

Fluctuaciones del Tipo de Cambio en Chile

7 de Abril 2000

Export Factoring Conference 2000

Banco Central de Chile

Felipe Morandé Lavín

Fluctuaciones del Tipo de Cambio en Chile

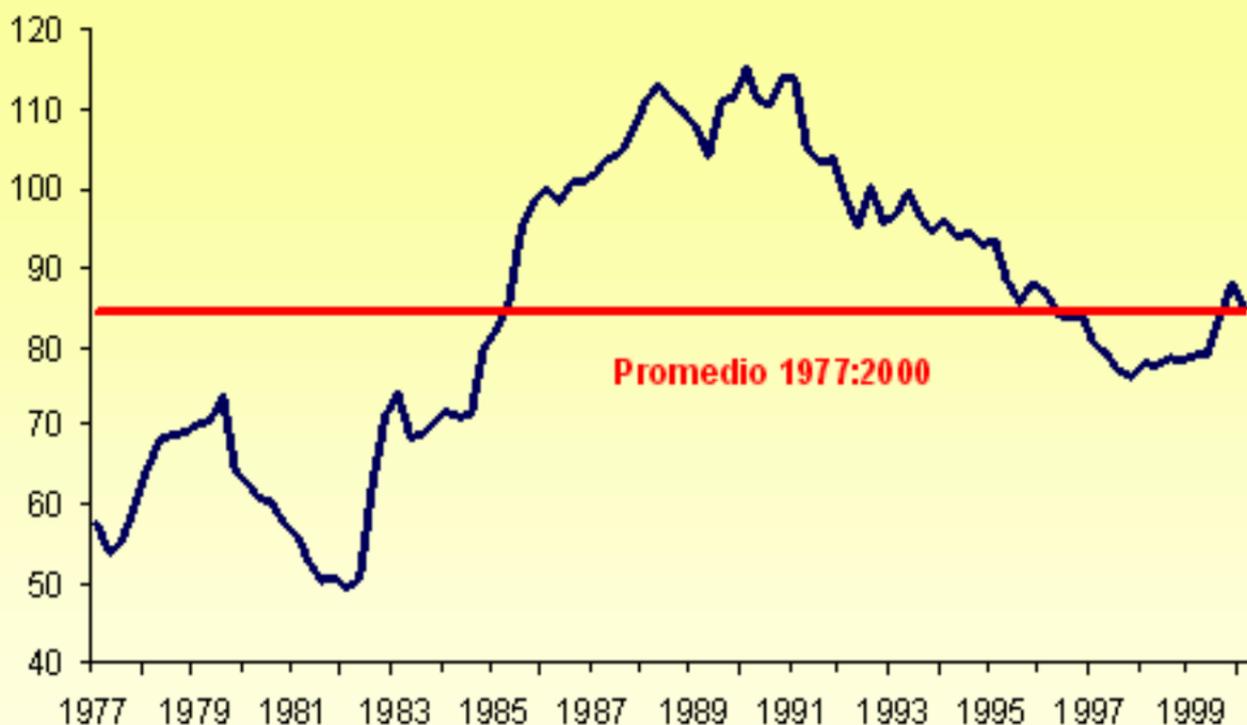
- El tipo de cambio, en términos reales, está hoy un 12,6% más depreciado que en su punto mínimo de los últimos diez años, octubre de 1997. Esto a pesar de la apreciación observada en los últimos cuatro meses.

Fluctuaciones del Tipo de Cambio en Chile

- El tipo de cambio, en términos reales, está hoy un 12,6% más depreciado que en su punto mínimo de los últimos diez años, octubre de 1997. Esto a pesar de la apreciación observada en los últimos cuatro meses.
- No obstante las fluctuaciones observadas, nada parece indicar que el TCR esté desalineado respecto de valores de “equilibrio”.

Tipo de Cambio Real

Índice promedio 1986 = 100



Fuente: Banco Central de Chile

Fluctuaciones del Tipo de Cambio en Chile

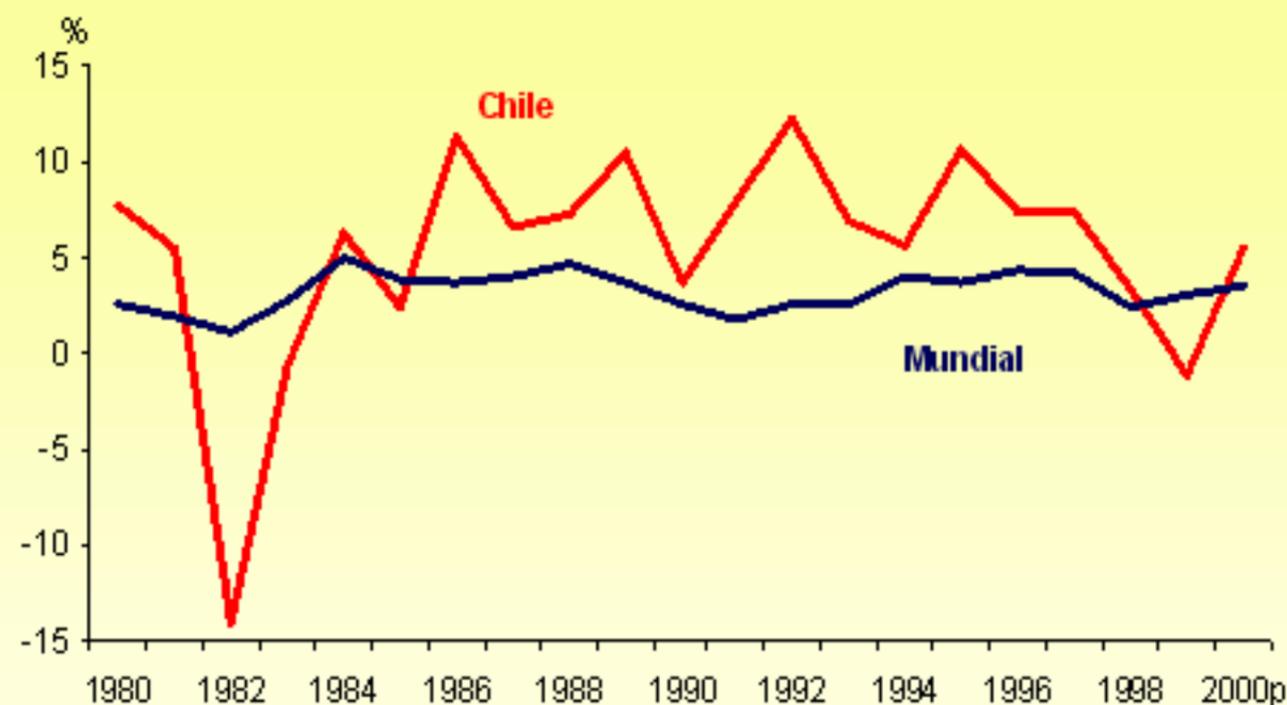
- Sin embargo, es un hecho que durante la década pasada y hasta 1997, hubo una pronunciada apreciación del peso que restó rentabilidad a los sectores exportadores y que sustituyen importaciones.
 1. ¿Por qué ocurrió esta apreciación prolongada?
 2. ¿Fue ella un fenómeno normal y esperable?
 3. ¿Qué rol le cupo al Banco Central?
 4. ¿Se puede evitar este tipo de fenómenos en el futuro?

¿Por qué se apreció el peso en los noventa?

- Hubo una prolongada fase de expansión del ciclo económico, desde 1990 hasta 1997. Chile creció a un promedio de 7,8% anual, sustancialmente más que el mundo y que sus principales socios comerciales. En 1997, la economía chilena era un 75% más grande que en 1990.

PIB Mundial y PIB Chile

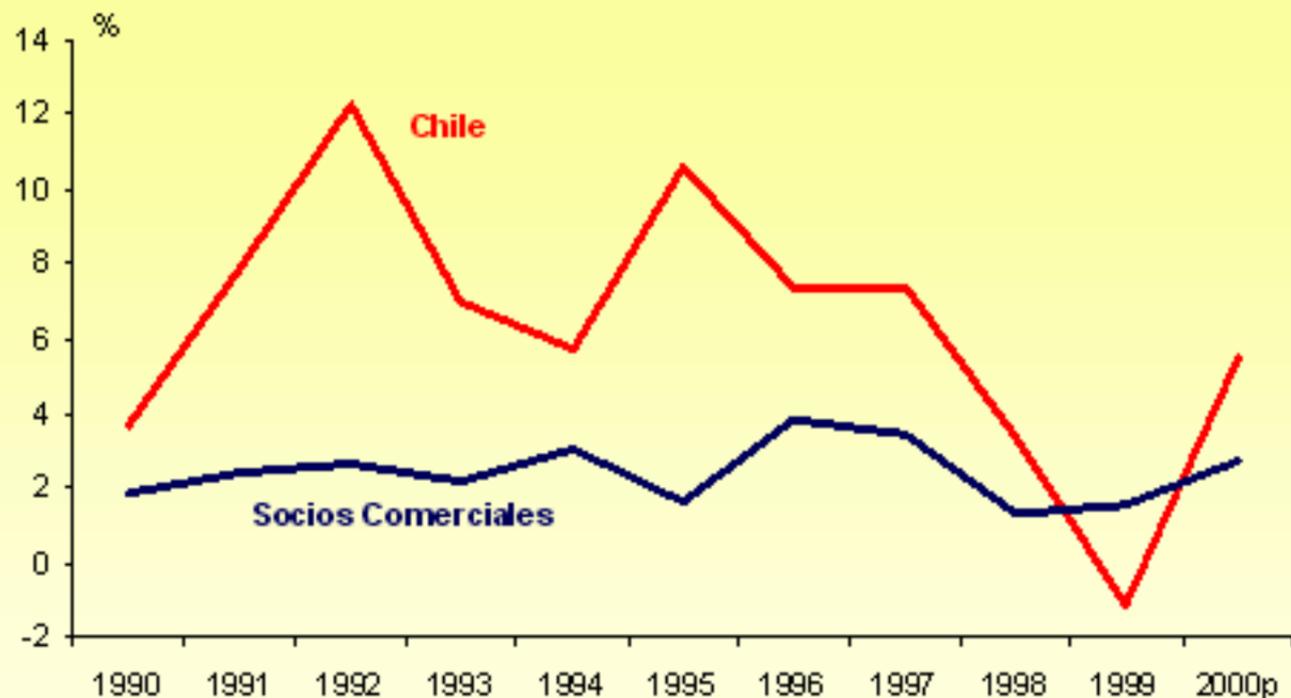
Tasa de variación real anual



Fuente: FMI y Banco Central de Chile

PIB Socios Comerciales* y PIB Chile

Tasa de variación real anual



(*) Incluye EE.UU., Japón, Argentina, Brasil, Alemania (ponderado por su participación en las exportaciones chilenas)

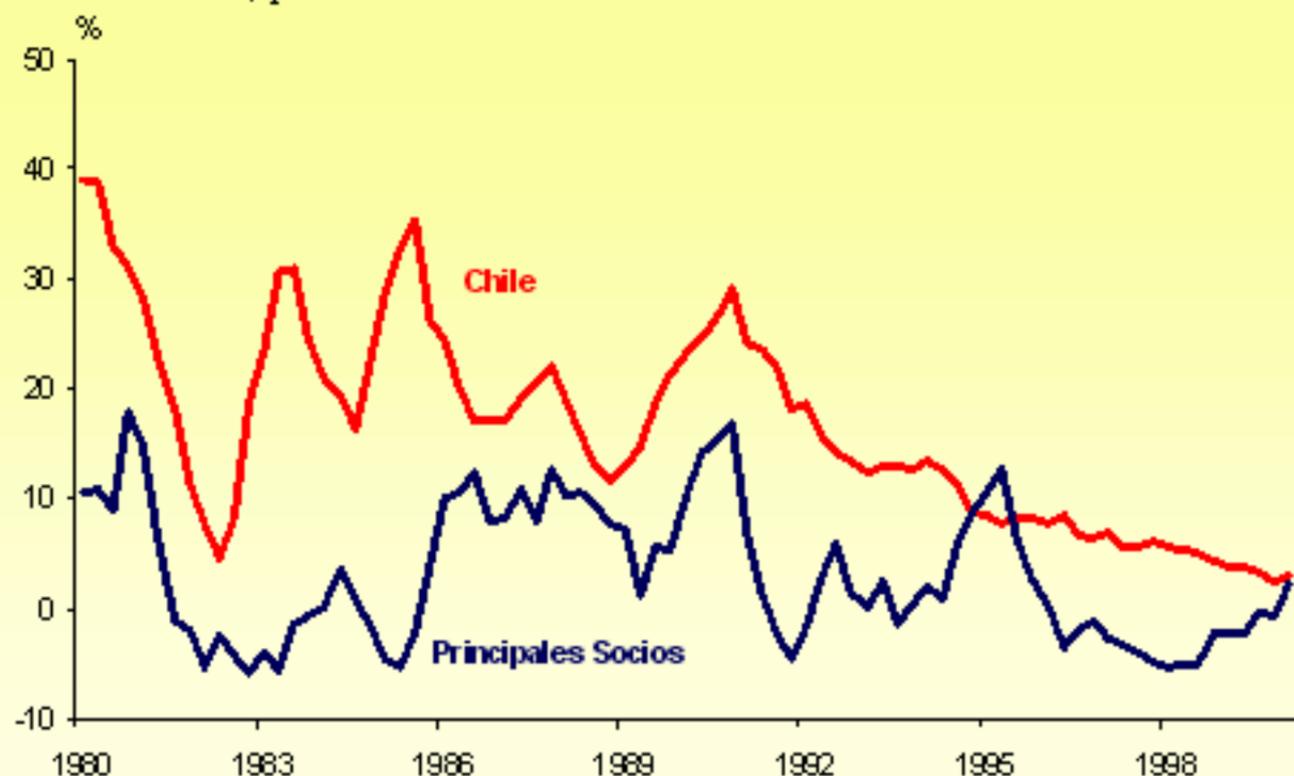
Fuente: Banco Central de Chile

¿Por qué se apreció el peso en los noventa?

- Hubo una prolongada fase de expansión del ciclo económico, desde 1990 hasta 1997. Chile creció a un promedio de 7,8% anual, sustancialmente más que el mundo y que sus principales socios comerciales. En 1997, la economía chilena era un 75% más grande que en 1990.
- La inflación bajó en forma gradual desde casi 30% en 1990 hasta 6% en 1997, pero fue siempre más alta que el promedio mundial.

Inflación Chile y Principales Socios Comerciales

Variación anual, promedio trimestral



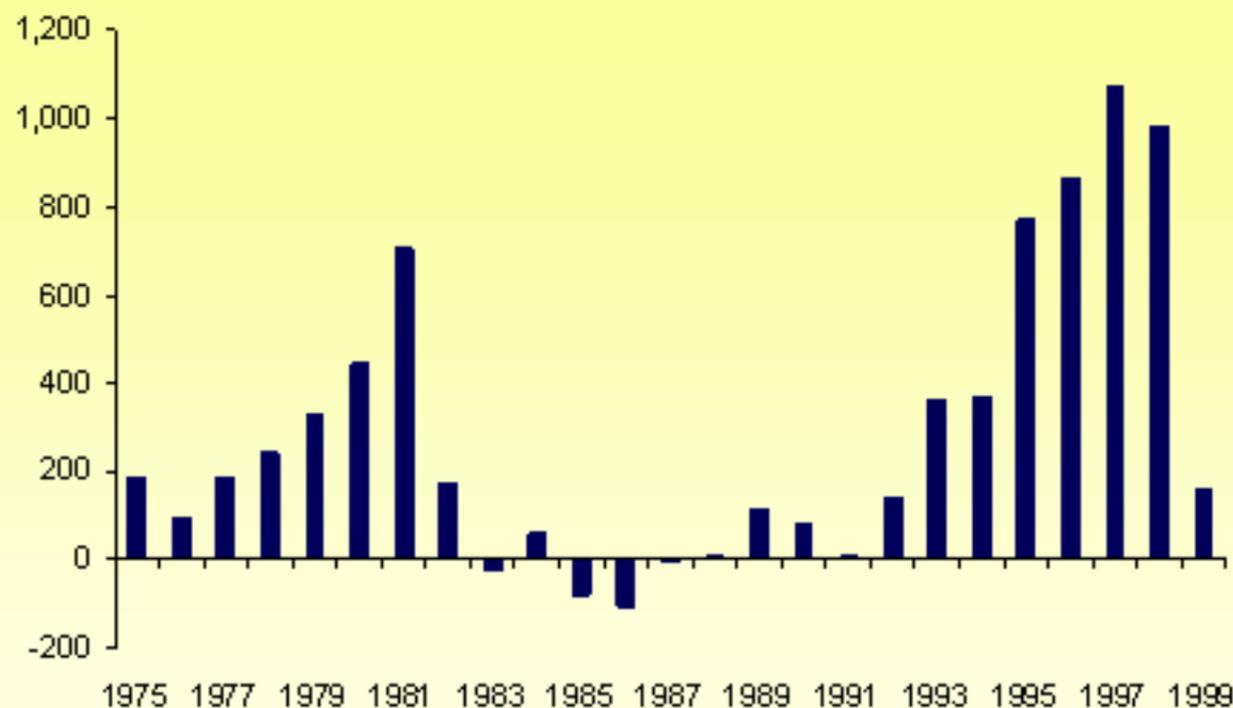
Fuente: Banco Central de Chile

¿Por qué se apreció el peso en los noventa?

- Hubo una prolongada fase de expansión del ciclo económico, desde 1990 hasta 1997. Chile creció a un promedio de 7,8% anual, sustancialmente más que el mundo y que sus principales socios comerciales. En 1997, la economía chilena era un 75% más grande que en 1990.
- La inflación bajó en forma gradual desde casi 30% en 1990 hasta 6% en 1997, pero fue siempre más alta que el promedio mundial.
- El gasto global creció en forma acelerada, acentuándose con el tiempo la brecha con el producto. La inversión, el consumo y el gasto fiscal siguieron trayectorias expansivas buena parte del período, estancándose la tasa de ahorro interno y disminuyendo hacia 1996-97.

Brecha Gasto Interno - PIB

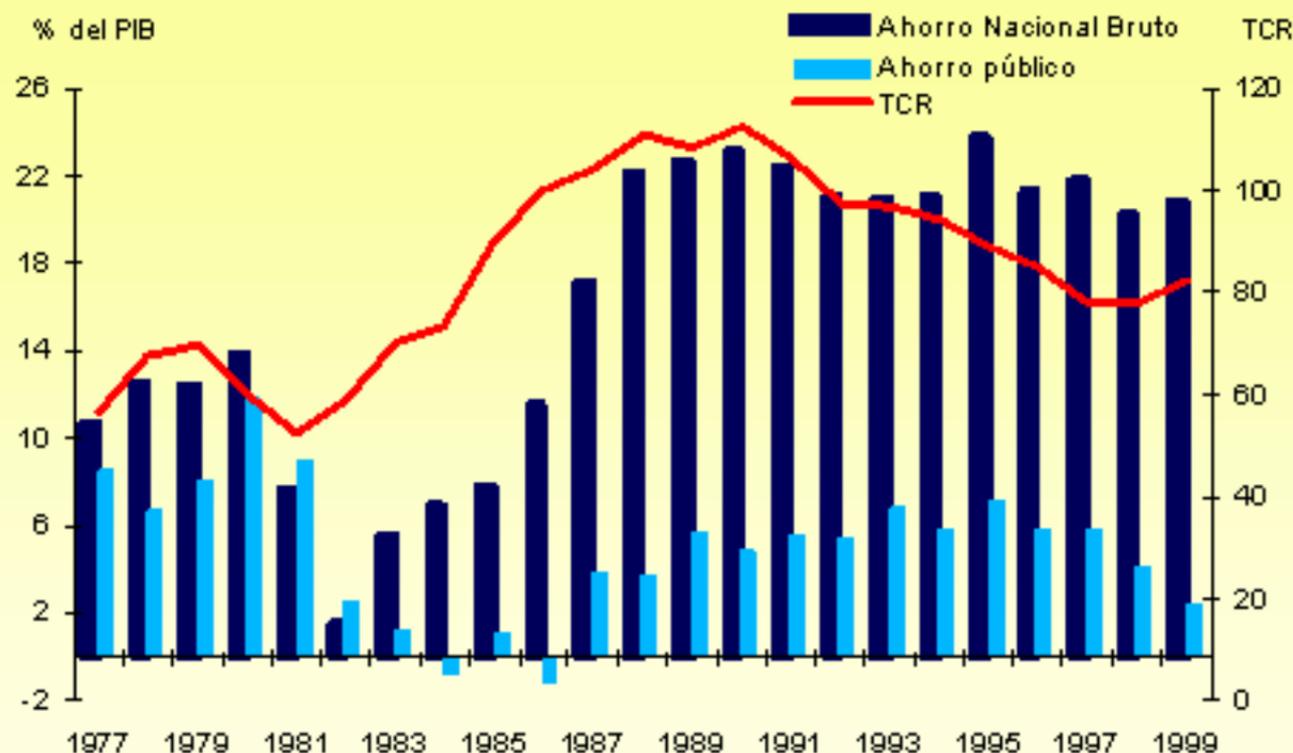
Miles de millones de pesos de 1986



Fuente: Banco Central de Chile

TCR, Ahorro Nacional y Ahorro Público

Índice TCR promedio 1986=100; Ahorro como % del PIB



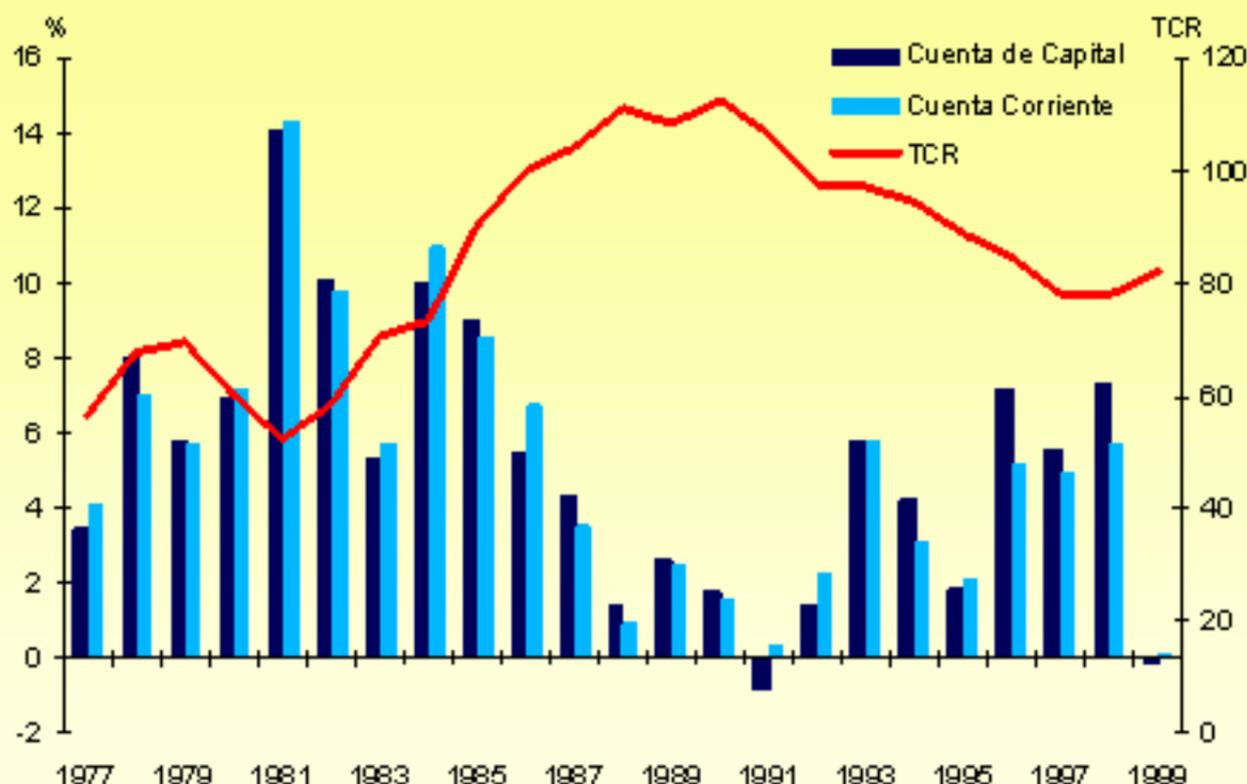
Fuente: Banco Central de Chile

¿Por qué se apreció el peso en los noventa?

- Hubo un fuerte y creciente influjo de capitales, con una importante entrada de inversión externa directa en el marco de una sustancial reducción del riesgo país.

Déficit en Cuenta Corriente, Cuenta Capital y TCR

TCR Índice promedio 1986=100, Cta. Capital y Déf.Cta.Cte.com o % del PIB



Fuente: Banco Central de Chile

Activos Internacionales Netos

% del PIB

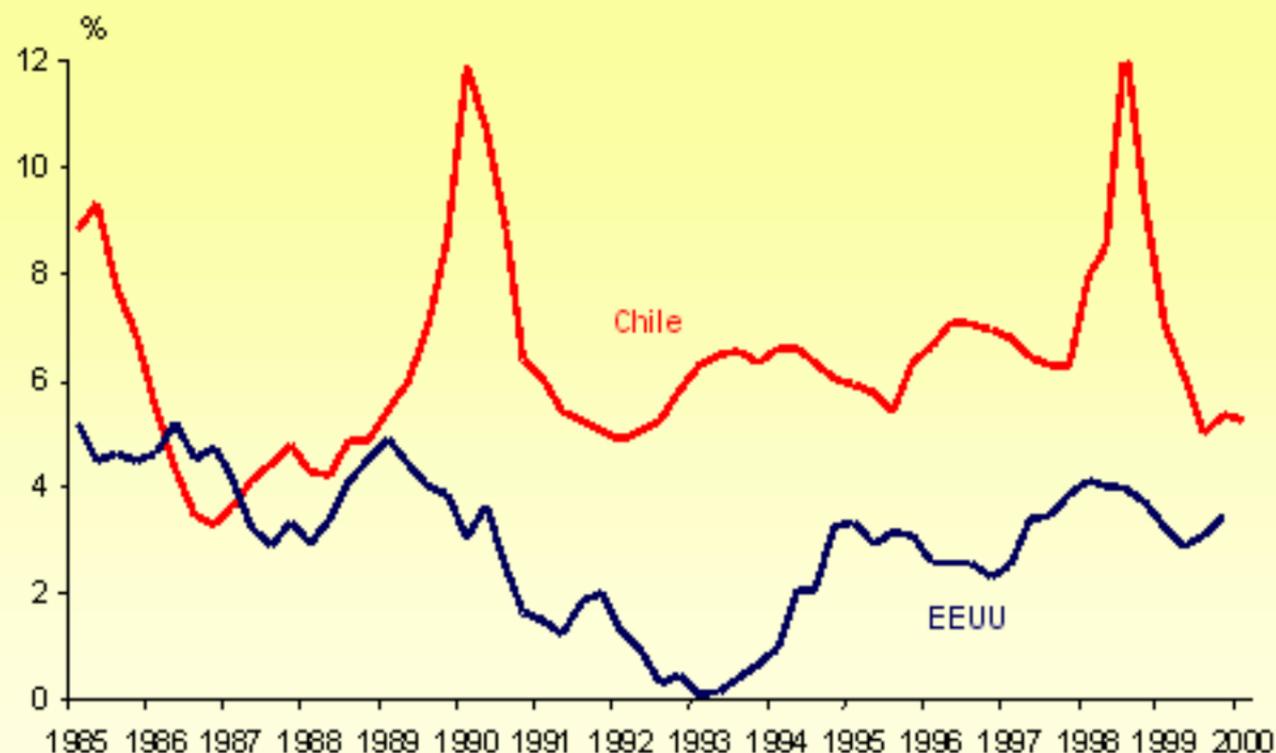


Fuente: Banco Central de Chile

¿Por qué se apreció el peso en los noventa?

- Hubo un fuerte y creciente influjo de capitales, con una importante entrada de inversión externa directa en el marco de una sustancial reducción del riesgo país.
- Todo lo anterior provocaba un ambiente de persistentes presiones inflacionarias que condujeron a tasas de interés con un sesgo al alza.

Tasa de Interés de Captación 90-365 días y Libor EE.UU. a 3 meses



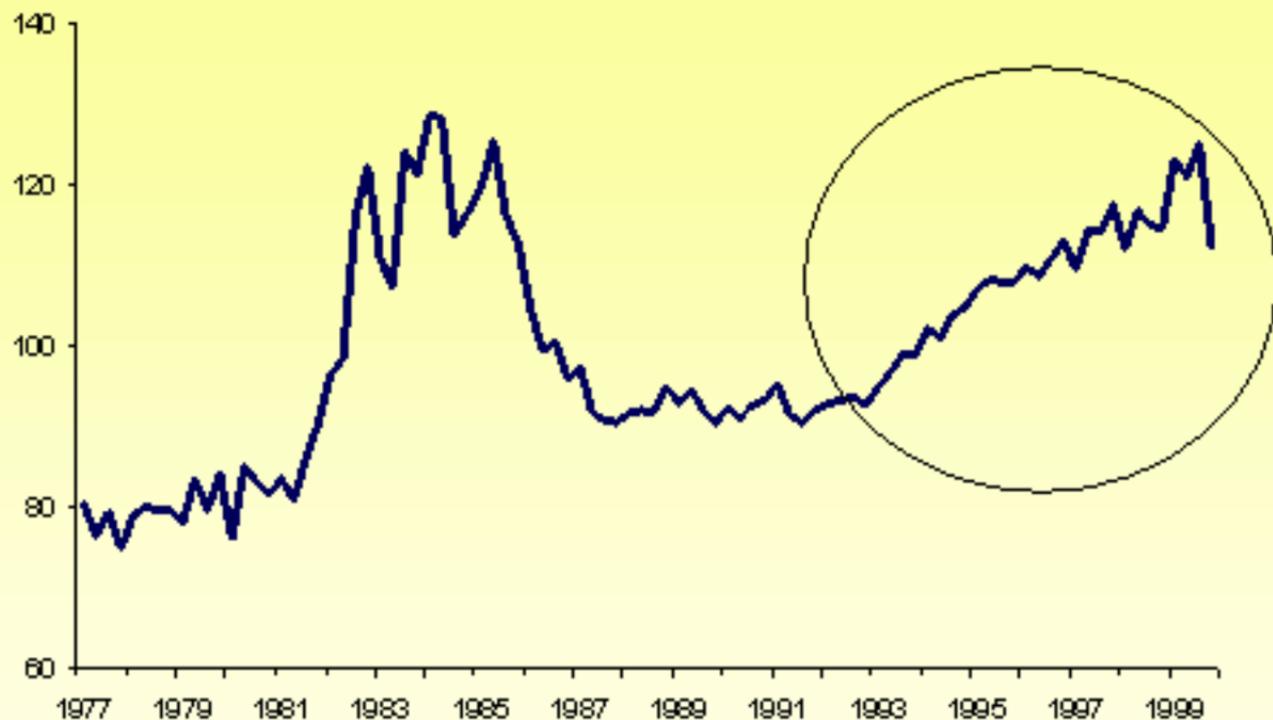
Fuente: Banco Central de Chile y Bloomberg

¿Por qué se apreció el peso en los noventa?

- Hubo un fuerte y creciente influjo de capitales, con una importante entrada de inversión externa directa en el marco de una sustancial reducción del riesgo país.
- Todo lo anterior provocaba un ambiente de persistentes presiones inflacionarias que condujeron a tasas de interés con un sesgo al alza.
- Hubo en toda la década un importante aumento de productividad de los sectores vinculados al comercio exterior, en relación con el resto de la economía, que permitió absorber una parte importante de la apreciación real.

Productividad Empleo en Transables/ No Transables

Índice promedio 1986 = 100



Fuente: Banco Central de Chile

¿Por qué se apreció el peso en los noventa?

- Hubo un fuerte y creciente influjo de capitales, con una importante entrada de inversión externa directa en el marco de una sustancial reducción del riesgo país.
- Todo lo anterior provocaba un ambiente de persistentes presiones inflacionarias que condujeron a tasas de interés con un sesgo al alza.
- Hubo en toda la década un importante aumento de la productividad de los sectores vinculados al comercio exterior, en relación con el resto de la economía, que permitió absorber una parte importante de la apreciación real.
- Corolario: cual más, cual menos, estos antecedentes configuraron un marco propicio para una apreciación real del peso, persistente hasta 1997.

¿Fue la apreciación del peso un fenómeno normal y esperable?

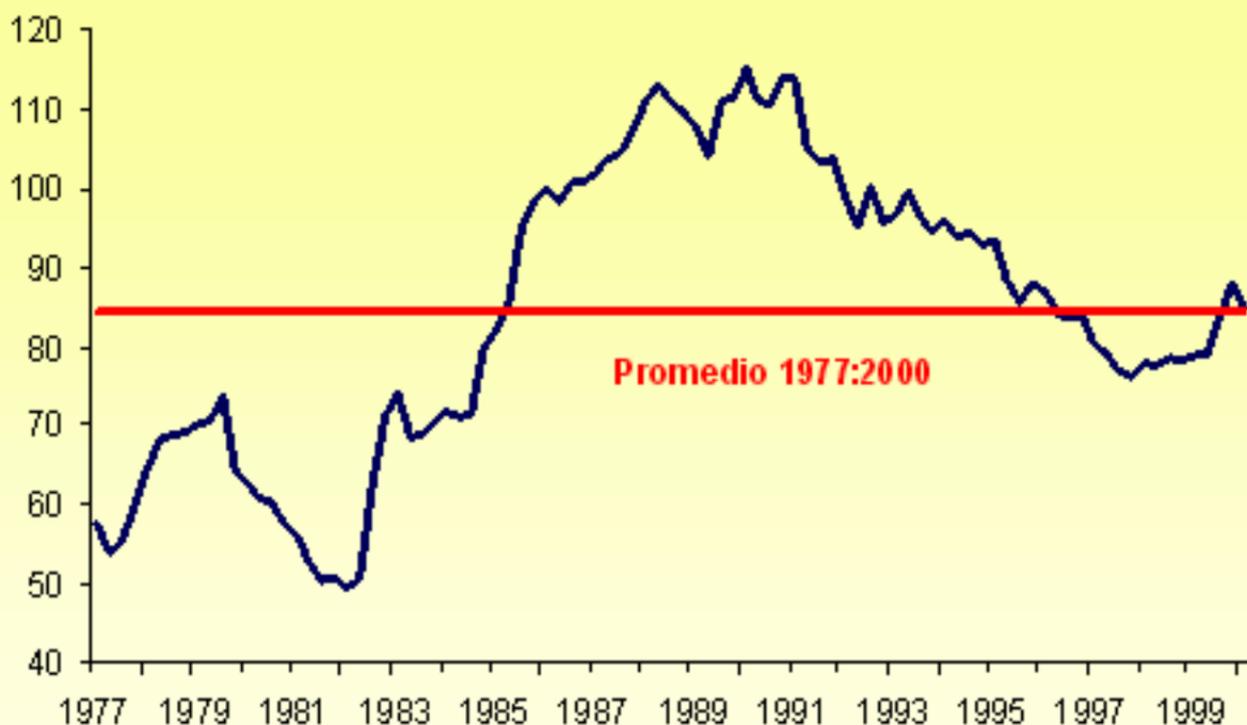
- Es conveniente distinguir entre el TCR observado y el de “equilibrio”. Este último corresponde al valor que resulta si las variables “fundamentales” que explican al TCR están también en algún sentido en “equilibrio”.

¿Fue la apreciación del peso un fenómeno normal y esperable?

- Es conveniente distinguir entre el TCR observado y el de “equilibrio”. Este último corresponde al valor que resulta si las variables “fundamentales” que explican al TCR están también en algún sentido en “equilibrio”.
- La comparación entre ambos conceptos de TCR desde 1977 muestra una leve sobreapreciación hacia 1996-97, como resultado de una fuerte aceleración en los flujos de capitales esos dos años (más allá de lo que podría calificarse como sustentable). También influyen una aceleración fiscal (respecto del promedio de los siete años anteriores) y tasas de interés internas que acentuaron una tendencia al alza en promedio.

Tipo de Cambio Real

Índice promedio 1986 = 100



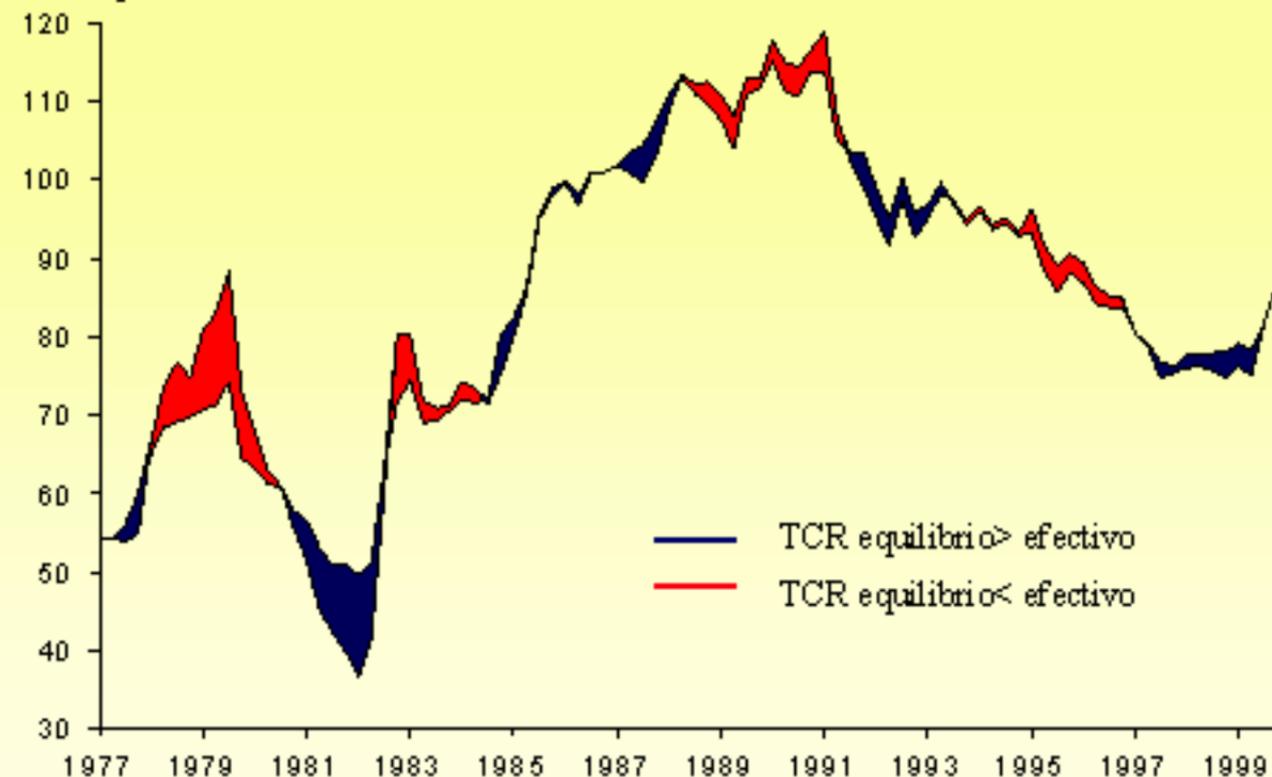
Fuente: Banco Central de Chile

¿Fue la apreciación del peso un fenómeno normal y esperable?

- Con todo, lo ocurrido en ese período no alcanza a calificar como una desalineación significativa tomando en cuenta el punto de partida. En otras palabras, buena parte de la apreciación de los noventa fue de “equilibrio”, inevitable frente a comportamientos razonables de los factores que explican el TCR. Esto se compara favorablemente con períodos de fuertes desalineaciones en un sentido y otro (como 1979-82, sobreapreciación; 1988-91, subapreciación).

Desviación del TCR respecto a su nivel de equilibrio

Índice promedio 1986 = 100



Fuente: Banco Central de Chile

¿Qué rol le cupo al Banco Central?

- Frente al ambiente de aumento de presiones de demanda que se desarrolló especialmente a partir de 1995, el Banco Central se vio obligado a seguir políticas monetarias de ajuste. Las mayores tasas de interés fueron un factor en explicar parcialmente la leve sobreapreciación que se observó en 1996-97, pero no el más relevante.

¿Qué rol le cupo al Banco Central?

- Frente al ambiente de aumento de presiones de demanda que se desarrolló especialmente a partir de 1995, el Banco Central se vio obligado a seguir políticas monetarias de ajuste. Las mayores tasas de interés fueron un factor de explicar parcialmente la leve sobreapreciación que se observó en 1996-97, pero no el más relevante.
- Más importante aún, ¿qué habría pasado si no se hubiera actuado así? Habría existido una mayor inflación, mayores costos en pesos, y una apreciación de todos modos del TCR. Sólo que en este caso con el agravante de que se termina con una inflación alta en vez de una baja, y todos sabemos que eso es un peor escenario.

¿Qué rol le cupo al Banco Central?

- El Banco Central además siguió una política de esterilización de los flujos de capitales para frenar sus efectos sobre el gasto global y el tipo de cambio, e implementó el encaje a los flujos de corto plazo, con el objeto de evitar la volatilidad propia de esos flujos. A estas medidas se sumó la administración de la banda cambiaria. Todas ellas tuvieron un efecto, en el mejor de los casos, sólo parcial en sostener el TCR, a un costo microeconómico no despreciable.

¿Pueden repetirse estos fenómenos en el futuro?

- En primer lugar, una apreciación gradual del peso en términos reales que obedezca a mejoras permanentes en la productividad en los sectores que participan del comercio exterior debe ser bienvenida.

¿Pueden repetirse estos fenómenos en el futuro?

- En primer lugar, una apreciación gradual del peso en términos reales que obedezca a mejoras permanentes en la productividad en los sectores que participan del comercio exterior deben ser bienvenidas.
- Los cambios en el valor de la moneda más allá de las ganancias de productividad son inevitables cuando hay cambios en otras variables fundamentales, como la posición fiscal, los términos de intercambio, los flujos exógenos de capitales o la propia política monetaria.

¿Pueden repetirse estos fenómenos en el futuro?

- En primer lugar, una apreciación gradual del peso en términos reales que obedezca a mejoras permanentes en la productividad en los sectores que participan del comercio exterior deben ser bienvenidas.
- Los cambios en el valor de la moneda más allá de las ganancias de productividad son inevitables cuando hay cambios en otras variables fundamentales, como la posición fiscal, los términos de intercambio, los flujos exógenos de capitales o la propia política monetaria.
- Lo importante es que esos cambios en el valor de la moneda no se deban a cambios *insostenibles* en esas variables fundamentales que *desalineen al TCR respecto de su valor de equilibrio*

¿Pueden repetirse estos fenómenos en el futuro?

- La actual mezcla de políticas fiscal, monetaria y cambiaria tiende a inhibir desalineaciones cambiarias:
 1. Flotación cambiaria: el TC nominal refleja en mejor forma los acontecimientos “reales”

¿Pueden repetirse estos fenómenos en el futuro?

- La actual mezcla de políticas fiscal, monetaria y cambiaria tiende a inhibir desalineaciones cambiarias:

1. Flotación cambiaria: el TC nominal refleja en mejor forma los acontecimientos “reales”

2. Política monetaria orientada con metas de inflación de mediano plazo: requiere menos activismo monetario

¿Pueden repetirse estos fenómenos en el futuro?

- La actual mezcla de políticas fiscal, monetaria y cambiaria tiende a inhibir desalineaciones cambiarias:

1. Flotación cambiaria: el TC nominal refleja en mejor forma los acontecimientos “reales”

2. Política monetaria orientada con metas de inflación de mediano plazo: requiere menos activismo monetario

3. Política fiscal austera: si se elimina el déficit se retoma una posición más sustentable en el tiempo

¿Pueden repetirse estos fenómenos en el futuro?

- ¿Se puede vivir con mayor fluctuación cambiaria, incluso una de frecuencia menor (semestres, años)? Sí, con los adecuados mecanismos de cobertura

¿Pueden repetirse estos fenómenos en el futuro?

- ¿Se puede vivir con mayor fluctuación cambiaria, incluso una de frecuencia menor (semestres, años)? Sí, con los adecuados mecanismos de cobertura
- No hay otras recetas “fáciles”. Todas tienen problemas
 1. Menor atención frente a las presiones inflacionarias (tasas de interés más bajas): la mayor inflación termina erosionando cualquier ganancia del tipo de cambio real, con un elevado costo

¿Pueden repetirse estos fenómenos en el futuro?

- No hay otras recetas “fáciles”. Todas tienen problemas
 1. Menor atención frente a las presiones inflacionarias (tasas de interés más bajas): la mayor inflación termina erosionando cualquier ganancia del tipo de cambio real, con un elevado costo
 2. Imposición de controles a los flujos de capitales: la experiencia indica que su efectividad para contener la apreciación real es limitada y que son más útiles para desincentivar flujos de corto plazo

¿Pueden repetirse estos fenómenos en el futuro?

- **No hay otras recetas “fáciles”. Todas tienen problemas**
 1. Menor atención frente a las presiones inflacionarias (tasas de interés más bajas): la mayor inflación termina erosionando cualquier ganancia del tipo de cambio real, con un elevado costo
 2. Imposición de controles a los flujos de capitales: la experiencia indica que su efectividad para contener la apreciación real es limitada y que son más útiles para desincentivar flujos de corto plazo
 3. Dolarizar o unión monetaria: no es conveniente para una economía que enfrenta mayormente shocks reales

¿Pueden repetirse estos fenómenos en el futuro?

- ¿Puede afectarse la trayectoria de tendencia del TCR más allá de los cambios en productividad? Sólo a través de un mayor ahorro nacional que se sostenga en el tiempo, cuestión que no es trivial de conseguir.

CONCLUSIONES

- La mezcla de políticas vigentes favorece un tipo de cambio real alineado, tal como se ha observado desde 1999. Hay todavía un camino que recorrer en la consolidación de esa mezcla (mayor profundidad e integración financieras, regreso al superávit fiscal) pero la dirección es clara.

CONCLUSIONES

- La mezcla de políticas vigentes favorece un tipo de cambio real alineado, tal como se ha observado desde 1999. Hay todavía un camino que recorrer para la consolidación de esa mezcla (mayor profundidad e integración financieras, vuelta al superávit fiscal) pero la dirección es clara.
- La mantención de una economía en orden y de un sistema financiero saludable también son elementos que colaboran.

CONCLUSIONES

- La mezcla de políticas vigentes favorece un tipo de cambio real alineado, tal como se ha observado desde 1999. Hay todavía un camino que recorrer para consolidar esa mezcla (mayor profundidad e integración financieras, vuelta al superávit fiscal) pero la dirección es clara.
- La mantención de una economía en orden y de un sistema financiero saludable también son elementos que colaboran.
- Pero un TCR alineado no es necesariamente un TCR “alto y estable”. El TCR puede oscilar mensual, semestral y hasta anualmente, conforme se mueven los valores de sus determinantes.

CONCLUSIONES

- Las fluctuaciones cambiarias, tanto nominales como reales, son un elemento propio de economías orientadas al mundo como la nuestra. Las decisiones privadas deben tomar en cuenta ese factor, tanto como un exportador de celulosa toma en cuenta las fluctuaciones del precio internacional de ese producto, o como un agricultor toma en cuenta que las sequías y los años lluviosos son inevitables de tiempo en tiempo.

CONCLUSIONES

- Las fluctuaciones cambiarias, tanto nominales como reales, son un elemento propio de economías orientadas al mundo como la nuestra. Las decisiones privadas deben tomar en cuenta ese factor, tanto como un exportador de celulosa toma en cuenta las fluctuaciones del precio internacional de ese producto, o como un agricultor toma en cuenta que las sequías y los años lluviosos son inevitables de tiempo en tiempo.
- La mejor contribución que puede hacer el Banco Central al crecimiento y el progreso no es sostener un TCR “alto y estable”, porque sencillamente no está en sus manos hacerlo. *La mejor contribución del Banco Central al progreso es mantener la estabilidad de precios, elemento crucial para que florezcan el ahorro y la inversión.*

Fluctuaciones del Tipo de Cambio en Chile

7 de Abril 2000

Export Factoring Conference 2000

Banco Central de Chile

Felipe Morandé Lavín