

Tipo de Cambio Real e Inflación

PATRICIO ROJAS R.

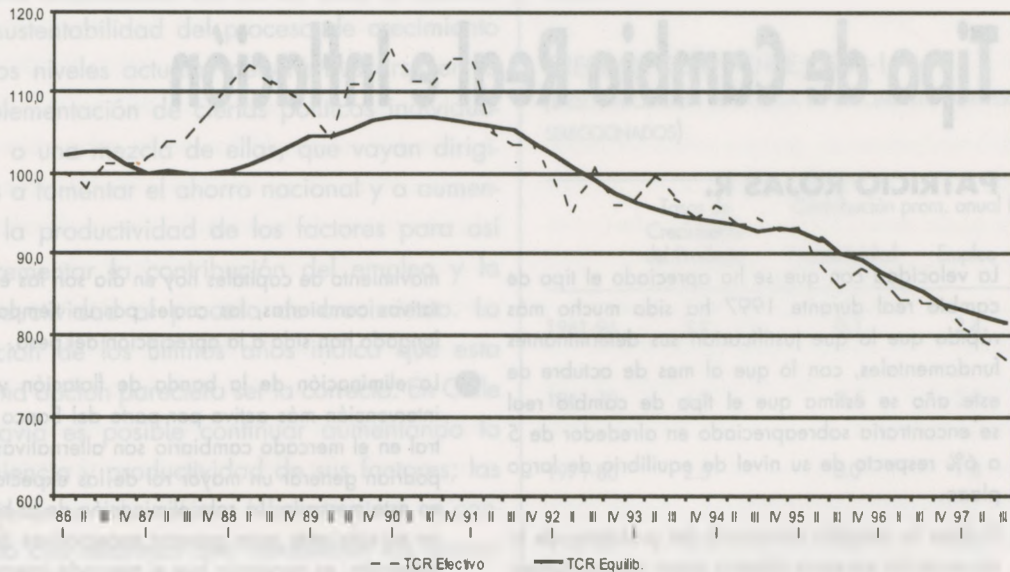
- La velocidad con que se ha apreciado el tipo de cambio real durante 1997 ha sido mucho más rápida que la que justificarían sus determinantes fundamentales, con lo que al mes de octubre de este año se estima que el tipo de cambio real se encontraría sobreapreciado en alrededor de 5 a 6% respecto de su nivel de equilibrio de largo plazo.
- Si bien la solución estructural del problema de la apreciación excesiva debería pasar necesariamente por incrementar los niveles de ahorro, es importante que reconozcamos que esta solución es de largo plazo, y cualquier propuesta dirigida a incrementar los niveles de ahorro doméstico requerirán de varios años para que surtan efecto.
- Si estas propuestas requieren de varios años, la pregunta que surge es ¿qué podemos hacer en el intertanto? La respuesta necesariamente pasa por una combinación de política fiscal y monetaria más acorde con el objetivo inflacionario propuesto. En la medida que no haya un esfuerzo fiscal mayor y el Banco Central continúe con un objetivo de reducir un punto por año la tasa de inflación, las tasas de interés no debieran caer en forma significativa durante los próximos años, con lo cual el diferencial de tasas de interés debería continuar siendo significativo e incentivando la entrada de un flujo importante de divisas.
- Los acontecimientos de los últimos meses han hecho evidente la necesidad de que la autoridad monetaria revise su política cambiaria. En particular, un factor que ha jugado un rol importante en el movimiento de capitales hoy en día son las expectativas cambiarias, las cuales por un tiempo prolongado han sido a la apreciación del peso.
- La eliminación de la banda de flotación y una intervención más activa por parte del Banco Central en el mercado cambiario son alternativas que podrían generar un mayor rol de las expectativas en este mercado. La sola eliminación de la banda no es suficiente para generar expectativas de devaluación; es necesario que el mercado internalice que el instituto emisor actuará interviniendo en forma activa para acomodar el tipo de cambio nominal a un cierto nivel compatible con el objetivo inflacionario.
- Es importante tener presente que la economía chilena continúa siendo altamente indexada, afectada en forma importante por choques en términos de intercambio y que el índice de precios al consumidor es todavía altamente volátil en ciertos meses del año. En este escenario continuar reduciendo la inflación a la actual velocidad de un punto por año no pareciera del todo razonable.
- Una combinación de política fiscal y monetaria más acorde con el actual escenario macroeconómico significa reducir la velocidad con que la inflación va cayendo, probablemente a medio punto por año, y reducir el gasto público a una tasa del orden del 5-6%. De esta forma, sería posible reducir en el corto plazo las tasas de interés, disminuyendo así el incentivo a la entrada de capitales y la presión a la apreciación cambiaria.

Patricio Rojas R. Ph. D. en Economía, MIT. Profesor, Universidad Católica de Chile. Investigador, Centro de Estudios Públicos.

Puntos de Referencia es editado por el Centro de Estudios Públicos. Director responsable: Arturo Fontaine Talavera. Dirección: Monseñor Sótero Sanz 175, Providencia, Santiago de Chile. Fono 231 5324 - Fax 233 5253.

Cada artículo es responsabilidad de su autor y no refleja necesariamente la opinión del CEP. Esta institución es una fundación de derecho privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es el análisis y difusión de los valores, principios e instituciones que sirven de base a una sociedad libre.

GRÁFICO Nº 1: ÍNDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL
BASE 1986 = 100



I. Introducción

La magnitud de la apreciación exhibida por el tipo de cambio real durante los primeros diez meses de 1997 es preocupante y constituye probablemente la gran luz amarilla que ha estado presente en la coyuntura económica de este año. De acuerdo a estimaciones, a finales de 1996 el tipo de cambio real no se encontraba a niveles muy distintos del que puede considerarse de equilibrio de largo plazo. Sin embargo, a partir de entonces la velocidad con que se ha apreciado el tipo de cambio real ha sido mucho más rápida que la que justificarían sus determinantes fundamentales, tales como ganancias de productividad y mejoría de términos de intercambio respecto de 1996. Esto llevaría a pensar que actualmente el tipo de cambio real se encontraría sobre apreciado respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo.

En particular, mediante la estimación de un modelo de tipo de cambio real, es posible postular que las ganancias de productividad y la depreciación por sobre el nivel de equilibrio que alcanzó el tipo de cambio real en el período 1989-90 habrían permitido que la apreciación sostenida de los últimos años sea considerada básicamente de equilibrio; sin embargo, estas holguras ya se habrían acabado y las actuales ganancias de productividad no permitirían explicar la apreciación de más de 10% que acumula el tipo de cambio real al mes de octubre de 1997. En efecto, las estimaciones indicarían que la apreciación por sobre la de equilibrio alcanzaría al tercer trimestre de 1997 a alrededor de 5%¹. (Gráfico 1).

En lo fundamental, esta situación no debería verse modificada en demasía producto del incremento observado en el tipo de cam-

¹ "Política Cambiaria y Proyección del Tipo de Cambio", Estudio CTC, R. Zahler y P. Rojas, septiembre 1997.

bio nominal durante los dos últimos meses de 1997. Por cuanto este aumento del dólar habría sido guiado más por razones de incertidumbre externa que por modificaciones sustantivas en los determinantes del tipo de cambio real. Luego, una vez que las condiciones externas se tiendan a normalizar, es posible esperar que la trayectoria del dólar vuelva a ser guiada principalmente por las mismas fuerzas revaluatorias que han estado presentes durante los últimos años.

Ciertamente, la situación es compleja y las autoridades lo han reconocido. Es sabido que la solución estructural del problema de la apreciación excesiva debería pasar necesariamente por incrementar los niveles de ahorro público y privado, y en ese contexto, la decisión de las autoridades de crear una comisión del ahorro va en la dirección correcta. Sin embargo, también es importante que reconozcamos que esta solución es de largo plazo, de tal forma que las propuestas de política a las que llegue esta comisión requerirán de varios años para que surtan efecto².

Luego, si estas políticas requieren de varios años, la pregunta que surge es ¿qué puede hacer la autoridad en el intertanto, de modo que el tipo de cambio real retome una trayectoria de apreciación más acorde con la que se considera de equilibrio de mediano y largo plazo? Ciertamente, la respuesta debería pasar por evaluar el rol y el grado de responsabilidad que tendrían las distintas políticas eco-

nómicas en la generación del actual escenario cambiario. En particular, el comportamiento del régimen cambiario, así como también el grado de coordinación de la política monetaria y fiscal, son elementos que podrían tener una cuota de responsabilidad en este frente. Luego, cualquier solución que vaya dirigida a evitar que la apreciación real alcance niveles no sostenibles debe pasar por redefinir estas políticas, de modo de hacerlas más acordes, tanto con el objetivo inflacionario como el de mantener equilibradas las cuentas externas.

II. Coordinación de las Políticas Fiscal y Monetaria

Durante gran parte de los noventa, la absorción pública³ ha crecido a tasas superiores a las consideradas potenciales para la economía chilena, incluso por encima de las exhibidas por el gasto privado en algunos años. Esta situación se ha acentuado durante los dos últimos años y probablemente se repetirá durante 1998, por cuanto se estima que la absorción total se elevaría el próximo año a niveles del 7%, mientras la absorción pública fluctuaría en torno al 8%. Esta actitud del fisco se ha combinado con una política monetaria que, en promedio, ha sido de orientación restrictiva y consecuente con el objetivo de reducir gradualmente la tasa de inflación, llevando al Banco Central a mantener tasas de interés muy por encima de las internacionales durante toda la presente década. Ciertamente, este diferencial de intereses ha constituido un incentivo importante al ingreso de capitales y al posterior deterioro del tipo de cambio.

² Posiblemente, las políticas de incentivar el ahorro de las empresas pueden ser más efectivas que aquellas dirigidas a incentivar el ahorro de las personas. En este sentido, la reciente propuesta de los investigadores del Centro de Estudios Públicos Bernardo Fontaine y Rodrigo Vergara en el sentido de disminuir el impuesto a las utilidades retenidas de las empresas deberían tener mayor probabilidad de éxito que otras dirigidas al ahorro personal. Véase "Una Reforma Tributaria para el Crecimiento", en *Estudios Públicos*, 67 invierno 1997.

³ Definida ésta como el gasto total menos pago de intereses e inversión financiera.

Si bien las tasas de ahorro público han sido importantes durante el período y, en principio, son una señal positiva del esfuerzo fiscal en la mantención de los equilibrios macroeconómicos, es importante reconocer que parte significativa de este ahorro se ha obtenido como consecuencia de mayores ingresos públicos. Luego el efecto de este mayor ahorro sobre los precios domésticos y el tipo de cambio real ha sido menor que si éste hubiese provenido fundamentalmente de un menor gasto público.

En particular, las ganancias de productividad y la depreciación excesiva que logró el peso hacia fines de los ochenta son los elementos principales que habrían permitido una coexistencia exitosa entre una política monetaria restrictiva y una política fiscal relativamente expansiva durante los últimos años. Sin embargo, las ganancias de productividad parecieran ser cada vez menores y las estimaciones indican que la holgura cambiaria ya se habría agotado, con lo cual avances futuros en materia inflacionaria requerirán de una combinación de políticas monetaria y fiscal que demande un mayor esfuerzo de esta última, fundamentalmente mediante acciones dirigidas a disminuir el gasto público a niveles más en línea con el objetivo inflacionario. En la medida que las políticas de incentivo al ahorro privado de mediano y largo plazo se materia-

licen, esta vía de incremento del ahorro público debería permitir moderar la apreciación real del tipo de cambio, tanto a través del efecto directo como por la posibilidad de que el Banco Central cuente con cierto espacio para disminuir parcialmente las actuales tasas de interés⁴.

III. Política Cambiaria

¿Es correcta la postura del instituto emisor de que no puede hacer nada para evitar que se continúe apreciando el tipo de cambio real? La autoridad monetaria tiene razón en decir que la solución del tipo de cambio real no pasa sólo por ellas, que es una materia que requiere de soluciones reales y que no tiene las herramientas para ello. Esto es cierto, pero esa es la postura de largo plazo; en el intertanto es posible realizar ciertas correcciones a la política mientras se consolidan las soluciones de largo plazo, como el aumento del ahorro.

Un área donde los acontecimientos de los últimos meses han hecho evidente la necesidad de que la autoridad monetaria revise su política tiene relación con el comportamiento que ha exhibido el tipo de cambio dentro del actual régimen cambiario. En particular, un factor que ha jugado un rol importante en el movimiento de capitales hoy en día son las expectativas cambiarias, las cuales por un período prolongado han sido a la apreciación del peso. En este contexto, no sólo el diferencial de tasas de interés hace atractivo traer capitales a Chile, sino también las expectativas de apreciación la hacen aún más atractiva. Es en esta área donde el Banco Central puede ayudar, de modo de devolver al mercado la concepción con que fue creado el actual régimen cambiario. Es importante recordar que

⁴ Si bien, la evidencia empírica ha tendido a sostener que la magnitud del efecto directo del menor gasto público sobre el tipo de cambio real puede ser pequeña, los efectos indirectos que produce el menor gasto del sector público sobre el resto de la economía pueden ser importantes. En particular, contratistas y oferentes de servicios al sector público, entre otros, pueden ver grandemente afectado su dinamismo como consecuencia de una reducción del gasto público, llevando en definitiva a que la caída en la absorción total sea mayor que la reducción inicial del sector público, provocando con esto un mayor efecto sobre el tipo de cambio real.

la canasta de monedas y la flotación sucia son elementos que tuvieron justificación, en parte importante, en la idea de incorporar un mayor grado de incertidumbre en el mercado cambiario, de modo de generar expectativas de devaluación que ayudaran a cerrar el diferencial de tasas de interés. Hoy en día, ninguno de los elementos cumple con este objetivo; la canasta esta prácticamente atada al dólar y el mecanismo de flotación sucia es usado muy marginalmente. Esta pasividad relativa del Banco Central en el accionar del tipo de cambio lleva a que el mercado interprete que al instituto emisor no le molesta que el tipo de cambio nominal caiga, lo cual retroalimenta las expectativas de revaluación.

La eliminación de la banda de flotación en conjunto con una intervención más activa por parte del Banco Central en el mercado cambiario podría generar estas expectativas de devaluación. La sola eliminación de la banda no es suficiente para generar expectativas de devaluación, es necesario que el mercado internalice que el Banco Central actuará interviniendo en forma activa para acomodar el tipo de cambio nominal dentro de un cierto rango compatible con el objetivo inflacionario. En este contexto, una alternativa de régimen cambiario que permitiría incrementar el rol de las expectativas en este mercado es que el instituto emisor se defina un cierto rango (no conocido por el público) del tipo de cambio nominal que considera compatible con la meta de inflación y con la apreciación real de equilibrio. Adicionalmente, se requiere que el Banco Central *intervenga activamente* para mantener la paridad dentro de este rango. Es importante que haga explícita su intervención de manera que los agentes internalicen la convicción del banco con la política; sólo así la política ganará credibilidad. Es decir, el mercado debe conocer que el que interviene es el Banco Central, no basta con que lo haga a

través de otros agentes públicos. Es cierto que en algunos momentos deberá comprar divisas, con lo que sus reservas internacionales aumentarán y con ello las pérdidas financieras; sin embargo, esto ya sucede en la actualidad y no hay beneficios concretos en términos de lograr una apreciación real más moderada.

Aun cuando, la eliminación de la banda de flotación no es una necesidad prioritaria para que una propuesta como la anterior funcione, es importante reconocer que la eliminación de ella permitiría incrementar en forma importante el rol de las expectativas. Esto último, por cuanto el mercado ya no contaría con la principal señal que hoy está entregando el Banco Central respecto del tipo de cambio, la cual es que el nivel de la paridad constituye un tema mayor para la autoridad monetaria sólo cuando ésta se acerca peligrosamente al piso de la banda.

Inflación Externa y Regla Cambiaria

Adicionalmente a la falta de expectativas en el mercado cambiario, un punto no menor y que necesariamente necesita revisarse, por cuanto afecta la regla cambiaria, es la medición de la inflación externa relevante para nuestra economía⁵. Esto último por cuanto de la apreciación real de 8,9% que acumula el

⁵ La actual regla cambiaria establece que el dólar acuerdo, determinado por el instituto emisor como el centro de la banda cambiaria, se define en función de una canasta de monedas que se reajusta diariamente por la inflación del mes anterior menos una estimación de inflación internacional relevante para Chile de 2,4% al año. Adicionalmente, la regla de devaluación establece un descuento anual de 2% por ganancias de productividad. A partir de enero de 1997, el Banco Central modificó la composición de la canasta de monedas quedando un 80% representada por el dólar estadounidense, 15% por el marco alemán y 5% por el yen japonés.

tipo de cambio en los últimos 12 meses terminados en septiembre, 4,1 puntos son producto de la inflación externa negativa como consecuencia de la apreciación del dólar respecto a las demás monedas⁶. Hay que recordar que para evitar que esta situación impacte en el tipo de cambio real, la actual regla cambiaria del tipo de cambio nominal incorpora un descuento por inflación externa de 2,4% al año, con lo cual los cambios por inflación externa se compensan y el tipo de cambio real se mantiene estable o se aprecia a una tasa de equilibrio que en la actualidad se estima en 2%. Sin embargo, esto funciona sólo si las mediciones de inflación externa utilizadas tanto en el cálculo del tipo de cambio real como en la regla del tipo de cambio acuerdo son similares. Si esto no ocurre, es posible observar depreciaciones o apreciaciones reales que en parte importante se explican por movimientos de paridades internacionales más que por variables fundamentales o políticas internas.

Ciertamente, en la medida que la inflación externa se mueva en niveles bajos y cercanos al 2,4%, la diferencia será poco relevante. Esta fue la situación entre los años 1991 y 1994. En 1995, en tanto, la inflación externa se elevó a más de 8%, pero la existencia de una canasta de monedas que ponderaba el dólar sólo en 45%, hizo que el tipo de cambio nominal cayera en 5,6% compensando en parte la mayor inflación externa. Sin embargo, la decisión del Banco Central en enero de 1997 de aumentar la participación del dólar en la canasta a un 80%, y ligar así

⁶ La inflación externa relevante para la economía chilena y que se utiliza en el cálculo del tipo de cambio real esta definida en dólares, luego apreciaciones excesivas del dólar respecto de las demás monedas pueden llevar a que las tasas de inflación de otras economías, que siendo positivas en sus propias monedas, resulten negativas al valorarlas en dólares.

el peso fundamentalmente al dólar, ha llevado a que esta compensación no se produzca. Esto último significa que, en la actualidad, la regla cambiaria no cuenta con ningún mecanismo que permita compensar las deflaciones externas producidas fundamentalmente por movimientos de paridades internacionales.

Una manera de recuperar este mecanismo de compensación sería que el Banco Central determine el rango del tipo de cambio que considera compatible con el objetivo inflacionario, sobre la base de una regla cambiaria que incorpore la diferencia entre la meta de inflación y la inflación externa proyectada más un término que corrige los errores de proyección de dicho diferencial inflacionario. Dada la dificultad de contar con buenas proyecciones anuales de la inflación externa, el Banco Central podría utilizar proyecciones trimestrales de ésta para incorporarla en su regla. Como se mencionó anteriormente, es importante notar que esta regla la utilizaría internamente el instituto emisor para acomodar el tipo de cambio dentro del rango que considera compatible con su meta de inflación, *por lo que no es conocida por el público*. Luego, la intervención activa del Banco Central para defender dicho rango y el conocimiento parcial del público de dicha regla harían que el grado de incertidumbre del mercado aumente en forma importante respecto de la situación actual, ayudando así a romper, en gran parte, las expectativas generalizadas de revaluación existentes en el mercado.

IV. Inflación y Consideraciones Finales

Es cierto que aun cuando el gasto público ha crecido más que el potencial durante gran parte de los noventa, las metas de inflación se han cumplido. Esto último no puede

ser una excusa para justificar el crecimiento de absorción pública proyectada para 1998. En efecto, las ganancias de productividad y el alto nivel alcanzado por el tipo de cambio real a finales de la década pasada han permitido que la actitud expansiva del fisco no sea un obstáculo importante en el proceso de disminución de la inflación. Sin embargo, las metas de inflación son cada vez más exigentes, las ganancias de productividad están empujando a disminuir y la holgura con que contó el tipo de cambio ya se habría acabado; luego, en este contexto, se hace prioritario que la política fiscal asuma un rol más cooperativo en la tarea de continuar reduciendo la inflación, fundamentalmente, a través de aumentar su tasa de ahorro, vía un menor componente de gasto.

Es importante tener presente que la economía chilena continúa siendo altamente indexada, afectada en forma importante por choques en los términos de intercambio y que el índice de precios al consumidor es todavía altamente volátil en ciertos meses del año. En este escenario, continuar reduciendo la inflación a la actual velocidad de un punto por año no pareciera del todo razonable. En particular, cuando la inflación se elevaba muy por encima de los niveles actuales era posible avanzar a esa velocidad ya que las anteriores restricciones no fueron del todo relevantes; sin embargo, pensar que se puede seguir avanzando a esa velocidad, sin realizar cambios importantes en materia fiscal y en políticas que vayan en beneficio de continuar aumentando la productividad no es realista, a menos que estemos dispuestos a continuar aceptando apreciaciones sostenidas del tipo de cambio real.

Además, es importante reconocer que en la medida que no haya un esfuerzo fiscal

mayor y el Banco Central continúe con un objetivo de reducir un punto por año la tasa de inflación, las tasas de interés no debieran caer en forma significativa durante los próximos años, con lo cual el diferencial de tasas de interés debería de continuar siendo un incentivo importante a la entrada de divisas. En este contexto, una combinación de política fiscal y monetaria que iría en complemento de la alternativa cambiaria propuesta anteriormente, es reducir la velocidad con que la inflación va cayendo, probablemente a medio punto por año, y reducir el gasto público a una tasa del orden del 5-6%. De esta forma, sería posible reducir en el corto plazo las tasas de interés, disminuyendo así el incentivo a la entrada de capitales y la presión a la apreciación cambiaria.

El aceptar una menor velocidad en la reducción de la tasa de inflación no constituye una señal de complacencia en el tema antiinflacionario; al contrario, es reconocer las restricciones que exhibe la economía chilena en esta área y, por otra parte, proteger el principal activo con que cuenta la autoridad monetaria: su credibilidad en el cumplimiento de sus metas de inflación. Aun cuando es posible que desviaciones de la meta puedan ser explicadas por factores ajenos a la política económica, el no cumplimiento de ellas puede ir mermando en forma importante la credibilidad del Banco Central respecto de su compromiso antiinflacionario. Esto, por cuanto la confianza de los agentes para negociar contratos futuros sobre la base de la meta de inflación puede tender a disminuir, afectando así los avances logrados en materia de desindexación y extendiendo el tiempo que se requiere para alcanzar y consolidar niveles de inflación similares a los de países desarrollados.

Sumario

Nº 69 Verano 1998

CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS
Monseñor Sotero Sanz 175,
Fono 231 5324

ESTUDIOS PÚBLICOS

home page: <http://www.iactiva.cl/cep>

Carlos Peña González	¿Por qué necesitamos a Kant?
Andrés Ollero	Derecho y moral entre lo público y lo privado: Un diálogo con el liberalismo político de John Rawls
Renato Cristi	La crítica comunitaria a la moral liberal
Sebastián Edwards	¿El fin de las reformas latinoamericanas?
Gabriel del Fávoro y Ricardo Katz	El uso de normas de calidad y de emisión en la gestión de los recursos hídricos
Bart D. Ostro	Cómo estimar los efectos de la contaminación atmosférica en la salud
Juan Pablo Illanes	Comentario a la presentación del Dr. Ostro
José Miguel Sánchez, Sebastián Valdés y Bart D. Ostro	Los efectos en salud de la contaminación atmosférica por PM10 en Santiago
Alejandro Vergara	Estatuto jurídico, tipología y problemas actuales de los derechos de aprovechamiento de aguas
Richard A. Posner	Utilitarismo, economía y teoría del derecho
Ronald Dworkin	¿Es la riqueza un valor?
José Luis Sáez Lozano	La economía como ciencia aplicada
Erika Maza Valenzuela	Liberales, radicales y la ciudadanía de la mujer en Chile: 1872-1930
Marcos García de la Huerta	Memorial de un debate con el mundo mecánico: En torno a <i>El trabajador</i> de Jünger
Jorge Eduardo Rivera	El silencio originario en el pensar de Heidegger
Jaime Collyer	Como un conejo que aflora del sombrero: Sobre el arte de contar historias breves
Joaquín Fernandois	Tomás Moulian: <i>Chile actual. Anatomía de un mito</i>
DOCUMENTO	
Alfredo Jocelyn-Holt	El liberalismo moderado chileno (siglo XIX)

SUSCRIPCIONES Anual \$ 9.000 • Bianaual \$ 13.500 • Estudiantes \$ 5.000