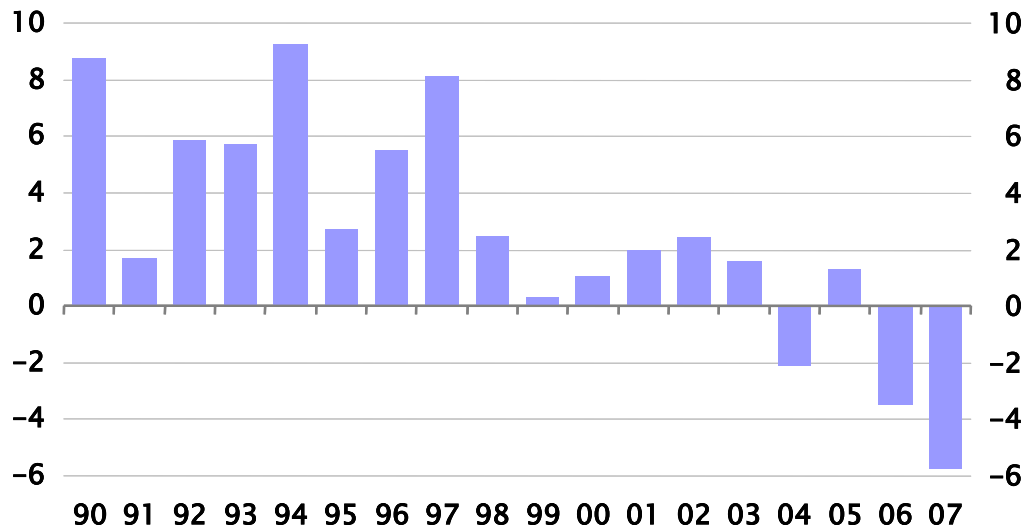


Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

Gran parte de la discusión reciente llevaría a pensar que este nivel de diferencial de tasas es un fenómeno nuevo. No es así. Nuestra historia reciente muestra grandes diferenciales de tasas. De hecho, la tradición ha sido de diferenciales muy elevados. Hoy día, con un diferencial de 4 puntos porcentuales, estamos muy por debajo de los que tuvimos en la década de los noventa². No debiera sorprender entonces que, ante estos elevados diferenciales de tasas se intentara moderar la entrada de capitales con controles y evitar la apreciación del peso con una banda cambiaria. Sin embargo, debemos destacar las distorsiones microeconómicas que genera la combinación de grandes diferenciales con controles de capital. Las empresas que se pueden endeudar a largo plazo en el exterior, evitando los controles y en presencia de una moneda que se aprecia de manera gradual, tienen incentivos muy elevados para ingresar capitales, mientras las empresas que solo son capaces de endeudarse en el mercado local y a corto plazo pagan el costo de altas tasas de interés. Se suma a lo anterior el hecho de que la flotación de la moneda viene acompañada de ajustes inesperados en el tipo de cambio que son un potente desincentivo a la entrada masiva de capitales.

² Hay muchas formas de medir el diferencial de los noventa, puesto que hay que comparar tasas en UF nominalizadas con tasas en dólares. Cualquiera sea el ajuste, las cifras y tendencias resultantes son muy similares.

Entradas Netas de Capital (% PIB, excluye reservas)



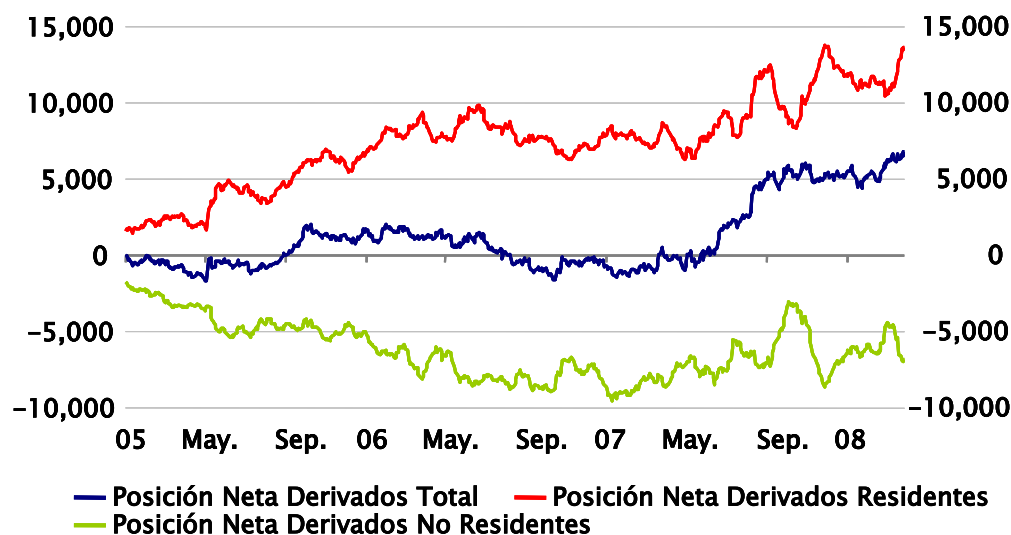
Fuente: Banco Central de Chile.

Un primer antecedente para detectar potenciales presiones excesivas por diferenciales de tasas es la evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos. Si bien es cierto que el tipo de cambio puede fluctuar sin necesidad de que haya entradas efectivas, una entrada excesiva de capitales podría ser un primer síntoma de desalineamiento. En el caso de Chile la evidencia reciente no responde a este patrón, pues es un exportador neto de capitales en los últimos años. Aunque se observan entradas cuantiosas, estas son más que compensadas por las salidas. Más aún, estos movimientos pueden explicarse por ajustes de portafolio. Por ejemplo, la salida de las AFP al exterior ha significado una reducción de los depósitos que tenían en el sistema bancario, pero ha sido compensada con endeudamiento de los bancos, lo que les ha permitido mantener sus colocaciones. De no haber ocurrido esa entrada de capitales, habríamos presenciado una importante compresión del crédito con graves consecuencias para la actividad económica.

Un subproducto de la flotación cambiaria es el desarrollo de un mercado de coberturas de la paridad, y eso es positivo pues permite a muchas empresas protegerse de las fluctuaciones del tipo de cambio. Por medio de estas operaciones, las empresas pueden ir fijando niveles de tipo de cambio para sus flujos futuros y así limitar la incertidumbre y la volatilidad de esperar hasta el pago de la transacción real.

En este contexto, es importante ver los mercados de derivados cambiarios, donde se transan futuros de monedas. El mercado de derivados cambiarios en Chile, que ha aumentado en los últimos años a tasas crecientes, es operado principalmente por bancos que son contrapartes de agentes que buscan cubrirse de fluctuaciones cambiarias y también por agentes que toman posiciones descubiertas para aprovechar diferenciales de tasas, es decir para hacer *carry trade*.

Posiciones Netas en Derivados de la Banca Local (USD millones)



Nota: Las cifras están expresadas en millones de dólares. Una cifra positiva (mayor que 0) significa que los agentes que son contrapartes de los bancos locales están comprando pesos y vendiendo dólares a futuro. Por el contrario, una cifra negativa (menor que 0) significa que los agentes (contrapartes de los bancos locales) están comprando dólares y vendiendo pesos a futuro. La posición neta de derivados debiera aproximadamente cancelarse con la posición spot (compra y venta de dólares físicos).

Fuente: Banco Central de Chile.

Aunque es imposible conocer el propósito de cada operación en el mercado de derivados, es útil observar las posiciones de locales y extranjeros. En el mercado de derivados de moneda extranjera, un agente, sea local o extranjero, puede comprar o vender a futuro pesos a una contraparte que, generalmente, es un banco local, quien recibe o entrega a cambio la otra moneda a futuro, principalmente dólares estadounidenses. Las cifras muestran la evolución del saldo neto de las operaciones totales del mercado de derivados, separado según la residencia de las contrapartes de los bancos. Como se aprecia, los agentes que han estado en el neto vendiendo dólares son nacionales (línea roja), como por ejemplo los inversionistas institucionales. Ellos han estado protegiéndose del riesgo cambiario. Por su parte, los agentes externos han estado en el neto comprando estos dólares en el mercado futuro (línea verde). Por lo tanto, no hay evidencia de que estos últimos estén ejerciendo una presión especulativa considerable para fortalecer el peso, y, de hecho, esta evidencia indicaría que los agentes externos podrían estar “tomando deuda” en (demandando) pesos a tasas menores que las que pueden estar invirtiendo para aprovechar el diferencial de tasas, *carry trade*, con otros países de la región.

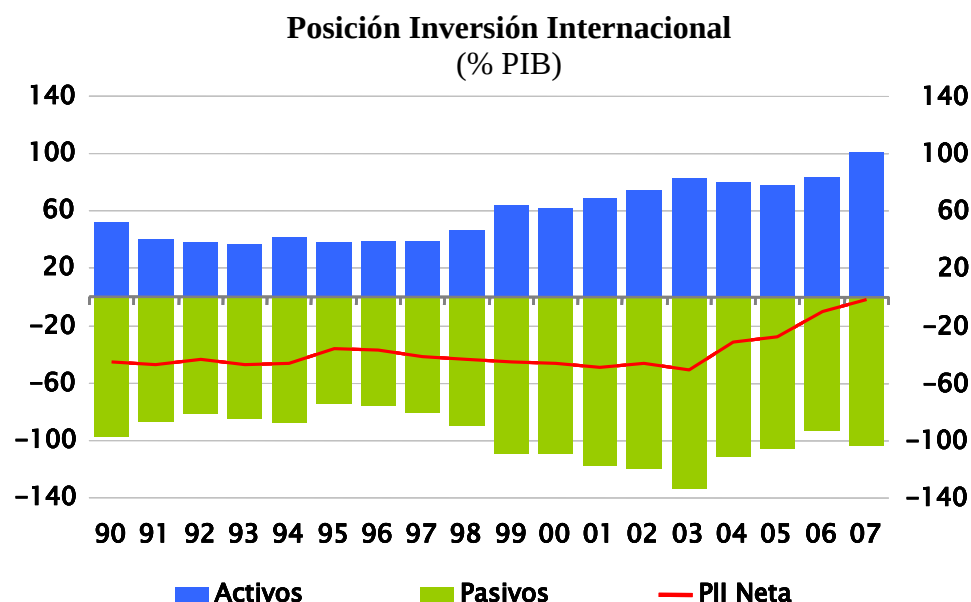
Con todo, nuestras estimaciones indican que cerca de dos tercios de la apreciación observada desde enero, se debe a diferenciales de tasas y precios de *commodities*. Es por ello que no se puede descartar que haya habido una sobre-reacción, y que alguna parte de la fortaleza del peso se deba a factores no fundamentales. Sin embargo, considerando un período algo más largo, es posible explicar una mayor proporción de la apreciación del peso, en cuyo caso lo que habría ocurrido es que esta apreciación tardó más tiempo en

manifestarse. Por último, en la actual coyuntura aún no conocemos el efecto de la depreciación del dólar sobre la inflación internacional futura y el tipo de cambio real de EE.UU. en el largo plazo. Por lo tanto tampoco sabemos con exactitud las presiones que provendrán del dólar de EE.UU. sobre las monedas del resto del mundo.

La fortaleza de la economía chilena frente a las turbulencias actuales

Quisiera volver brevemente a enfatizar el escenario adverso e incierto que enfrentaremos los próximos trimestres. En este contexto, podemos afirmar que nuestra economía está en muy buen pie. Tal vez nunca ha estado mejor para enfrentar un escenario de mayor deterioro externo. No somos inmunes, pero los efectos adversos son acotados por los esfuerzos que se han hecho desde hace muchos años por construir un esquema de estabilidad macroeconómica y financiera. Con el tiempo, este esquema se ha fortalecido.

Luego de una historia de crisis externas agravadas por rigideces cambiarias, hoy día hemos consolidado un régimen de flotación cambiaria con posibilidad de intervención en condiciones extremas. En la coyuntura actual no lo hemos descartado, pero de llegar a tomar esa acción debemos evaluar cuidadosamente su efectividad y costos, pues no queremos tomar decisiones apresuradas que debiliten el esquema de políticas macroeconómicas. Por otra parte, nuestra posición fiscal es extremadamente sólida, y el *boom* del cobre ha permitido a nuestro país acumular significativos fondos en el exterior, amortiguando el efecto cambiario de la bonanza cuprífera. Como país, pasamos de ser una economía con una posición internacional deudora en torno al 50% del PIB a mediados de los 90 a cero al año pasado. Esto no es normal en los países en desarrollo, pero ciertamente es un resultado del ejercicio de una sana prudencia en períodos de términos de intercambio excepcionales.



Fuente: Banco Central de Chile.

Por otra parte, y tal como lo destacamos en nuestro último Informe de Estabilidad Financiera y seguimos monitoreando, nuestro sistema financiero presenta grados de solidez que le permiten absorber adecuadamente los cambios en precios de activos y condiciones financieras internacionales.

La tasa de inflación continúa elevada, y el Banco Central ha estado tomando decisiones coherentes con el cumplimiento de su objetivo. Mientras en EE.UU. ha habido un inusitado activismo, justificado por el riesgo de una disrupción mayor en su sistema financiero, en Chile, como en muchos otros países, existe un riesgo relevante de aumentos de la inflación, con sus consecuentes costos de estabilización. Chile ha sido uno de los países donde la transmisión de los precios internacionales de alimentos y energía a los precios locales ha sido más directa, y a su vez exacerbada por fenómenos climáticos. Existen riesgos en este ámbito, los que pueden alimentarse por un aumento de las expectativas de inflación, aumentos desmedidos de salarios y precios, y una espiral de precios que traiga costos en términos de actividad y en la estabilización futura. Frente a ese riesgo debemos estar muy atentos, pero para ello miramos al conjunto de la economía en nuestra toma de decisiones. Tal como lo señaláramos en nuestros últimos dos comunicados, las presiones desinflacionarias de la apreciación del peso han sido un factor que ha quitado presión sobre la política monetaria. Asimismo, un ambiente de mayor debilidad en la actividad también debe quitar presión sobre las tasas. Es así como ordenamos nuestro objetivo de estabilidad macroeconómica, y creemos que, a pesar de las tensiones de corto plazo, es la mejor forma de proveer dicho marco de estabilidad.

Palabras finales

Chile es una economía abierta y pequeña. No existe ninguna experiencia en la cual el desarrollo no se haya conseguido mediante una integración al mundo, y en esta integración, el comercio internacional, y en particular las exportaciones, son motores del desarrollo.

En los últimos días, hemos sido insistentes en expresar nuestra preocupación por las dificultades que afectan a nuestro sector exportador, a sus empresas y a los miles de chilenos que en ellas trabajan. Pero también hemos sido insistentes en expresar nuestra preocupación por quienes están sufriendo los efectos del aumento de la inflación. El objetivo del Banco Central de Chile, consagrado en el artículo tercero de su Ley Orgánica Constitucional, es velar por la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. La misma Ley establece que todo esto lo debemos hacer en el marco de los lineamientos generales de los objetivos del Gobierno, cuales son el bienestar y progreso de la ciudadanía.

Honorables senadores. El propósito del Banco Central de Chile que me honro en presidir y del Consejo que lo dirige, es dar un marco de estabilidad al desarrollo, el cual tiene como papel fundamental asegurar que nuestra economía pueda absorber con los menores costos posibles escenarios internacionales incluso más adversos que el actual. Seguiremos comprometidos con esa labor, y estamos ciertos de que las decisiones de política que vamos adoptando son plenamente coherentes con el propósito de progreso nacional.