

AHORRO, TIPO DE CAMBIO REAL Y POLITICA MONETARIA*

- La mantención de elevadas tasas de ahorro es una condición necesaria para el logro de un crecimiento sostenido en los niveles de consumo de la población. Un importante esfuerzo de ahorro —especialmente cuando, como consecuencia de un cambio favorable en las condiciones externas, se incrementa la capacidad de gasto de la economía— promoverá un comportamiento estable del tipo de cambio real. En este sentido, la trayectoria que observe esta variable depende críticamente de las condiciones de ahorro que prevalezcan en la economía.
- Las dificultades que han encontrado las autoridades económicas para evitar una caída del tipo de cambio real refleja la inconsistencia existente entre las tasas de ahorro que registra la economía y el nivel del tipo de cambio real. Otra de las manifestaciones de esta incompatibilidad es la dificultad que tiene el Banco Central para administrar la política monetaria en el contexto mencionado.
- Un elemento que ha acentuado el "desequilibrio cambiario" es la propia caída que ha observado el tipo de cambio real desde comienzos de 1990. Dado el esquema de determinación del tipo de cambio actualmente prevaleciente, esta caída ha estimulado una mayor afluencia de capitales, la que ha reforzado la tendencia declinante del tipo de cambio real.
- La mantención de estímulos al ahorro que permitan sostener una trayectoria estable del tipo de cambio real es una contribución importante que pueden realizar las autoridades para el logro de un progreso sostenido. El logro de dicha trayectoria, sin embargo, se verá facilitada si el Banco Central no preanuncia sus rangos de intervención en el mercado cambiario. En este caso se promoverá un desincentivo de mercado para los movimientos de capitales de corto plazo, lo que facilitará tanto la mantención misma de un tipo de cambio real estable como la administración de la política monetaria.

La importancia del ahorro

1 Uno de los objetivos básicos de cualquier política económica consiste en alcanzar un crecimiento elevado y estable en los niveles de consumo de la población. Condición necesaria para el logro de este objetivo es la mantención de altas tasas de ahorro nacional, de manera de financiar los niveles de inversión requeridos para el logro del objetivo mencionado. La evidencia de las economías que han sido capaces de sostener elevadas tasas de crecimiento del producto por períodos prolongados es un ejemplo elocuente acerca de la relevancia de esta proposición.

2 Una segunda forma por medio de la cual el ahorro contribuye al logro de un mejoramiento de los niveles de vida de la población es actuando como "amortiguador" del impacto de las fluctuaciones del ingreso nacional sobre el consumo. Así, una estrategia adecuada para alcanzar un progreso estable consiste en canalizar al ahorro una fracción importante de los mayores ingresos que obtenga la economía en los períodos en que los términos de intercambio observen niveles por encima de lo que se estima constituye su tendencia de largo plazo, de modo de hacer uso de estos recursos en la fase depresiva del ciclo. Para una economía frecuentemente expuesta a alteraciones en el nivel de sus términos de intercambio, como es el caso de la chilena, esta proposición parece ser especialmente relevante. En la medida en que las alteraciones en el nivel de los términos de intercambio repercutan más directamente sobre los ingresos fiscales, como ocurre en nuestra economía, entonces esta recomendación de ahorro se dirige esencialmente, aunque no de manera exclusiva, al manejo de las finanzas públicas.

Tipo de cambio real y ahorro

3 El tipo de cambio real es una variable de enorme importancia dentro del proceso de asignación de recursos que se realiza en una economía. En general, éste se define como el precio relativo entre los bienes transables y los no transables. De este modo, incrementos en el tipo de cambio real inducirán a desviar recursos hacia la producción de bienes transables (exportables y sustitutos de las importaciones), en tanto que reducciones en el nivel de esta variable promoverán el efecto contrario. De modo similar, el consumo doméstico de bienes transables declinará frente a aumentos del tipo de cambio real, en tanto que lo propio ocurrirá con el consumo de bienes no transables frente a reducciones en este precio relativo.

4 Como ocurre con todo precio relativo, el nivel de equilibrio del mismo depende de las condiciones de demanda y oferta de los bienes que vincula. De este modo, aumentos del gasto

agregado que no sean acompañados de aumentos correspondientes de la producción en cada uno de los mercados en cuestión generarán una situación de exceso de demanda en éstos. En el caso de los bienes no transables, la condición de equilibrio del mercado requiere que la demanda sea igual a la oferta interna. Luego, para enfrentar un mayor volumen de gasto en este sector es necesario incrementar la producción, contratar más factores, pagar mayores sueldos, usar más intensivamente las maquinarias, etc., todo lo cual hace necesario que se materialice un incremento en el precio relativo del sector —caída del tipo de cambio real— de modo de promover una mayor oferta de este bien y a través de la misma dar satisfacción a la mayor demanda.

5 En el caso de los bienes transables, la situación que se genera como resultado de un mayor gasto interno y la consecuente apreciación en el precio relativo de los bienes no transables da origen a un deterioro de la balanza comercial, medida ésta en términos físicos. Esto es, la caída del tipo de cambio real requerida para equilibrar el mercado de los bienes no transables estimula una mayor demanda interna por bienes transables, lo que refuerza el movimiento que en este mismo sentido ocasionaba el mayor gasto agregado. Luego, el deterioro de la balanza comercial que se tiende a producir es el resultado de una menor producción interna de bienes transables y de la mayor demanda por éstos que ocasiona la combinación de un crecimiento del gasto por encima de la producción y la posterior caída del tipo de cambio real.

6 De acuerdo con lo antes señalado, en la medida en que el gasto agregado tienda a crecer a tasas diferentes a las de crecimiento del producto, se producirán variaciones en la posición de las cuentas externas y del tipo de cambio real. Un ejemplo elocuente al respecto lo constituye el caso en que, como resultado de un mejoramiento de los términos de intercambio, se produce un crecimiento del gasto interno por encima del observado por el producto real. En este caso, el ahorro real de la economía —la fracción del producto que no es consumida— se reducirá, al mismo tiempo que el tipo de cambio real observará una tendencia a la baja, de acuerdo con la mecánica antes descrita. Lo que ocurra con la balanza comercial, medida ésta a precios corrientes, no es posible establecerlo *a priori*, por cuanto dependerá de la magnitud del deterioro de la misma en términos físicos, como consecuencia del crecimiento del gasto por encima del producto real, y de la magnitud del mejoramiento que tiende a provocar en el saldo de la misma el incremento de los términos de intercambio.

7 De lo antes expuesto es posible establecer una relación directa entre el esfuerzo de ahorro real que realiza una economía y la capacidad que exhiba la misma para sostener un tipo de cambio real estable en presencia de fluctuaciones en el nivel de los términos de intercambio, y por ende en la capacidad de gasto de la economía. En consecuencia, el

compromiso de las autoridades de sostener un tipo de cambio real estable implica llevar adelante una política de estímulo al ahorro en los términos antes mencionados. De este modo, la posibilidad de sostener un tipo de cambio real estable no se garantiza por el simple expediente de indexar los movimientos del tipo de cambio nominal a la diferencial entre la tasa de inflación doméstica y la externa. Más aún, las expansiones del gasto interno por encima del crecimiento del producto promueven un aumento de la inflación, el que actúa como herramienta para capturar más ahorro del sector privado, al reducir la capacidad de gasto del mismo.

8 Alternativamente, las autoridades pueden implementar medidas conducentes a deprimir el nivel de gasto interno. Por ejemplo, a través de una política monetaria contractiva, la que a la larga es insostenible si no se crean efectivamente las condiciones para un mayor ahorro doméstico.

9 Así, en un contexto en que se verifica un mejoramiento en la capacidad de gasto de la economía, por ejemplo, debido a un mejoramiento de los términos de intercambio, o bien a un mayor influjo de inversión extranjera, las autoridades deberán optar entre una mayor inflación o permitir una caída del tipo de cambio real, con los consecuentes efectos negativos que ello implica sobre la competitividad de la economía. Ello, de no mediar la verificación de un mayor esfuerzo de ahorro interno que promueva un crecimiento del gasto acorde con el que experimenta el producto.

10 Ejemplos recientes de economías en las que ha sido necesario hacer frente al dilema mencionado son el de la británica a mediados de los ochenta y el caso de España durante los últimos años. En ambas experiencias las autoridades económicas enfrentaron serias dificultades para conciliar la estabilidad del nivel de precios con la del tipo de cambio real, en un contexto en el que se observaba un mejoramiento en la capacidad de gasto de la economía. A diferencia de lo acontecido en las economías del sudeste asiático, en circunstancias similares, en las economías mencionadas la incompatibilidad entre los dos objetivos de la política económica —la estabilidad de precios y la del tipo de cambio real— se resolvió a través de una significativa apreciación de la moneda doméstica, lo que deja de manifiesto las dificultades encontradas por éstas para elevar la tasa de ahorro en el escenario descrito.

El "problema cambiario" de la economía chilena

11 La política de tipo de cambio real seguida en Chile a partir de mediados de 1983 constituyó una herramienta eficaz para estabilizar la economía en momentos en que existía un

importante grado de incertidumbre con respecto al curso futuro de la propia política cambiaria y de la estrategia de política a seguir frente al problema de la deuda externa. Tras varios años de exitoso funcionamiento de la misma —el que fue debidamente apoyado por un importante esfuerzo de ahorro doméstico—, el profundo cambio que se observa en las condiciones actualmente prevalecientes en la economía chilena, respecto de las existentes en el momento de su establecimiento, llevan a la necesidad de replantearse la conveniencia de su mantención en las actuales circunstancias.

1 2 Sería largo detallar cuáles han sido los principales cambios que ha experimentado la economía chilena durante el período mencionado. Sin embargo es posible identificar algunos elementos importantes dentro del análisis. En primer lugar, la superación de las dificultades más serias ocasionadas por la irrupción de la crisis de la deuda externa ha acrecentado significativamente el grado de acceso de la economía chilena a los mercados financieros internacionales, lo que ha tenido una de sus expresiones más elocuentes en la elevada sensibilidad que exhiben los movimientos de capitales ante variaciones en la diferencial entre las tasas de interés domésticas y las externas. Por otro lado, el término de las operaciones de conversión de deuda externa, junto con un proceso de sustitución de activos en el portafolio de los agentes económicos desde instrumentos denominados en dólares a instrumentos en moneda nacional, el que ha sido estimulado por la política de tasas de interés del Banco Central, ha complicado crecientemente las posibilidades de mantener el tipo de cambio real dentro de los rangos permitidos por la regla cambiaria.

1 3 De aquí que durante el presente año las autoridades económicas han implementado una serie de medidas dirigidas a atenuar la presión que provoca sobre el manejo de la política monetaria el hecho que el tipo de cambio nominal caiga hasta el "piso" de la "banda" de flotación del mismo por períodos prolongados. Así, cabe recordar los cambios sorpresivos en la regla cambiaria que se realizaron a comienzos de año con el propósito de desalentar la entrada de capitales, el establecimiento de un encaje sobre estos flujos, junto con un impuesto al crédito externo, y una baja en la tasa arancelaria de cuatro puntos porcentuales.

1 4 Por otro lado, en un aparente intento por conciliar los objetivos inflacionarios y de estabilidad de las cuentas externas en el mediano plazo, durante el presente año se ha validado una gradual caída en el tipo de cambio real al descontar una inflación externa superior a la que indicaba la estimación directa de la misma. Esta situación ha llevado a que el tipo de cambio real observe una caída del orden de 10 por ciento durante el presente año.

1 5 En un escenario como el descrito no es extraño que el instituto emisor se vea enfrentado a la compleja tarea de armonizar el cumplimiento de ciertas metas, en el plano

monetario y de inflación, con la defensa del nivel del tipo de cambio. Esta situación ha forzado al Banco Central a aumentar su deuda interna para neutralizar el efecto monetario de las operaciones de cambio. Naturalmente, esta defensa del tipo de cambio real no es estable en el tiempo, por cuanto el nivel de dicha variable depende en último término de la tasa de ahorro doméstico, como se indicó anteriormente.

Reformulación de la estrategia cambiaria

16 A pesar de que la trayectoria de largo plazo de tipo de cambio real depende esencialmente de los niveles de ahorro doméstico, la forma en que se establezca la regla cambiaria puede tener importantes consecuencias sobre la dinámica del tipo de cambio real. En efecto, dado que la evolución del tipo de cambio real tiene una importante influencia sobre la rentabilidad del endeudamiento externo, la forma en que los agentes perciban su evolución futura será determinante en la magnitud de la entrada de créditos externos a la economía. Más específicamente, para el productor de bienes no transables el costo relevante del crédito externo es igual a la tasa de interés real externa que se carga sobre el mismo menos la depreciación esperada en el tipo de cambio real. De este modo, en tanto la regla cambiaria prevaleciente lleve a una proyección relativamente certera de una caída del tipo de cambio real, se intensificará el uso del crédito externo, con los consecuentes efectos expansivos sobre el gasto interno y la acentuación de la trayectoria declinante del tipo de cambio real.

17 Un determinante de la masiva entrada de capitales que tuvo lugar a comienzos de la década pasada es precisamente el desarrollo de una fuerte confianza, por parte de los agentes económicos, en cuanto a que el sistema de tipo de cambio nominal fijo se mantendría por un período razonablemente prolongado. De este modo, se estimulaba la afluencia de capitales hacia la economía, debido a la diferencial existente entre las tasas de interés externas y las internas.

18 Una situación que registra importantes similitudes con la descrita se ha ido configurando en la economía chilena a partir de la superación de las dificultades más urgentes que ocasionó la crisis de la deuda externa y del inicio de un proceso de caída del tipo de cambio real, el que se ha observado por alrededor de un año y medio. Más específicamente, desde la puesta en marcha de una severa política monetaria, la que dio origen a un importante diferencial de intereses con los mercados externos.

19 Dada la influencia que tiene la trayectoria de tipo de cambio real percibida por los agentes económicos sobre los movimientos de esta misma variable y también del gasto

agregado y las cuentas externas, es que resulta razonable postular la conveniencia de dejar de lado, en las actuales circunstancias, el establecimiento de reglas explícitas de movimiento del tipo de cambio nominal. Este planteamiento no debe interpretarse como un abandono del objetivo de mantener un tipo de cambio real relativamente estable; por el contrario, en tanto se lleven adelante las políticas de fomento del ahorro coherentes con este propósito, el abandono de una regla de movimiento explícita del tipo de cambio nominal facilitará el logro del objetivo mencionado. En efecto, quienes deseen aprovechar una diferencial de tasas de interés a través de una mayor afluencia de capitales asumirán el riesgo cambiario inherente a esta operación. Ello, por cuanto al no comprometerse de un modo explícito las autoridades con ciertos márgenes de intervención, como sería el caso de la actual "banda" de 5 por ciento de flotación en torno al dólar que fija el Banco Central, se produce un incremento del riesgo asociado a los movimientos financieros de corto plazo.

20 En este esquema, la intervención de las autoridades tiene por finalidad atenuar las fluctuaciones transitorias del tipo de cambio, ocasionadas por factores de tipo puntual, sin compromisos *a priori* respecto del rango o banda de fluctuación que éstas consideran aceptable.

21 Por otra parte, la ausencia de reglas explícitas de intervención del Banco Central en el mercado cambiario contribuirá a incrementar el grado de autonomía de la política monetaria, el cual es prácticamente nulo en un esquema en el que se pretende controlar el movimiento del tipo de cambio y también el de las tasas de interés. Desde luego, la flexibilización de los movimientos del tipo de cambio no debe interpretarse como una fórmula destinada a incrementar la capacidad de intervención del Banco Central en el mercado del crédito. Por el contrario, la existencia de mayores grados de libertad en la gestión monetaria del instituto emisor hace recomendable restringir ésta, por ejemplo, a través del establecimiento de límites cuantitativos sobre el crecimiento de los agregados monetarios, lo que no es excluyente con el uso de las tasas de interés de los instrumentos del propio instituto emisor como herramienta para alcanzar dichas metas. Sin embargo, esa discusión excede los objetivos de la presente nota, por lo que sólo es pertinente mencionar las consecuencias favorables que tiene sobre el logro de los objetivos del instituto emisor la mayor flexibilidad que le concede el sistema cambiario propuesto para la obtención de un clima de estabilidad monetaria.

22 En el desarrollo de una labor de "especulación estabilizadora" —la que a medida que se profundice el mercado cambiario será menos relevante— el propio Banco Central determinará cuáles son sus zonas de intervención. Como se mencionó, una gestión esencialmente discrecional como ésta —a diferencia de lo que ocurre en un esquema de tipo de cambio fijo—

requiere de ciertas reglas disciplinarias, las que en este caso podrían tener dos posibles expresiones: la misma evolución del tipo de cambio real y la evolución de los resultados operacionales del Banco Central como consecuencia de esta intervención.

23 Desde luego, el instituto emisor no puede por sí solo sostener el tipo de cambio real, tal como se señaló anteriormente. Sin embargo, es responsabilidad del mismo crear las condiciones de crecimiento del gasto coherentes con este objetivo, junto con demandar el apoyo del sector público al logro de este objetivo. Esta responsabilidad es especialmente importante en el caso de un Banco Central autónomo.

24 En lo que se refiere a la labor estabilizadora de los movimientos de corto plazo que pudiera desarrollar el Banco Central, de modo de cautelar la estabilidad del tipo de cambio real frente a perturbaciones de carácter transitorio que pudieran afectar el mercado cambiario, es importante destacar que la contribución que éste realice a la estabilidad del tipo de cambio estará directamente relacionada con la forma en que se modifiquen sus resultados operacionales como consecuencia de la misma. En este sentido, una eficiente labor de "especulador estabilizador" por parte del instituto emisor debería traducirse en el logro de un comportamiento estable del tipo de cambio real, sin que ello se traduzca en un deterioro de sus estados patrimoniales.

Síntesis

25 Como se mencionó antes, tanto para el logro de un crecimiento sostenido de la actividad como para que éste sea estable, aún en presencia de cambios imprevistos en las condiciones externas, es necesaria la mantención de una elevada tasa de ahorro doméstico. Una de las consecuencias de este esfuerzo será la existencia de un comportamiento estable del tipo de cambio real. Luego, el anuncio de una política de tipo de cambio real no puede entenderse sino como el compromiso de las autoridades en orden a alcanzar altas tasas de ahorro.

26 En lo que se refiere a la situación actual de la economía chilena, es importante la reafirmación por parte de las autoridades de su compromiso de sostener un nivel del tipo de cambio real coherente con la estabilidad de la balanza de pagos, el que debe ser evaluado sobre la base de la contribución que pueda realizar el sector público al ahorro, los estímulos que se establezcan sobre el ahorro del sector privado y la eficiencia con que sea administrada la política monetaria.

27 Tanto por su contribución a la disciplina monetaria y fiscal como por su capacidad para desincentivar por mecanismos de mercado la especulación de corto plazo, parece adecuado reemplazar la actual regla cambiaria por un sistema de flotación en el que el propio instituto emisor interviene en el mercado cambiario de manera de atenuar las fluctuaciones de corto plazo que pudiera experimentar el tipo de cambio, tal como ocurre en las principales economías industrializadas.

28 Un complemento importante del esquema cambiario propuesto consiste en incrementar el grado de integración financiera de la economía chilena con el resto del mundo, a través de una mayor apertura de la cuenta de capitales. Ello, por cuanto en el esquema propuesto tiene aún menos justificación el establecimiento de restricciones sobre la entrada de capitales, al mismo tiempo que una mayor integración financiera al exterior contribuirá a acrecentar la profundidad del mercado cambiario. Por otra parte, que los capitales que fluyan hacia la economía chilena sean o no especulativos depende de las condiciones macroeconómicas internas, más que de factores espontáneos o exógenos.

Francisco Rosende R.**

* Agradezco los valiosos comentarios de Juan Andrés Fontaine, a una versión preliminar de este trabajo. Sin embargo, cualquier error u omisión es de mi responsabilidad.

** Profesor del Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile e Investigador del Centro de Estudios Públicos.