

## Balanza Comercial y Política Cambiaria

Presentación de Gonzalo Sanhueza D., Asesor del Presidente de Banco Central de Chile, en las Jornadas de la Salmonicultura, organizado por el Instituto Tecnológico del Salmón S.A. (Intesal). Septiembre de 1998

Agradezco al Instituto Tecnológico del Salmón por su invitación a participar en estas jornadas. El tema de mi presentación es la Balanza Comercial y la Política Cambiaria; tema que en la actual situación económica ha despertado un tremendo interés en la opinión pública y, supongo que siempre ha estado presente en el sector exportador.

Sin duda, la evolución de la Balanza Comercial y sus implicancias respecto a la competitividad del sector exportador y a la solidez externa de la economía, es un tema de la mayor relevancia. Por esto, como veremos en la presentación, el Banco Central tiene una especial preocupación respecto a este tema; tanto en el diseño como en la aplicación de sus políticas.

En la primera parte de la exposición me voy a referir a los objetivos que persigue el Banco Central, haciendo especial énfasis en aquellos relacionados con el sector externo. En la segunda parte voy a explicar el análisis que hace el Banco Central de las cuentas externas: la Balanza Comercial, la Cuenta Corriente, la solvencia externa y la competitividad del sector exportador. Finalmente, revisaré el rol de la política cambiaria y monetaria para ajustar la economía; especialmente, el caso de los desequilibrios en el sector externo. Me parece que este enfoque más aplicado es la mejor manera de transmitirles la forma en que el Banco Central analiza el sector externo y la visión de éste respecto a la relación entre la Balanza Comercial y la Política Cambiaria.

### I. Objetivos planteados por el Banco Central

Para este y el próximo año, el objetivo que tiene el Banco Central es afianzar la estabilidad macroeconómica y financiera del país. Este objetivo fue planteado en su programa macroeconómico que presentó al Senado, recién a comienzos de Septiembre. La consecución de este objetivo significa que se tiene que consolidar el avance en materia de inflación y reducir significativamente el déficit en la cuenta corriente, hasta que lleguen a niveles sostenibles en el mediano y largo plazo.

En efecto, durante los últimos ocho años, el objetivo del Banco Central de Chile ha sido reducir la tasa de inflación. En forma gradual pero persistente. La meta final es llegar a los niveles de inflación que tienen los países más desarrollados (3%). Lo importante es que la reducción de la inflación sea realizada minimizando los riesgos de generar desequilibrios en otros mercados que pudieran hacer reversar los logros en materia inflacionaria.

Para lograr minimizar los desequilibrios en otros mercados, el Banco Central, en su Informe anual al Senado, anuncia públicamente su meta de inflación para el próximo año. El beneficio de hacer explícita su meta de inflación para el año próximo, es que ésta sirve de ancla nominal de la economía. Esto significa, que todos los agentes entiendan que, en promedio, los aumentos de precios de la economía serán iguales a la meta. El beneficio de que todos los agentes tengan expectativas de inflación similares y, que éstas sean lo más cercana a la inflación efectiva, es que permite que los cambios relativos de precios se realicen en forma ordenada, sin generar mayor desempleo de recursos ni rebotes inflacionarios.

Esta forma en que el Banco Central ha llevado a cabo el proceso de reducción de la inflación, hace que éste no sea a costa de un menor crecimiento, y por ende, de un empobrecimiento del país; muy por el contrario, está demostrado, teórica y empíricamente, que la estabilidad de precios favorece el crecimiento económico en el mediano y largo plazo.

Sin embargo, el Banco Central no tiene como único objetivo la estabilidad de precios. También tiene la obligación constitucional de cautelar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. Al respecto, la propia experiencia de la economía chilena y la abundante evidencia internacional, indican que una condición necesaria para cautelar el normal funcionamiento de los pagos externos, es haciendo un uso prudente del financiamiento externo.

Esto significa que el uso del financiamiento externo tiene que ser a niveles que sean sostenibles en el mediano plazo. De lo contrario, un uso excesivo de este por algunos periodos; cuando este se termine, va requerir de ajuste recesivos en la economía.

También, hay que cuidar la forma en que llega el financiamiento externo: algunas formas son más reversibles que otras. Si el financiamiento externo llega mayoritariamente como financiamiento de corto plazo, es muy probable que ante los primeros vientos de crisis, este financiamiento se corte, obligando a contraer abruptamente el gasto y generando ajustes recesivos. En cambio, si el ahorro llega en forma de inversión, es más probable, que este sea un compromiso de largo plazo con el país, y que esos inversionistas no se vayan a los primeros vientos de crisis.

Considerando estos factores, el Banco Central ha estimado que un uso prudente del ahorro externo es mantener, en promedio, déficits en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos del orden del 4 a 5% del PIB. Esto significa que ante shocks transitorios este puede estar fuera de ese rango, pero en promedio, debería estar en el rango. Asimismo, ha privilegiado formas de financiamiento más permanentes; ya sea a través de inversión o créditos de mediano y largo plazo que financiamiento de corto plazo.

### II. Evolución del sector externo

El gráfico N° 1, muestra la evolución del saldo en la balanza comercial de bienes y servicios no financieros. Esta balanza no es más que la diferencia entre el valor de las exportaciones menos las importaciones de bienes y servicios no financieros; por estos últimos entendemos los fletes, los seguros, el turismo y otros. Como se aprecia durante este año el déficit aumentará. En efecto, al primer semestre de este año, el déficit de la balanza comercial de bienes y servicios no financieros, acumulado en doce meses, alcanza a US\$ 3.600 millones. A igual período del año anterior, éste era de US\$ 1.200 millones. Las principales variables que explican el aumento en el déficit, durante el primer semestre de este año, son la caída de 18% en el precio de las exportaciones que implica menores retornos por US\$ 1.600 millones y el aumento de 17% en el volumen de las importaciones que implican un mayor gasto de US\$ 1.400 millones. Este incremento en el déficit se vio, en parte compensado, por el aumento en los volúmenes exportados, que durante el primer semestre se incrementaron en 9%, generando mayores retornos por US\$ 800 millones, y la caída en el precio de las importaciones, de 5% (US\$ 400 millones).

La relación entre la balanza de bienes y servicios no financieros y el saldo de la cuenta corriente es muy estrecha. En efecto, el saldo de la cuenta corriente es igual a la balanza de bienes y servicios no financieros más la balanza de servicios financieros que son los pagos netos de intereses por la deuda externa y el devengo neto de los intereses por las inversiones extranjeras en Chile y las chilenas afuera. El gráfico N° 2 muestra ambos indicadores. Como se aprecia, el aumento en el déficit de la cuenta corriente es prácticamente completamente explicado por el aumento en el déficit de la balanza de bienes y servicios no financieros.

A fines de este año, se espera que el déficit en la cuenta corriente sea de US\$ 5.150 millones, equivalente a 6,8% del PIB. El déficit en la cuenta corriente es lo que se denomina ahorro externo.

A continuación, me voy a referir en detalle a las variables que explican el aumento del déficit en la cuenta corriente. La evaluación que hace Banco Central de esta situación, su efecto en la competitividad del sector exportador y las políticas que están aplicando para corregir cualquier desequilibrio.

Para esto recurriré a tres formas alternativas de mirar el déficit en la cuenta corriente. El primero, es el enfoque macroeconómico que indica que el saldo de la cuenta corriente es igual a la diferencia entre el ingreso y los gastos de un país o entre el ahorro y la inversión. Este enfoque permite entender cuáles son las variables de fondo que están explicando el aumento en el déficit de la cuenta corriente. El segundo enfoque es el de la cuenta de capitales, que mira el saldo en la cuenta corriente desde la perspectiva de cómo se está financiando este déficit. Esto nos permite entender el grado de vulnerabilidad externa que está tomando la economía. El tercer enfoque es el de comercio exterior; donde el déficit en la cuenta corriente es la diferencia entre las exportaciones de bienes y servicios menos las importaciones de bienes y servicios; éste enfoque nos permite ver como ha estado evolucionando la competitividad internacional del sector productivo nacional.

## 1. Enfoque Macroeconómico

### a) Equilibrio Gasto-Producto

El gráfico N° 3 muestra el nivel del gasto interno, definido como el consumo más la inversión más gasto de gobierno, sobre el nivel del producto interno bruto. La diferencia entre el gasto y el producto es la balanza de bienes y servicios no financieros. Como se aprecia, desde hace algunos años, el gasto ha estado creciendo a tasas superiores a las del producto, y por ende, se ha estado haciendo más deficitaria la balanza de intercambio de bienes y servicios con el exterior. Tendencia que se ha acentuado a partir del segundo semestre de 1997.

¿Qué explica el aumento en la brecha gasto-producto? Hay dos hipótesis: un aumento de la inversión o una disminución del ahorro.

El gráfico N° 4, muestra la evolución de la inversión geográfica y del ahorro nacional como porcentaje del producto a través de la última década, ambos medidos en precios de cada año. La diferencia entre el ahorro y la inversión es igual al déficit en la cuenta corriente que como vemos es similar al del déficit de la balanza de bienes y servicios no financieros; a éste último habría que agregarle la balanza de bienes y servicios financieros.

### b) Inversión

La tasa de inversión, pasó desde el 25% del PIB en 1990 al 27% en 1997, medida a precios corrientes. El crecimiento es aún mayor si la medimos a precios constantes, donde la tasa de inversión el año 1997 alcanza al 37% del PIB. La diferencia se debe a que los precios de los bienes de inversión han subido menos que los precios de los bienes agregados de la economía.

Los que estamos viendo es que parte importante del significativo aumento en el déficit de la cuenta corriente se debe al aumento que ha experimentado la inversión durante la presente década. En efecto, entre los períodos 97-94 y 93-90, la tasa de inversión respecto al producto interno bruto, aumento en promedio un 1,4% y el déficit de la cuenta corriente en 1,6%. Esto indica que el aumento en la inversión explica un 85% del aumento en el déficit de la cuenta corriente.

De hecho, el significativo aumento durante los 90s en la tasa de crecimiento económico se explica por el aumento en la tasa de inversión. El gráfico N° 5, muestra esta relación entre crecimiento económico y tasa de inversión.

Es importante destacar que para que la inversión se haya reflejado en un mayor crecimiento, los recursos tienen que haber sido bien invertidos. Esto se logra cuando la economía tiene estabilidad macroeconómica que permite reconocer cuáles son las

oportunidades rentables en el mediano y largo plazo, hacia las cuales canalizar los recursos. También, contribuye en forma importante tener un sistema financiero eficiente y con los incentivos bien puestos, para evitar problemas de riesgo moral, créditos relacionados, y finalmente una mala asignación del crédito. Los resultados en crecimiento económico que ha alcanzado la economía chilena en los noventa, indican que estas condiciones se han dado.

¿Es preocupante un aumento en el déficit de la cuenta corriente producto de un aumento en la inversión? El aumento en la inversión va generando un crecimiento en la capacidad productiva que se va a reflejar en un nuevo impulso al crecimiento. Si los proyectos son del sector transables, estos van a mejorar la oferta nacional de bienes transables, y por ende, la balanza comercial. A su vez, si estos están en el sector no transable, a través de cambios en los precios relativos que van a disminuir el precio de los no transables, van a ser que se desplace la demanda de transables a no transables, lo que termina igualmente mejorando la balanza comercial.

Desde este punto de vista macroeconómico, un aumento en el uso del ahorro externo para financiar mayor inversión, si los proyectos están bien evaluados, no es preocupante, ya que los propios proyectos van a generar las utilidades para pagar ese ahorro externo.

### c) Ahorro Nacional

En el mismo período, la tasa de ahorro nacional muestra una leve tendencia decreciente. A principios de esta década la tasa de ahorro estaba en torno a 23,2% del PIB y a fines de este año pasado alcanzó a 21,4%. En promedio, durante la última década la tasa de ahorro nacional ha sido del orden del 22% del P.I.B. Esto indica que parte del aumento en el déficit de la cuenta corriente es producto del menor ahorro. Si repetimos el ejercicio anterior, vemos que un 15% del aumento en el déficit de la cuenta corriente se explica por la caída en el ahorro.

La tasa de ahorro nacional se puede descomponer entre la tasa de ahorro privado y la tasa de ahorro del sector público. El gráfico N° 6 muestra que la tendencia decreciente de la tasa de ahorro nacional refleja principalmente una disminución en la tasa de ahorro privado, mientras que el ahorro del sector público presenta una tendencia creciente hasta 1992, que tiende a estabilizarse en los últimos años en torno al 5% del PIB.

La disminución de tendencia en la tasa de ahorro está reflejando que el gasto de las personas se ha incrementado más que sus ingresos. Una posible explicación es que al mejorar las expectativas de crecimiento de la economía, especialmente, después de 10 años creciendo a una tasa promedio de 8%, los agentes aumentan su consumo con cargo a sus ingresos futuros, lo cual redundará en que hay un aumento en la demanda por bienes que se ve reflejada en un mayor déficit de la balanza de bienes y servicios.

También, la tasa de ahorro presenta importantes fluctuaciones entre un año y otro. Esto refleja caídas transitorias en los ingresos, que se ajustan vía aumento del uso del ahorro externo. Al caer transitoriamente el ingreso, es posible que los agentes no ajusten el consumo a la baja en la misma magnitud, aumentando, por ende, el uso del ahorro externo. Esto se refleja claramente: los años en que los shocks de términos de intercambios son positivos, como en 1995, la tasa de ahorro se incrementa; en cambio, en aquellos años en que son negativos, como este año, la tasa de ahorro disminuye. Así, para el presente año podemos esperar un deterioro transitorio en la tasa de ahorro nacional como consecuencia de la disminución en los términos de intercambio.

A partir del análisis del ahorro y la inversión, se puede concluir que las fuentes del aumento en el déficit de la cuenta corriente están en el incremento sostenido de la tasa de inversión y en una disminución de la tasa de ahorro privado. Respecto al aumento en la inversión, sabemos por el alto crecimiento de la economía chilena en los últimos diez años, que estos fondos han sido bien invertidos. Como los buenos proyectos de inversión generan una rentabilidad ajustada por riesgo superior al costo de fondos, las utilidades de los proyectos van a permitir pagar los compromisos externos. En este sentido, el tamaño del déficit en la cuenta corriente es menos preocupante.

A su vez, la disminución del ahorro es una decisión entendible y racional por parte de los agentes, que los lleva a obtener mejores niveles de bienestar. En la medida que las expectativas acerca del futuro de la economía y las transitoriedades de los shocks sean correctas: estos tendrán a futuro sus ingresos para pagar su actual nivel de endeudamiento.

Por tanto, desde un punto de vista macroeconómico no debería ser preocupante la expansión en el déficit de la cuenta corriente.

## 2. Cuenta de Capitales:

Sin embargo, aunque desde un punto de vista de equilibrio macroeconómico el déficit en la balanza comercial o en la cuenta corriente responde a decisiones bien pensadas de los agentes económicos y, por ende, no debería ser preocupante. Existen al menos dos otras dimensiones que analizar: el financiamiento del déficit y la competitividad del sector exportador.

El tamaño del financiamiento externo, en cada período, depende de la solvencia que tengan el país y de las condiciones internacionales de liquidez. Lo primero, obliga ser muy cuidadosos en el uso del ahorro externo. Si este es usado en exceso empeorarán los indicadores de solvencia externa, encareciendo el financiamiento externo para el país y eventualmente alejándolo definitivamente.

La solvencia externa depende de varios factores. Primero, el nivel de pasivos externos netos que tenga el país en determinado

momento. Segundo, del flujo de ahorro externo que esté utilizando, a mayor uso del ahorro externo más rápido empeoran los indicadores de solvencia. Tercero, de la tasa de crecimiento del país; para un mismo flujo de endeudamiento, los indicadores de solvencia empeoran más lentamente a medida que el país crece más rápido.

Considerando estos factores, el Banco Central ha estimado que un déficit en la cuenta corriente entre 4% y 5%, mantiene los indicadores de solvencia externa estables.

Sin embargo, durante los noventa el financiamiento externo que ha entrado al país es muy superior a esa cifra; en parte debido a que los mercados internacionales han estado muy líquidos y en parte a la misma buena solvencia que mostrado la economía local, la que se ha visto reflejada en los bajos spread relativos a otras economías latinoamericanas y la buena clasificación de riesgo.

El exceso de financiamiento se ve en el gráfico N° 7 que muestra la entrada de capitales y el déficit en cuenta corriente con relación al PIB. La diferencia ha sido acumulación de reservas internacionales por parte del país. Esto significa que cada vez que llega financiamiento externo más allá de lo que se consideraba prudente, el Banco Central captaba ese financiamiento externo y la reinvertía afuera. De otra forma, ese mayor financiamiento se habría traducido en mayor gasto, y en mayor déficit de la cuenta corriente. También, el Banco Central ocupó la regulación a la cuenta de capitales para encarecer el financiamiento externo y así reducir adicionalmente su monto.

La solidez y liquidez externa de la economía, se compara favorable a nivel internacional. En efecto, el peso de la deuda externa para la economía chilena es inferior al del resto de las economías latinoamericanas y al de los países asiáticos. En el gráfico N° 8 se aprecia que la relación deuda externa, neta de reservas internacionales, a PIB es altamente favorable para nuestro país en comparación con los países de América Latina y los de Asia.

En conclusión, la posición de solvencia y liquidez externa de la economía chilena es sólida. Sin embargo, con el déficit actual en la cuenta corriente, se están acumulando pasivos externos a una velocidad superior a lo que sería recomendable en el mediano plazo. Por esto, el Banco Central está llevando a cabo un proceso de ajuste que como objetivo central tiene reducir el déficit en la cuenta corriente de los US\$ 5.150 millones proyectados para este año a US\$ 4.500 millones en 1999 y que con las nuevas cifras fiscales podrá llegar a ser del orden de US\$ 4.000. Esto va permitir llevar el déficit a niveles del orden de 5%, y por ende, retomar el crecimiento de los pasivos externos a velocidades que no ponga el riesgo el normal desenvolvimiento de los pagos externos.

### **3. Enfoque de Comercio Exterior**

Un tercer enfoque del déficit en la cuenta corriente, es mirar éste como la diferencia entre los bienes y servicios que se exportan menos los que se importan, más la Balanza de Servicios Financieros.

El gráfico N° 9 muestra la balanza de bienes y servicios no financieros y la balanza financiera en proporción al PIB. Como se aprecia, el significativo incremento en la cuenta corriente se debe al empeoramiento de la balanza de bienes y servicios no financieros.

Generalmente, un deterioro en la Balanza Comercial de bienes y servicios no financieros lo asociamos con una pérdida de competitividad internacional de los productores nacionales. Para revisar esta afirmación, vamos a mirar algunos indicadores de la competitividad. El indicador más directo es la evolución de las exportaciones. El gráfico N° 10 muestra la evolución de los volúmenes exportadores a partir de 1994. Como se aprecia, prácticamente todos los períodos las exportaciones totales y las restos han crecido sobre el PIB; más aún, es sorprendente el crecimiento alcanzado por las exportaciones durante este año. Sin embargo, bien sabemos, que la evolución de los volúmenes exportados es un indicador rezagado de la competitividad del sector exportador, ya que los volúmenes que se están exportando hoy responden a decisiones de inversión que se tomaron hace algunos años. Por tanto, si hoy día las condiciones de competitividad han cambiado, esto se reflejará en los volúmenes de exportación de los próximos años.

Uno indicador que entrega una mejor aproximación al grado de competitividad internacional de los productores nacionales es el tipo de cambio real. En el mundo académico, este se define como el cociente entre los precios domésticos de los bienes transables dividido por los precios domésticos de los bienes no transables. Una caída en el indicador, por aumento de precio de los bienes no transables, indica que han aumentado domésticamente los costos de producir bienes transables; empeorando la competitividad del sector exportador. También, este indicador mide los incentivos que existen en la economía para asignar recursos a los sectores transable y no transable. Una aproximación a este indicador, ampliamente usada, es el tipo de cambio nominal corregido por la relación de precios externos a internos.

El gráfico N° 11 muestra la evolución del tipo de cambio real a partir de 1990. Como se aprecia, a partir de los 90's se comienza a producir una constante apreciación de tipo de cambio real, que en promedio durante esta década, alcanza a 30% anual. Como el período de apreciación coincide con el surgimiento del déficit en la Balanza Comercial de bienes y servicios no financieros, la gente asocia que el déficit en la Balanza Comercial es resultado de la apreciación en el tipo de cambio real. Y, por ende, para solucionar el déficit de la Balanza Comercial hay que depreciar el tipo de cambio.

Este razonamiento surge de creer que el tipo de cambio real es una variable exógena que el Banco Central puede determinar donde va a estar. Pero eso no es cierto, la evolución del tipo de cambio real es el resultado de los equilibrios en el mercado de bienes. El tipo de cambio real responde a los factores tales como la productividad, la apertura de nuevos mercados, el desarrollo de nuevos productos, el nivel de los términos de intercambio, y la brecha entre la evolución del ingreso y la evolución del gasto o la brecha

entre ahorro e inversión.

Esto significa que no todos los movimientos en el tipo de cambio real indican un cambio en la competitividad internacional de los productores nacionales. En efecto, parte importante de la apreciación del tipo de cambio real en los noventa es reflejo del aumento en la productividad de la economía nacional. El gráfico N° 12 muestra la evolución del tipo de cambio real y la productividad de la economía.

Una apreciación del tipo de cambio real indica una caída en la competitividad, cuando la economía se encuentra en una situación de equilibrio interno, es decir, con una tasa de ocupación de los recursos natural o normal y aumenta la demanda de bienes. Esto obliga a que se produzca un cambio en los precios relativos, específicamente entre los bienes transables y no transables, para que la mayor demanda se canalice hacia el sector externo. Lo que tiene que suceder es que se abaraten los bienes transables respecto a los no transables, es decir, una apreciación del tipo de cambio real que incentive a la gente a demandar más bienes transables.

Por ejemplo, un aumento en la inversión aumenta la demanda por bienes y servicios, tanto del sector transables y como del sector no transables. La mayor demanda por bienes de inversión del sector transables se refleja directamente en un aumento de las importaciones o una disminución de las exportaciones; resultando directamente en un mayor déficit de la balanza comercial. A su vez, el aumento en la demanda de bienes de inversión del sector no transables, hace subir el precio de estos bienes, porque su oferta es muy poco elástica cuando la economía esta trabajando a plena capacidad. Al aumentar el precio de los bienes no transables, algunos consumidores cambiarían su demanda desde bienes del sector no transable al transable, aumentando nuevamente las importaciones o disminuyendo las exportaciones; y aumentando el déficit en la balanza comercial.

Esta apreciación del tipo de cambio real, generada por un exceso de gasto, produce una pérdida de competitividad internacional del sector exportador que se refleja en un mayor déficit en la balanza comercial. Para revertir esta situación, necesariamente se tiene que disminuir el nivel de gasto, ya sea la inversión o el consumo. No existe otra solución. No es posible generar un ajuste duradero en el tipo de cambio real, sin que al mismo tiempo se produzca una reducción en el gasto interno. Este ajuste puede venir de un mayor ahorro fiscal, a través de menor gasto público o mayor tributación; o mayores tasas de interés para disminuir la inversión y el consumo.

### **III. Política cambiaria, monetaria y el proceso de ajuste**

El régimen cambiario actual en Chile es uno de banda cambiaria. Este consiste en que el tipo de cambio puede fluctuar dentro de ciertos límites, actualmente, más o menos 3,5%, respecto a un dólar referencial, que llamamos dólar acuerdo. Este que es el centro de la banda, se reajusta diariamente en base a la inflación nacional, a un movimiento de una canasta de monedas, menos la inflación externa. Si el tipo de cambio llega al límite superior de la banda, el Banco Central se obliga a vender dólares a ese precio; a su vez, si el tipo de cambio llega al límite inferior, se obliga a comprar. También, el Banco Central interviene al interior de la banda, lo que se conoce como flotación sucia.

La ventaja de una banda cambiaria es que sirve de guía para los agentes económicos acerca del nivel en los que debería estar fluctuando el tipo de cambio; acotando las expectativas. El Banco Central interviene al interior de la banda para evitar en el día a día que movimientos bruscos en el tipo de cambio generen burbujas difíciles de parar; pero sin impedir que se manifiesten sus tendencias más permanentes. El Banco Central no puede pretender fijar el tipo de cambio en una economía como la chilena, puesto que el creciente proceso de integración comercial y financiera, los incrementos en la productividad, la volatilidad de los términos de intercambio, los cambios en la percepción y clasificación de riesgo del país, llevan a que el tipo de cambio real de equilibrio varíe. Esto significa que, en el tiempo se modifica el tipo de cambio real que asegura el equilibrio externo en el mediano plazo y, por tanto, el Banco Central tiene que permitir el necesario ajuste.

Por otra parte, las variaciones en la brecha ahorro-inversión que como veíamos son un elemento importante en la variación del tipo de cambio real, no pueden ser compensadas con la política cambiaria. Para controlar el gasto se tiene que usar la política monetaria, a través de las tasas de interés, o la política fiscal, vía disminución de gasto público o aumento de los impuestos.

Es importante entender que no se puede pedir a la política cambiaria que haga más de lo que ésta puede dar.

En el proceso de ajuste actual, la combinación de políticas económicas se ha orientado a lograr una mezcla prudente entre mayor financiamiento externo y corrección del nivel de gasto interno. Las acciones del Banco Central han buscado promover un ajuste ordenado de precios relativos y evitar un deterioro en la tendencia de reducción de la inflación. Entre las principales medidas adoptadas se cuentan la aplicación de una política monetaria con una orientación más restrictiva a partir de enero de este año, junto con un mayor grado de flexibilidad en el manejo de la liquidez y la realización de intervenciones ocasionales en el mercado de divisas.

Posteriormente, hacia fines de junio, en un momento de mucha incertidumbre, se anunció la implementación de una banda más estrecha como guía para el tipo de cambio, la provisión de nuevos instrumentos de cobertura cambiaria y la reducción del encaje cambiario a los inlujos de capitales a 10%.

Luego, hace unos días atrás, el mercado financiero chileno se vio envuelto en episodios de alta volatilidad de la tasa interbancaria, volatilidad que se transmitió a la demás tasa de interés de mercado. Esto hizo necesario un perfeccionamiento de la combinación de políticas vigentes, de tal modo de preservar adecuadamente la estabilidad macroeconómica.

Es así como se resolvió hacer más explícitos los propósitos de la política monetaria de corto plazo, elevando la tasa de instancia a 14% sobre la variación de la UF.

En materia cambiaria, se modificó el límite de la banda, ampliándola a +/- 3,5% respecto del dólar acuerdo. Se incorporó, como medida adicional, una ampliación gradual de la banda hasta el 31 de diciembre de este año, hasta que se sitúe en un rango de +/- 5%. Otro elemento incorporado fue la eliminación por este año del descuento por inflación externa a la regla del dólar acuerdo, el que además pasará a ser indizado por la meta de inflación.

Los antecedentes más recientes indican que las principales variables macroeconómicas, tales como la inflación, el crecimiento y las cuentas externas, se mueven en la dirección deseada dentro de límites considerados razonables, dadas las circunstancias externas.

#### **Conclusiones:**

1. El aumento en el déficit de la cuenta corriente se debe mayoritariamente a un aumento en la tasa de inversión. Esto ha aumentado el uso del ahorro externo más allá de la meta del Banco Central. Lo que lleva a la economía a enfrentar un dilema: aumentar el ahorro para seguir manteniendo la tasa de inversión y crecimiento o disminuir la inversión.
2. La política cambiaria tiene un rol limitado como mecanismo para cambiar los precios relativos en la economía, específicamente el tipo de cambio real. Si la apreciación del tipo de cambio es producto de un aumento del gasto más allá del ingreso; la única solución es reducir el gasto.
3. En todo caso, los indicadores de solvencia, liquidez y competitividad del sector externo siguen mostrando fortalezas.