

## Chile 1997 vs. Chile 2007: Implicancias para el Tipo de Cambio Real

1 de octubre de 2007

Dirección de Estrategia IM Trust

Los recientes movimientos de política monetaria en Chile y Estados Unidos han ampliado la brecha de tasas entre ambas economías, aumentado la presión a la baja sobre la paridad pesos por dólar. ¿Ha caído ya suficientemente el dólar en Chile o queda todavía más? ¿Cuánto más puede caer el dólar sin afectar el crecimiento basado en las exportaciones? ¿Qué sectores de la economía serán más dinámicos en el futuro? ¿Cuál es el nivel políticamente aceptable del tipo de cambio? La respuesta a estas preguntas depende fundamentalmente de cuál crea uno que es el tipo de cambio real de equilibrio de la economía chilena.

El tipo de cambio real se puede entender como una medida de la riqueza de un país. En efecto, la paridad mide los términos del intercambio entre los bienes que produce una economía y los que se producen en el resto del mundo. O, lo que es lo mismo, la capacidad de compra de bienes internacionales que efectivamente tienen los locales. Las monedas de las economías pobres tienen poca capacidad de comprar los bienes internacionales. Pero, a medida que una economía se vuelve más rica, su moneda se aprecia respecto de las demás, y le permite a sus habitantes consumir más de ese tipo de bienes.

Este efecto es evidente cuando se comparan los precios de los bienes entre países. Si bien los precios de los bienes transables son bastante parecidos en distintas economías (i.e. un IPOD vale prácticamente lo mismo en todas partes), el de los no transables varía significativamente. El valor de un corte de pelo, de la tierra o un BigMac, por ejemplo, puede llegar a ser hasta 20 veces menor en los países más pobres que en Estados Unidos o Europa. En la medida que una economía crezca más rápido que el resto del mundo, ese mismo corte de pelo o esa tierra aumentan de precio y comienzan a ser capaces de comprar más bienes transables. El valor real de la moneda de dicho país aumenta. Las apreciaciones reales de Japón de la post-guerra, los milagros Asiáticos, y Chile en los 1990s son buenos ejemplos de este fenómeno.

Una forma de aproximarse al tema del nivel de equilibrio del tipo de cambio real en Chile es, entonces, preguntarse sobre si el país es más o menos rico que lo que era antes. Si es más rico, esto debiera traducirse en que el tipo de cambio real de equilibrio debiese ser más bajo.

	1997	2007 2Trim
Cuenta Corriente (%PIB)	-4.4%	3.8%
Superávit Gobierno General (%PIB)	1.9%	9.4%
Términos de Intercambio (1997=100)	100.0	221.8
Crecimiento PIB	6.6%	6.1%
Desempleo	6.1%	6.5%
Tasa Interbancaria Chile (Nominal Anual)	12.13%	5.67% *
Tasa Interbancarias EEUU (Nominal Anual)	5.50%	4.75% *
Tasa 10 años US Nominal	5.48%	4.68% *
Tipo de Cambio Nominal (\$/USD)	419.3	513.0
Paridad Dólar/Peso Real (\$/USD)**	446.2	513.0
Índice Tipo de Cambio Real (1986=100)	78.16	94.28
Remuneraciones Reales (Enero 2006=100)	85.2	103.32
Paridad Dólar/Peso Equilibrio PPP BigMac	439.7	459

Precio Transables / Precio No transables

Si comparamos al país actual con el de 10 años atrás, justo antes de la Crisis Asiática, concluimos rápidamente que Chile es otro país en términos de riqueza<sup>1</sup>. En efecto, las alzas de los términos de intercambio (hoy más del doble de los de hace diez años) se han traducido en ingresos extraordinariamente importantes para la economía. Tanto es así que, de tener un déficit de cuenta corriente y un pequeño superávit en las cuentas fiscales, pasamos a contar con un abultado superávit de cuenta corriente y un superávit fiscal nunca antes visto. A estos precios del cobre el Fisco acumula –sólo por estos efectos- ingresos extraordinarios por aproximadamente ¡US\$1,000 millones cada mes que pasa! La economía completa acumula algo más del doble de dicha cantidad. Luego de un año y medio de elevados precios, el Fisco no sólo no le debe al resto del mundo sino que se ha convertido en un acreedor importante. Tan importante, que la rentabilidad de estos fondos -invertidos conservadoramente- equivalen en términos de ingresos a que el país creciera anualmente cerca de un punto porcentual más rápido. Esto, aunque el cobre cayera de vuelta a 1 dólar por libra y se mantuviera ahí para siempre.

<sup>1</sup> El resultado de la comparación ciertamente depende del momento con que comparamos. Nuestra decisión sobre ese momento si bien es arbitraria, corresponde a una década y coincide con un contexto similar en la economía internacional.

Además, aunque todos quisiéramos más, la economía interna está creciendo, se están creando empleos y los salarios se encuentran en rápida alza. De hecho, los indicadores de desempleo y crecimiento actuales no son muy distintos a los de hace 10 años. Es cierto, sin embargo, que el crecimiento futuro de la economía será probablemente un poco menor al exhibido durante los años 1990s. Por un lado, precisamente por la fuerte inversión y el rápido crecimiento del pasado, ya no es tan fácil encontrar proyectos tan rentables como antes. El efecto convergencia comienza a jugar en contra. Y por otro, la poca mejora en la calidad de la educación, la rigidización del mercado laboral, y los insuficientes avances en el desarrollo financiero hacen que las futuras ganancias por productividad sean ahora más acotadas. Ambos efectos implican que, en el futuro, la tasa de crecimiento de equilibrio sea de aproximadamente 5.5%, cerca de un punto menor a la de los 1990s.

Si bien las posibilidades de inversión son menores que antes, no debe olvidarse que el costo de hacer dichas inversiones se ha reducido drásticamente en el mismo periodo. En efecto, el costo de fondos local, medido por la tasa interbancaria nominal, ha caído a menos de la mitad en estos 10 años. Algo similar, aunque menos dramáticamente, ha sucedido en todo el mundo.

La caída en el costo de fondos más que compensa la caída en la rentabilidad de los proyectos. Según nuestros cálculos, el punto de menor crecimiento futuro proyectado se traduce en que la rentabilidad real del capital cae aproximadamente 4 puntos porcentuales, de un 22% a un 18%. La caída en las tasas, sin embargo, alcanza a cerca de 5.5 puntos porcentuales en términos reales. El valor neto de las futuras inversiones o patrimonio neto del país, es mucho mayor que antes. Y, por lo tanto, el valor de los activos que generan esas inversiones –medido por el valor real de la moneda local-debe ser mayor.

Poca duda cabe que el país se ha vuelto mucho más rico que hace 10 años. Y, ¿qué ha pasado con el tipo de cambio real durante este periodo? Prácticamente cualquier medida de tipo de cambio real que se tome indica que el valor real del Peso chileno versus otras monedas es menor hoy que lo que era hace diez años. La paridad Peso/dólar es hoy un 22.3% mayor en términos nominales, y 15% mayor en términos reales. El índice de tipo de cambio real calculado por el Banco Central es también un 20.6% mayor que el de antes. De manera que el tipo de cambio real hoy no da cuenta del salto discreto producido en el nivel de riqueza del país. O, dicho de otra forma, el tipo de cambio real consistente con el nivel de riqueza actual puede ser significativamente menor al que vemos hoy. ¿Cuánto menor? Un 11.8% si nos basamos en la medida del BigMac<sup>2</sup> y cerca de un 13% si los precios de los bienes no transables comienzan a replicar la evolución de los salarios reales<sup>3</sup>.

Pero, ¿estarán dispuestas las autoridades a dejar caer el dólar? El Fisco, dado que no parece dispuesto a contener el gasto más allá de lo que ya lo está haciendo, en los hechos sí está dispuesto. El Banco Central debiese estarlo por cuanto la baja del dólar permitirá contener la inflación transable con el mínimo efecto en crecimiento. Los ciudadanos debieran alegrarse porque su capacidad de compra de los bienes que la economía mundial produce aumenta. Y los equilibrios se restablecen porque el valor relativo de la moneda de nuestro país, que se ha vuelto extraordinariamente más rico por el boom del cobre, aumenta.

---

<sup>2</sup>  $459/513-1=11.8\%$ . El tipo de cambio debiese caer en 11.8% de manera que un BigMac en Chile costara lo mismo que uno en Estados Unidos.

<sup>3</sup>  $(103.3/85.2-1)\times 0.6=12.7\%$ . 0.6 es la proporción de la remuneración del factor trabajo en el producto final.