



ISSN 0717-1536

**SERIE INFORME
ECONÓMICO
N° 166**

**SIETE PROPUESTAS PARA FORTALECER EL
TIPO DE CAMBIO REAL ***

Rafael Sánchez F. *

FEBRERO 2006

* Se agradecen los comentarios de Francisco Garcés, Rosanna Costa, Joaquín Cortez, Cristián Larroulet y Tomás Flores. Cualquier error u omisión es de responsabilidad del autor.

* Ingeniero Comercial y Magíster en Economía, mención Políticas Públicas, Pontificia Universidad Católica de Chile. Investigador del Programa Económico de Libertad y Desarrollo.

SIETE PROPUESTAS PARA FORTALECER EL TIPO DE CAMBIO REAL

Resumen Ejecutivo

La evolución de la economía mundial está presionando al alza los precios de los principales *commodities*, dentro de los cuales destaca el cobre y el molibdeno, ello debido a la fortaleza de la demanda de dichos bienes y a la más lenta respuesta de su oferta.

Esta situación ha generado un mayor ingreso de dólares a Chile, lo que ha repercutido en una apreciación del tipo de cambio nominal y real, situación que afecta a los exportadores y sustituidores de importaciones.

Ello ha generado presiones sobre el Banco Central de Chile para que intervenga en el mercado cambiario; sin embargo, el instituto emisor no lo ha hecho, basando su decisión en que no existen desalineamientos de los fundamentos del tipo de cambio.

Dada esta tensa situación es que el presente trabajo busca proponer tres paquetes de políticas públicas que pueden servir para aumentar el tipo de cambio real.

La primera línea de acción considera fortalecer el rol de la política fiscal y propone corregir la regla de superávit estructural, que consiste en incluir sistemáticamente en dicha regla los ingresos provenientes del molibdeno, de manera de aumentar el ahorro público. Ello es lo mismo que disminuir el gasto público, con la consiguiente menor presión sobre los precios de los no transables, hecho que aumentaría el tipo de cambio real.

La segunda línea de acción pone el énfasis en las inversiones en el exterior. Dentro de estas políticas destaca el aumento del límite de inversión de las AFP en el exterior, eliminando una regulación que puede estar restringiendo una demanda neta por dólares y afectar de esa manera al tipo de cambio. Igualmente, se propone permitir que la reserva técnica de los bancos se invierta en el extranjero. En ambos casos hay una regulación que impide una mejor decisión de portfolio, que sería eficiente corregirla en

cualquier circunstancia, y además al corregirlas hoy se entrega una señal correcta y se puede fortalecer la demanda por activos en moneda extranjera.

El tercer paquete de medidas es de carácter microeconómico y tiene como objetivo hacer más competitivo a Chile en términos relativos. Dentro de estas políticas destacan las del sector laboral, tributario y de simplificación del proceso exportador.

Con todo, las 7 políticas propuestas son:

- 1) Incorporación permanente a la regla del superávit estructural de las variaciones de ingreso del molibdeno.
- 2) Permitir a los bancos invertir sus reservas técnicas en el extranjero.
- 3) Aumentar el límite de inversión en el exterior de las AFP.
- 4) Reducir en forma gradual el arancel general de 6% a 2% y perfeccionar los tratados de libre comercio en especial con los países latinoamericanos, introduciendo mecanismos de solución de controversias.
- 5) Políticas para simplificar el proceso exportador, mediante la eliminación de regulaciones.
- 6) Flexibilizar el mercado laboral de manera tal de permitir una mejor asignación de los recursos.
- 7) Reforma tributaria que incentive el ahorro doméstico y la competitividad de las PYMES.

INDICE

	Página
I. Introducción	4
II. Teoría Económica	5
2.1 ¿Qué es el Tipo de Cambio Real?	5
2.2 Tipo de Cambio Flexible, Tipo de Cambio Fijo	7
2.3 Banco Central y Tipo de Cambio	7
2.4 Canal por el que el Banco Central afecta el Tipo de Cambio	8
III. Evidencia Empírica	10
3.1 ¿Qué sugiere la Evidencia Empírica para Chile?	10
IV. Evolución y Perspectivas del Tipo de Cambio Real	13
4.1 La Demanda por <i>Commodities</i> : Cobre	16
V. Políticas Públicas y Tipo de Cambio	22
5.1 Política Fiscal	23
5.2 Reformas Microeconómicas	27
VI. Conclusiones	34
VII. Referencias Bibliográficas	35

I. INTRODUCCIÓN

Durante el último tiempo se ha observado una tendencia constante de disminución del tipo de cambio nominal, lo cual perjudica a los exportadores y sustituidores de importaciones.

A raíz de esto, surge nuevamente el debate acerca de las intervenciones del Banco Central, es decir, si este debe intervenir en el mercado cambiario o no, y sobre el efecto que pudieran tener esas políticas de intervención del instituto emisor en el tipo de cambio.

No obstante la apreciación sufrida por el tipo de cambio nominal, lo que verdaderamente está afectando a la economía es la disminución del tipo de cambio real, lo cual refleja una pérdida de competitividad para nuestro país. Es por ello, que en el presente trabajo se propone aprovechar la coyuntura y reafirmar políticas de carácter estructural que aumentarían la eficiencia y la competitividad. Específicamente, se proponen dos paquetes de políticas para hacer más competitivo el tipo de cambio real: el primero es una propuesta fiscal y el segundo, una propuesta de carácter microeconómico que se subdivide en un grupo de medidas que buscan facilitar la salida de flujos de capitales y en otro que pretende mejorar la eficiencia de diversos sectores de la economía.

El presente trabajo se desarrolla con la siguiente estructura: primero comenzaremos analizando brevemente qué nos dice la teoría económica y la evidencia empírica respecto de las intervenciones del Banco Central; posteriormente describiremos la evolución y las proyecciones del tipo de cambio en Chile, para finalmente proponer políticas públicas concretas, alternativas a la intervención del Banco Central, que se podrían implementar en nuestro país.

II. TEORÍA ECONÓMICA

2.1 ¿QUÉ ES EL TIPO DE CAMBIO REAL?

En el último tiempo ha aumentado la preocupación por la persistente apreciación del tipo de cambio nominal, lo que significa que los exportadores reciben un menor retorno en pesos por la venta de sus productos en el exterior. Sin embargo, el retorno real de la economía como un todo no depende tanto del tipo de cambio nominal, sino del tipo de cambio real.

El tipo de cambio real es el precio relativo entre los sectores transables de la economía (exportadores y sustituidores de importaciones), y los no transables internacionalmente. Es así como un aumento en el tipo de cambio real favorece el crecimiento del sector transable de bienes exportables y sustituidores de importaciones, y desfavorece al no transable. Un aumento del tipo de cambio real significa, en otras palabras, que con lo que se produce en el país se tiene mayor poder de compra respecto de lo que se produce en el resto del mundo.

Como el precio de los bienes transables está dado por el precio internacional; entonces su ritmo de crecimiento está asociado a la inflación internacional (la cual depende del crecimiento de la demanda con relación a la oferta y productividad mundial de los mismos). Por su parte, el precio de los no transables depende enteramente de la evolución de la oferta y de la demanda internas.

En consecuencia, su nivel en el largo plazo depende de variables reales, tales como la capacidad de incrementar el crecimiento de la productividad y de frenar el crecimiento de la demanda (que es exactamente equivalente a decir de nuestra posibilidad de incentivar el ahorro interno).

El tipo de cambio real se calcula de la siguiente manera:

$$\text{TCR} = \text{TCN} * \left(\frac{\pi_E}{\pi_I} \right) = \left(\frac{P_T}{P_{NT}} \right)$$

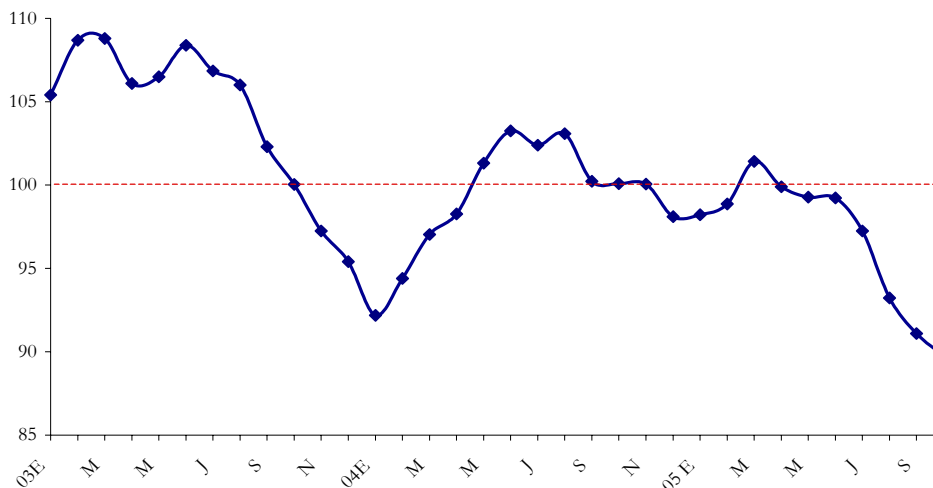
Donde TCR es tipo de cambio real, TCN tipo de cambio nominal, π_E es la inflación externa, y π_I es la inflación doméstica.

La inflación externa se suele calcular con los IPM, expresados en dólares o IPC en el caso de no estar disponible el IPM, de los principales países socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones – excluyendo petróleo y cobre – que Chile realiza desde ellos. Y la inflación interna es el IPC¹. Esto es equivalente al cociente entre el precio de los bienes transables (P_T) y el precio de los bienes no transables (P_{NT}), lo que refleja la competitividad del país.

El comportamiento del tipo de cambio real se puede apreciar en el gráfico N°1, entre Marzo y Noviembre del 2005 según cifras entregadas por el Banco Central de Chile y se proyecta para el 2006 un tipo de cambio similar al proyectado para el promedio del 2005².

Al igual que el tipo de cambio real, el nominal se ha apreciado casi un 10% entre Marzo y Noviembre, llegando en promedio a \$530 en este último mes. De hecho, desde esa fecha el TCN llegó a descender a \$514 en promedio durante el mes de Diciembre y repuntó nuevamente a niveles de \$530 los primeros días de Enero del 2006.

Gráfico N° 1
Índice de Tipo de Cambio Real Mensual 2003-2005
(1986 = 100)



Fuente: Banco Central de Chile.

¹ Otra manera diferente de calcular este índice se describe en la sección V del presente trabajo.

² Proyecciones de LyD.

2.2 TIPO DE CAMBIO FLEXIBLE, TIPO DE CAMBIO FIJO

La volatilidad mostrada por el tipo de cambio es propia de sistemas cambiarios flexibles (libre flotación) y es uno de los costos de tener un sistema cambiario como el descrito, ya que una alta volatilidad puede ser perjudicial para la economía, debido a que genera ciertos costos reales, lo que ha permitido el desarrollo del mercado de derivados.

No obstante lo anterior, el tipo de cambio flexible tiene una gran ventaja, y es que sirve como amortiguador de los *shocks* externos, pues permite que parte del *shock* sea absorbido por el tipo de cambio y el resto, por variables reales. Si contásemos con un tipo de cambio fijo todo el *shock* se traspasaría a los mercados reales (como por ejemplo, el mercado laboral), mercados que si son rígidos generarán grandes y lentos ajustes en la economía (como un gran y persistente desempleo). Asimismo, con un tipo de cambio fijo y mercados flexibles el *shock* externo exige alta flexibilidad de salarios para evitar que se transmita a la cantidad de empleos.

Por ello se optó finalmente en Chile por un tipo de cambio que fuese flexible (Septiembre del año 1999), dejando las intervenciones del Banco Central sólo para ocasiones excepcionales, las cuales, tal como se señalará más adelante, han sido tres desde 1998.

2.3 BANCO CENTRAL Y TIPO DE CAMBIO

En la práctica, los economistas intentan con frecuencia alcanzar múltiples metas, en cuyo caso pueden pretender cambiar muchas variables de política al mismo tiempo. En efecto, para alcanzar un número (n) de objetivos (producto, inflación, cuenta corriente, etc) se necesitan " n " instrumentos independientes, (política monetaria, fiscal, etc.). A menudo hay más objetivos que instrumentos independientes. En este caso, no se pueden lograr todas las metas y se tienen que aceptar *trade-offs*³.

³ Tinbergen (1956).

En este punto, es especialmente importante recalcar que el Banco Central tiene como instrumento de política a la tasa de política monetaria (TPM) y, por ende, es capaz de afectar variables nominales y no variables reales, como es el tipo de cambio real. Sin embargo, es posible que en el corto plazo el Banco Central, mediante su manejo de la política monetaria, pueda afectar variables reales, lo que sucede cuando es capaz de sorprender al mercado (Lucas 1972). En este caso, la política tendría un efecto transitorio en variables reales mientras se ajustan las expectativas, desapareciendo su efecto en el tiempo, a medida que se vayan adecuando las expectativas de los agentes económicos.

Por lo tanto, el Banco Central, a través de su política monetaria, sólo puede tener efectos transitorios en las variables reales (tales como el tipo de cambio real), y el éxito de las intervenciones dependerán de la credibilidad del Banco Central y de los fundamentos que estén provocando movimientos en el tipo de cambio. Es por ello que es importante entender las causas de la apreciación del tipo de cambio, ya que esto nos permitirá saber si hay un cambio estructural o si simplemente se trata de un evento coyuntural que está afectando al tipo de cambio.

Debido a lo anterior es que la política del Banco Central es sólo intervenir en situaciones donde existan desalineamientos de los fundamentos del tipo de cambio, por ejemplo cuando existe una sobre reacción (*overshooting*) con la finalidad de suavizar el evento coyuntural; pero no intervendrá si observa que hay un cambio estructural, ya que no cuenta con herramientas para afectar variables reales en el mediano y largo plazo.

2.4 CANAL POR EL QUE EL BANCO CENTRAL AFECTA EL TIPO DE CAMBIO

Se postula que el principal canal por el que el Banco Central afecta el tipo de cambio son las señales. Este canal sugiere que las intervenciones entregan información acerca del futuro de la política monetaria; esto es, una venta de moneda extranjera anticipa una política monetaria restrictiva, mientras que una compra anticipa una relajación de la política monetaria. Al interpretar la señal, los

agentes de mercado ajustan sus posiciones de moneda local y extranjera, afectando el tipo de cambio⁴.

Bajo este mecanismo de transmisión de la política cambiaria sigue siendo válido que el efecto de la intervención es condicional a la credibilidad de la futura política monetaria. La política monetaria y las intervenciones no son exógenas, ya que si una señal no es validada por acciones políticas o si no es creíble de acuerdo al contexto político, será inefectiva o rápidamente revertida. Más aún, la consiguiente reducción en la credibilidad disminuirá el impacto de las futuras intervenciones.

Sin embargo, la aplicación de medidas estructurales pro eficiencia, como las que se presentarán más adelante, tienen un impacto en el tipo de cambio real de largo plazo. Es por ello que dada la coyuntura actual es el momento ideal para aplicar dichas políticas.

⁴ Mussa (1981).

III. EVIDENCIA EMPÍRICA

3.1 ¿QUÉ SUGIERE LA EVIDENCIA EMPÍRICA PARA CHILE?

Aunque los analistas de bancos centrales están convencidos, en su mayoría, de que las intervenciones pueden afectar el tipo de cambio (Neely, 2001), la evidencia empírica ha sido incapaz de prestar un apoyo robusto a esta convicción. Es más, la evidencia muestra que la eficacia esperada de las intervenciones ha variado bastante, por lo que hoy el debate sigue abierto. En los años 80's se había alcanzado un relativo consenso acerca del pobre efecto de las intervenciones sobre el tipo de cambio (Jurgensen, 1983); pero este se oponía al éxito de las intervenciones que siguieron los acuerdos de Plaza (1985) y Louvre (1987)⁵. Trabajos más recientes como los de Domínguez y Frankel (1990 y 1993) parecen encontrar que las intervenciones son capaces de atenuar la volatilidad cambiaria. Además, numerosos estudios recientes han llegado a conclusiones contradictorias. Sarno y Taylor (2001) y Ramaswamy y Samiei (2000) resumen de manera extensa este debate aún inconcluso.

Esta disparidad de resultados se puede atribuir a la presencia de dos problemas empíricos. El primero es la escasez de datos, que se origina en la renuencia de los bancos centrales a entregar información oficial de sus intervenciones, lo que hace la tarea de recolectar estadísticas tediosa y deficiente⁶. El segundo es la incapacidad de controlar por la endogeneidad de las intervenciones al estimar su efecto sobre el tipo de cambio, ya que típicamente las intervenciones son discrecionales, con decisiones tomadas con frecuencia diaria o intradiaria.

Según Tapia y Tokman (2004) y De Gregorio y Tokman (2004), afortunadamente Chile tiene información disponible y un bajo sesgo de endogeneidad, gracias a las características de la intervención

⁵ Estos acuerdos sirvieron para la coordinación de las políticas macroeconómicas de diversos países con peso determinante en el sistema económico mundial (ej.: EEUU, Alemania, Japón). Entre los acuerdos alcanzados destacan: la utilización de distintos indicadores para facilitar la coordinación de políticas y la fijación informal de bandas para la fluctuación de las distintas monedas.

⁶ Normalmente, los bancos centrales no hacen anuncios públicos de sus intervenciones, menos divulgan los montos involucrados. Y si lo hacen, los anuncios son distantes en términos del tiempo que teóricamente tarda el mercado en ajustarse a la intervención, días o incluso horas. Esta diferencia ha obligado a los estudiosos a construir series indirectas para la intervención, recurriendo a fuentes como medios noticiosos, encuestas y datos sobre el movimiento de las reservas internacionales, las que distan mucho de ser perfectas. Por lo mismo, puede que las series que se construyan sobre dicha base sean menos que adecuadas para estimar los verdaderos efectos de una intervención cambiaria.

aplicada en Chile durante el período del tipo de cambio flotante, lo que permite evaluar su impacto, tal como se destacan a continuación.

Los períodos donde se intervino el mercado cambiario son 1998-1999, 2001 y 2002-2003. El primero ocurrió bajo el sistema de bandas cambiarias y los dos siguientes, con flexibilidad cambiaria.

1. 1998-1999

La fecha de inicio no es clara, puesto que no existen datos de intervenciones antes de 1998, pero la fecha de término es clara, Septiembre de 1999, cuando se elimina la banda cambiaria.

Se estima que las mayores intervenciones *spot* fueron durante Enero, Junio, Julio y Septiembre de 1998, totalizando ventas por US\$ 4.285 millones, en 43 días de intervenciones. Asimismo, la venta de papeles a distintos plazos denominados en dólares (BCD) entre Julio de 1998 y Abril de 1999 totalizó US\$ 1.440 millones.

Tapia y Tokman 2004, en su modelo de series de tiempo, encuentran que se hubiese requerido una venta *spot* individual de US\$ 500 millones para generar una apreciación del tipo de cambio de un 1% durante el período de intervención.

2. 2001

El 16 de Agosto de ese año, el Banco Central comunicó que podría intervenir el mercado *spot* con hasta un máximo de US\$ 2.000 millones en un intervalo de 4 meses. También anunció la venta de BCD por un monto máximo similar.

Las ventas en el mercado *spot* llegaron a US\$ 803 millones y en BCD fueron de US\$ 3.040 millones.

Según Tapia y Tokman (2004), el resultado que encuentran es que cuando las intervenciones se producen luego de algún anuncio formal, el coeficiente que mide el efecto de la intervención sobre el TCR es no significativamente distinto de cero. Lo mismo ocurre con los BCD, significativo y negativo en 1998 y no significativo en el 2001. Sin embargo, esto no indica que las intervenciones no hayan tenido efecto en el 2001, ya que el anuncio público tuvo un efecto importante, esto es, una apreciación de 2,7% del peso.

Es decir, lo anterior sugiere que el efecto tiene lugar a través del impacto en las expectativas que produce el anuncio, antes que por la existencia de más o menos divisas en el mercado.

3. 2002-2003

El 10 de Octubre del 2002, el Banco Central anunció un período de intervenciones muy similar al del año anterior, que concluiría el 10 de Febrero del 2003, pero a diferencia del episodio anterior no intervino en el mercado *spot*, y lo hizo sólo emitiendo BCD denominados en dólares. En cada uno de los dos primeros meses (Octubre y Noviembre) se vendieron US\$ 500 millones en deuda, mientras que en Diciembre y Enero se vendieron US\$ 250 millones en cada uno. El monto total de esta intervención fue de US\$ 1.500 millones.

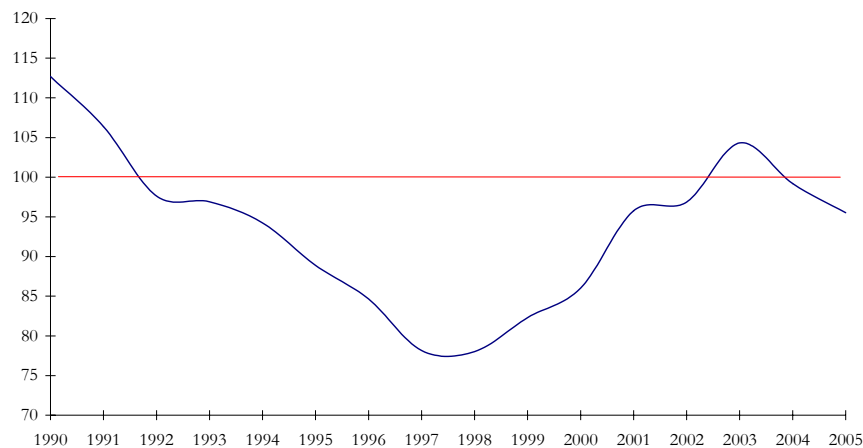
Según Tapia y Tokman (2004), el resultado es muy similar al del 2001, en el sentido que cuando las intervenciones se producen luego de algún anuncio formal el coeficiente es no significativamente distinto de cero. Lo mismo ocurre con los BCD, no significativo en el 2002-2003. Sin embargo, esto no significa que las intervenciones no hayan tenido efecto en el 2002-2003, ya que el anuncio público tuvo un efecto importante, esto es, una apreciación de 0,5%. Todo ello sugiere, nuevamente, que el anuncio provocó un ajuste en las expectativas que repercutió en el tipo de cambio.

En resumen, los resultados de los trabajos de Tapia y Tokman (2004), y De Gregorio y Tokman (2004) entre otros, sugieren que el impacto de las intervenciones individuales sólo es significativo en 1998, cuando no había anuncios formales y con banda cambiaria. En el 2001 y 2002-2003, con tipo de cambio flexible, sólo se encuentra un efecto derivado de los anuncios. Ambos períodos caracterizados por anuncios explícitos. El menor efecto del 2002-2003 respecto del 2001 sugiere que la credibilidad se debilitó posiblemente debido a que no existieron intervenciones *spot*.

IV. EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DEL TIPO DE CAMBIO REAL

Entre los años 1990-1997 el TCR disminuyó en aproximadamente 44%, lo cual se revirtió parcialmente a partir del año 1998 hasta el año 2003, período en el que presentó un incremento de casi 34%. Ello se ha venido revirtiendo desde principios de dicho año, tal como se aprecia en el cuadro siguiente.

Gráfico N° 2
Tipo de Cambio Real 1990-2005
(1986 = 100)



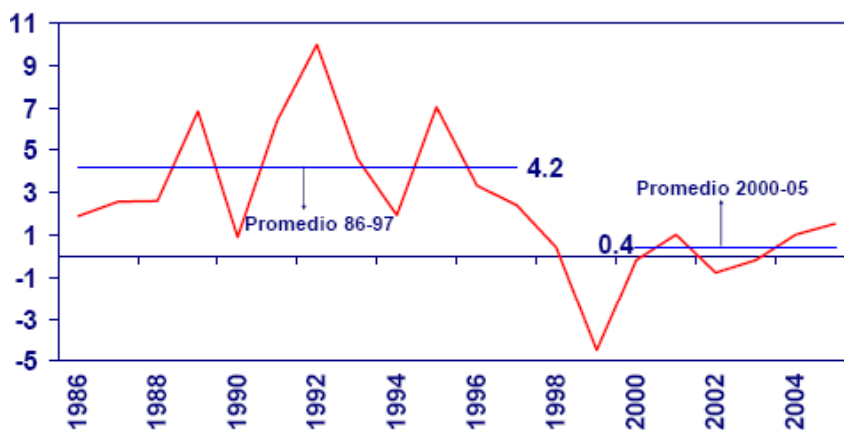
Fuente: Banco Central de Chile. 2005 proyectado, LyD.

La disminución del TCR de los años 90's se pudo haber generado por diversas causas, como mejores términos de intercambio, entrada neta de capitales, brecha de crecimiento entre Chile y el resto del mundo, diferencial de tasas de interés, entre otras. Sin embargo, la evidencia sugiere que los flujos de capitales y la brecha de crecimiento entre Chile y el resto del mundo habrían sido factores importantes en la disminución del TCR.

Ello, debido a que a fines de los años 80's se produjeron reformas importantes que permitieron aumentar la eficiencia de la economía,

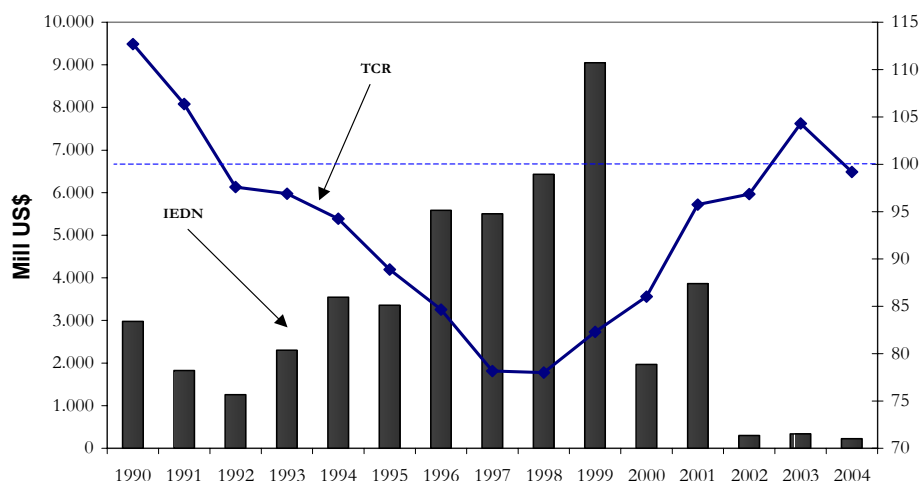
lo que sumado a las claras señales de estabilidad durante la transición de principios de los años 90's provocaron un aumento en la entrada neta de dólares para inversión, lo que le permitió a Chile crecer, en promedio, 4,2 puntos más que el resto del mundo durante gran parte de los años 90's (gráfico N° 3), todo lo cual provocó una disminución en el tipo de cambio real, tal como se aprecia en el gráfico N° 4.

Gráfico N° 3
Diferencial de Crecimiento Chile- Resto del Mundo
1986-2005



Fuente: Exposición de Aldo Lema en el Taller Macroeconómico, Diciembre 2005, Libertad y Desarrollo.

Gráfico N° 4
Inversión Extranjera Directa Neta e Índice de Tipo de Cambio Real
(1986=100)

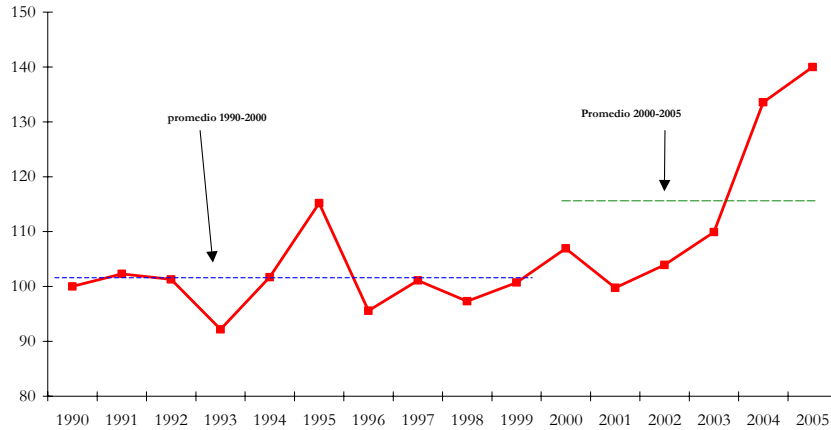


Fuente: Comité de Inversiones Extranjeras y Banco Central de Chile.

Al contrario de lo sucedido durante la década de los 90, la brecha de crecimiento desde el 2000 hasta el 2005 casi ha desaparecido (0,4 puntos de diferencia en promedio), así como también ha disminuido la inversión extranjera neta. El gráfico N° 4 muestra la evolución de la inversión extranjera directa neta. Entonces detrás de la evolución reciente del tipo de cambio no están presentes, o al menos no con igual ponderación, las variables que más influyeron en la disminución del tipo de cambio real durante los 90's.

Entonces ¿qué explica la disminución en el TCR durante el último tiempo? Tal como se señala a continuación, en la disminución actual del TCR pesan más los términos de intercambio de Chile, que, como se observa a continuación, han aumentado fuertemente en los últimos años.

Gráfico N° 5
Términos de Intercambio (1990 = 100)



Fuente: CEPAL.

4.1 LA DEMANDA POR COMMODITIES: COBRE

Si bien se espera que la economía mundial crezca menos que el año anterior, se encuentra aumentando a tasas sólidas y con niveles de inflación decrecientes. Destacan en este punto, el alto crecimiento de China de alrededor de 9,3% para el 2005 y de un 8,5% para el 2006 y de Estados Unidos con un crecimiento de 3,6% y 3,5% para el 2005 y 2006, respectivamente.

Cuadro N° 1
PIB (Var.%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
EEUU	3,7	0,7	1,6	2,7	4,2	3,6	3,5
Japón	2,4	0,2	0,3	1,4	2,3	2,5	2,6
Euro Área	2,8	3,5	1,6	0,8	1,8	1,5	2,3
China	8,0	7,3	8,3	9,5	9,5	9,3	8,5
Mundo	4,7	2,4	3,0	4,0	5,1	4,3	4,3

Fuente: Estimaciones propias de acuerdo a datos del FMI y JP Morgan.

Este vigoroso crecimiento ha repercutido en la demanda por materias primas, mientras que la oferta ha sido incapaz de satisfacer dicha demanda, por lo que los precios de los *commodities* han aumentado, tal como se aprecia en el siguiente cuadro.

Cuadro N° 2

	2002	2003	2004	2005	Sep05	Nov05	12/1/06
Metal							
Oro (London) \$/oz.	310	364	409	456	470	477	542
Plata (N. York) \$/oz.	4,62	4,92	6,69	7,19	7,70	7,86	8,90
Cobre (LME) \$/lb.	0,71	0,81	1,30	1,75	1,84	1,95	2,13
Petróleo							
US\$/br.-Nymex	25,18	28,68	38,11	62,91	58,61	55,18	63,94
Misceláneos							
Café (ICCO) \$/lb.	0,45	0,51	0,68	0,87	0,94	0,98	0,99
Trigo (2 soft Chi)\$/bb	3,21	3,41	3,36	2,93	2,99	2,83	3,20
Soja (US\$/tn)	198	238	271	235	231	226	246
Celulosa (US\$/tm.)	440	560	617	583	593	601	600

Fuente: Estimaciones propias sobre la base de precios de los mayores oferentes mundiales.

Dentro de los *commodities*, destaca el cobre, el principal producto de exportación de Chile, que entre el 2003 y Octubre del 2005 había incrementado su precio en dólares en más de un 130%, y entre el 2003 y Diciembre del 2005, en casi un 150%. Esto sugiere ingresos adicionales de carácter cíclico por varios miles de millones de dólares, los cuales llegan a aumentar la oferta de dicha divisa existente en Chile, provocando de esta manera una disminución en el valor de esa moneda, con la consiguiente apreciación del tipo de cambio nominal. Ello repercute mediante el efecto ingreso (riqueza) que se genera por estos mayores retornos en dólares en una expansión del consumo, lo que genera presión sobre los precios de

los no transables disminuyendo de este modo el tipo de cambio real.

Específicamente, un estudio reciente⁷ encuentra que la caída de 24% en el tipo de cambio real en los últimos tres años sería explicado en más de un 80% por el mejoramiento en los términos de intercambio (cuadro N° 3).

Cuadro N° 3

	2003-2005
Variación del Tipo de Cambio Real	-24%
Mejoramiento en los términos de intercambio	-20%
Diferencial positivo de crecimiento respecto del resto del mundo	-2,3%
Relación Gasto/Producto	3%
Error o Desalineamiento respecto al promedio del 4° trimestre*	- 6%

* El error o desalineamiento es la porción no explicada de la disminución del tipo de cambio.
Fuente: Aldo Lema (2005).

En cuanto al futuro próximo, se espera que tanto el precio del molibdeno como el del cobre disminuyan en algún grado; pero igualmente se cree que seguirán manteniéndose a niveles altos respecto de los valores históricos, por cuya razón puede esperarse que la entrada de divisas por dicho concepto siga ayudando al mantenimiento de un tipo de cambio real similar al del promedio del año pasado.

⁷ Exposición de Aldo Lema en el Taller Macroeconómico, Diciembre 2005, Libertad y Desarrollo.

4.2 ¿QUÉ SUCEDE ACTUALMENTE CON LOS MAYORES RECURSOS FISCALES?

Durante el año 2005 el Fisco ha estimado un incremento de sus ingresos por concepto de los mayores precios del cobre y del molibdeno del orden de los US\$ 4.200 millones según la Dirección de Presupuesto (cuadro N° 4)⁸. Los mayores ingresos del cobre se reparten en US\$ 2.487 millones por los traspasos de CODELCO y a US\$ 667 millones por la mayor tributación de la minería privada, mientras que los mayores ingresos por concepto del molibdeno alcanzan a alrededor de US\$ 1.097 millones.

Todos estos mayores ingresos totalizan US\$ 4.251 millones aproximadamente, los cuales no deberían utilizarse en aumentar la demanda agregada, ya que ello generaría presiones para elevar la tasa de interés, afectando de esa manera a la baja al tipo de cambio.

Asimismo, la mayor oferta de dólares en el mercado haría que marginalmente mediante las expectativas, los privados ajustaran su portafolio, lo que incidiría en el tipo de cambio. Esto significa que al observar al sector público en forma consolidada (Fisco-Banco Central) el aumento neto de activos debe ser igual a los mayores excedentes fiscales en dólares, de manera que el efecto sea nulo sobre el tipo de cambio.

En el cuadro siguiente se puede observar el estado del sector público consolidado en moneda extranjera a noviembre del 2005.

⁸Basado en la presentación del Ministro de Hacienda al Senado, Diciembre 2005.

Cuadro N° 4
Sector Público Consolidado: Estimación de Fuentes y Usos a partir
de la Información Pública sobre Activos y Pasivos en Moneda
Extranjera (a noviembre del 2005*)

	US\$MM	%PIB
I. Fuentes de Excedentes en Moneda Extranjera	4.251	3,8
Ingresos extraord. Codelco por precio Cu mayor a US\$ c/lb 93	2.487	
Ingresos extraord. Codelco por precio Molibdeno mayor a US\$ 15/lb	1.097	
Ingresos extraord. por mayor tributación de minería privada	667	
II. Variación Activos Netos en moneda extranjera	1.516	1,8%
Aumento de Activos	3	0,0%
Reservas Internacionales	8	0,0%
Otros Activos Internacionales (Banco Central)	-5	0,0%
Aumento de Pasivos	-1.513	-1,3%
Deuda Externa Gob. Central	-370	-0,3%
Deuda Externa Banco Central	-37	0,0%
PRD+BCD	-2.277	2,0%
Repos	1.171	1,0%
III. SALDO (I-II: Variación Activos Netos en Moneda Extranjera)	2.735	2,4%

Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central de Chile y DIPRES.

En este cuadro se observa que el aumento de activos netos en moneda extranjera (US\$ 1.516 millones) no son suficientes para explicar los mayores ingresos del Fisco en la misma moneda (US\$ 4.251 millones), lo que significa que hay inversiones no detectadas en moneda extranjera por unos US\$ 2.735 millones, o bien se habrían tomado posiciones de activos en moneda nacional, lo que alentaría la demanda agregada y hace retroceder el tipo de cambio.

La opacidad de los antecedentes no permite ser conclusivos, salvo en relación con que se requiere una institucionalización que obligue

* Los mayores ingresos esperados son anualizados, mientras que los demás flujos de activos y pasivos corresponden al período diciembre 2004 a noviembre 2005.

a coordinar las acciones entre el Banco Central y el Fisco, para que la regla de superávit estructural no sólo permita ahorrar en los períodos de mayor bonanza en beneficio de los más estrechos, sino además para que los ahorros en moneda extranjera, originados por los términos de intercambio, colaboren también a neutralizar las fluctuaciones cambiarias. Ello era precisamente lo que sucedía años atrás cuando el Fondo de Compensación del Cobre se depositaba en el Banco Central, aumentando de esta manera las reservas internacionales, o bien se permitía usarlos para prepagar deuda, la que se denominaba en moneda extranjera.

V. POLÍTICAS PÚBLICAS Y TIPO DE CAMBIO

Como el Banco Central tiene como política no intervenir el mercado cambiario, a menos que detecte alguna desalineación de los fundamentos del tipo de cambio, se genera la oportunidad para poner énfasis en soluciones alternativas a la de intervenir el mercado cambiario a través del Banco Central. Entre ellas destacan: la política fiscal, políticas que incentiven la salida de flujos de capital y políticas microeconómicas. Pero antes de explicar cada una de las propuestas debemos entender cuáles son los fundamentos del tipo de cambio real y así poder comprender como afectarían las propuestas mencionadas.

El tipo de cambio real se ve afectado principalmente por:

- a) Gasto Público: a mayor gasto público mayor es la presión relativa sobre los bienes no transables y, por lo tanto, mayor presión para que se aprecie el tipo de cambio real. Si tal como señalan los últimos estudios (Cerdeña et al 2003), la composición del gasto público no difiere mayormente del privado, el efecto antes expuesto se reduciría, aunque igualmente como el gasto público es parte del gasto total se afectaría al TCR por el efecto que el gasto total tiene sobre este.
- b) Términos de Intercambio: a mejores términos de intercambio, mayor es el retorno en dólares de las exportaciones netas. Por lo tanto, el país es relativamente más rico, lo que aumenta el consumo, el que a su vez presiona los precios de los bienes no transables, disminuyendo de esa manera el tipo de cambio real.
- c) Brechas de crecimiento entre Chile y el resto del mundo: si Chile crece más rápido que el resto del mundo, el peso se vuelve relativamente más fuerte que las otras monedas, reflejando el mejor desempeño de Chile, lo que disminuye el tipo de cambio real.
- d) Trabas Regulatorias: a mayores trabas regulatorias mayores distorsiones se producen en la economía, haciéndola de esta manera menos productiva. Ello terminará por afectar la competitividad del país y, por lo tanto, provocará que el nivel de precios de los bienes no transables sea mayor, lo que generará una baja del tipo de cambio real.

Como los términos de intercambio no se pueden controlar, las propuestas que siguen se basan en los otros tres determinantes del TCR, esto es: gasto público, trabas regulatorias y políticas microeconómicas que afectan la tasa de crecimiento del país.

5.1 POLÍTICA FISCAL

En vista de la creciente preocupación sobre el nivel y evolución del tipo de cambio real, se han comenzado a plantear posibles políticas para evitar que siga cayendo. Ayudaría en esta línea incrementar el ahorro público, lo cual es consistente con corregir el efecto molibdeno en las cifras fiscales. Esto significa reconocer que dicho componente de ingresos no es permanente y de acuerdo al espíritu de la regla fiscal, deberían ser ahorrados, ya que tal como se explicó en la sección IV, la regla de superávit estructural señala que cuando la economía crece por sobre su potencial el gasto público debe crecer a tasas menores con la finalidad de que sea contra cíclico, lo que es equivalente a aumentar el ahorro público.

Al ahorrarse dichos recursos, en lugar de gastarlos, provocarán una menor presión relativa en el consumo de bienes no transables, lo cual a su vez generara menor presión en los precios de los bienes no transables, con lo que el tipo de cambio real tendería a subir (o por lo menos a detener su caída)⁹.

El fundamento teórico de la propuesta está en diversos estudios que han encontrado que la relación entre gasto público y tipo de cambio real es negativa. Las elasticidades encontradas son las siguientes:

Autores	Rango
Arrau, Chumacero y Quiroz (1992)	entre -0,8 y -2
Marshall y Schmidt Hebbel (1994)	no distintas de 0
Schmidt Hebbel y Serven (1996)	entre 0 y -0,67

Luego Arellano – Larraín (1996) encuentran una semielasticidad de -3,6, lo cual es cuestionado por otro estudio (Sjaastad 1998), que señala que con un tratamiento estadístico más riguroso desaparecería ese efecto.

⁹ Lo cual es cierto si y sólo si el consumo de gobierno es más intensivo en bienes no transables que el consumo privado.

Autores	Rango
Arellano y Larraín (1996)	-3,6

Finalmente, estudios más recientes también encuentran valores negativos:

Autores	Rango
Valdés- Délano (1998)	entre -2,6 y -3
Céspedes- De Gregorio (1999)	entre -1,0 y -3

Un último estudio (Cerdeña, Donoso, Lema 2003) concluye que el efecto composición del gasto fiscal prácticamente no tendría ningún efecto, ya que el gasto público tendría básicamente una composición parecida al privado, siendo el efecto a lo más $-0,005$. Esto significaría que ante un aumento del 1% en el gasto/PIB el TCR, por efecto composición, debería caer como máximo en 0,5%. Tal menor resultado se debería a que los estudios anteriormente señalados utilizan el TCR con PPP¹⁰, mientras que los autores recurren a una medición diferente, que según ellos es más representativa del TCR efectivo¹¹.

Si bien los autores encuentran que el efecto composición del gasto es cercano a cero, también consideran que el efecto de un aumento en el gasto con relación al producto afecta negativamente la trayectoria del TCR. Específicamente, un aumento del 1% en el gasto con relación al producto genera una apreciación real en promedio de un 1,4%.¹²

Esto nos señala que en períodos donde el consumo privado y la inversión crecen fuerte, como el actual, el gasto fiscal debería

¹⁰ El PPP (*Purchasing Power Parity*) sirve para comparar el costo promedio de los bienes y servicios entre países. Es una estimación del tipo de cambio requerido para igualizar el poder de compra de las diferentes monedas, dados los precios de los bienes y servicios de los distintos países.

¹¹ Los autores definen el TCR basado en el IPC subyacente y en el índice de precios de importaciones (excluyendo petróleo, pero incluyendo aranceles, desestacionalizado).

¹² La magnitud de este fenómeno, conocido como efecto Salter-Swan, diferirá según los niveles de desempleo y del tamaño relativo del sector transable imperantes en la economía.

disminuir para que, entre otras cosas, el gasto total no afectase negativamente el TCR.¹³

1) Propuesta específica: Incorporar permanentemente a la regla de superávit estructural las variaciones de ingreso producto del molibdeno.

Esta medida de ajuste tiene dos implicancias importantes: primero, va en la dirección de fortalecer el carácter anticíclico de la regla fiscal, y segundo, tendría un efecto positivo sobre el tipo de cambio real al disminuir la presión sobre los precios de los bienes no transables.

El ajuste a la regla de superávit estructural es importante para el tipo de cambio real, porque dicha regla fue creada el 2001 con la finalidad de que el gasto público fuese contra cíclico; es decir, que tuviese tasas de expansión más altas en los momentos en que la economía se encontrase bajo su tendencia y haría lo inverso cuando la economía tuviese un buen desempeño.

Como los ingresos del gobierno están creciendo sobre su potencial, se esperaría compensarlo con un aumento en el ahorro público. Entonces, un incremento en el ahorro público implicaría disminuir la presión relativa sobre los precios de los no transables, lo que repercutiría en un incremento del tipo de cambio real, aumentando de esta forma la competitividad del país.

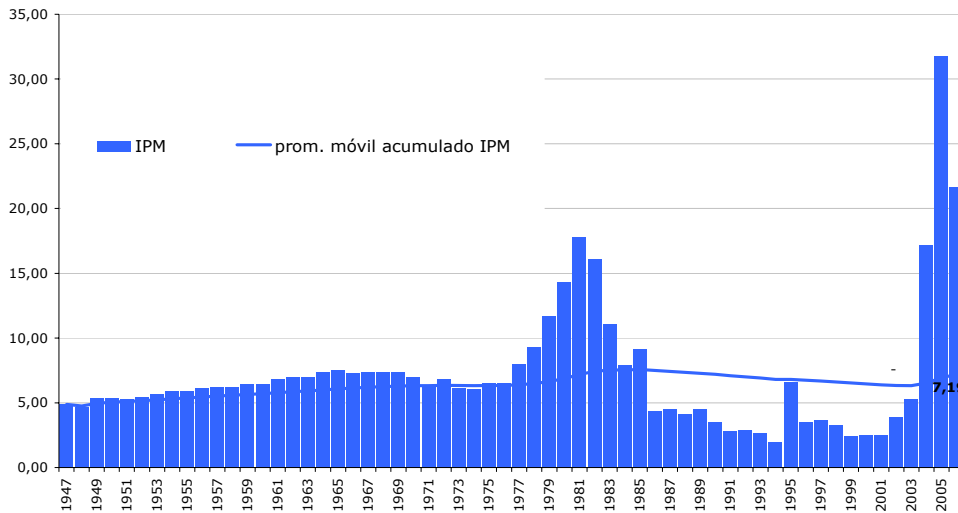
El ajuste que propondremos a continuación surge a raíz de que el efecto del molibdeno en las cuentas fiscales se ha vuelto relevante, porque el precio de este mineral se ha duplicado entre el año 2004 y el 2005 (gráfico N°6), reportando alrededor de US\$ 1.000 millones adicionales a las arcas fiscales, lo que representa alrededor de un 1% del PIB.

Estos mayores ingresos no estaban incluidos en la regla de superávit estructural, lo cual nos señala que si se hiciese el ajuste, obtendríamos como resultado que al superávit estructural deberíamos restarle alrededor de un 1% del PIB por concepto de los mayores ingresos del molibdeno (cuadro N° 4), monto que en

¹³ Se podría dar el caso de que el consumo privado se expandiese en mayor cuantía, debido a que la disminución del gasto fiscal podría generar un aumento en el endeudamiento privado, de manera tal que el efecto sobre el TCR podría terminar siendo el mismo, sólo cambiando más gasto privado por menor gasto público.

definitiva dependerá del precio de largo plazo que se considere para el molibdeno.

Gráfico N°6
Precio del Molibdeno
(US\$ del 2005/lb)



Fuente: Molybdenum Statistics. Kelly y Magyar (2003).

El ajuste propuesto consiste en ahorrar los mayores ingresos del molibdeno. Para ello, es necesario conocer el precio de largo plazo de dicho mineral, el cual según diversos expertos se situaría entre US\$ 7 a US\$ 15 la libra, dependiendo de si se considera o no que hay un cambio estructural en el comportamiento del cobre y de otros metales, dentro de los cuales se encuentra el molibdeno. En el gráfico N° 6 se muestra el precio real histórico del molibdeno y su promedio móvil, el cual resulta en valores cercanos a los US\$/lb 7. Una vez determinado el precio de largo plazo se obtiene la diferencia respecto de su valor corriente y se multiplica por la producción de molibdeno con lo cual se obtiene un monto que fluctúa entre el 1,5% y 1,1% del PIB en 2005 según se utilicen valores de 9 o 15 US\$ la libra respectivamente.

De acuerdo a estimaciones de Libertad y Desarrollo¹⁴, la incorporación del molibdeno a la regla fiscal provocaría un ajuste en el superávit estructural como sigue:

¹⁴ Taller Macroeconómico, Octubre 2005. "Una mirada al presupuesto".

Cuadro N°5

Nuevo ajuste del molibdeno para
precios de largo plazo alternativos

Precio molibdeno (U\$/lb)	5,00	9,02	15,00
2001	0,21%	0,53%	1,00%
2002	0,10%	0,35%	0,73%
2003	0,01%	0,27%	0,66%
2004	-0,87%	-0,56%	-0,11%
2005	-1,77%	-1,51%	-1,11%
2006	-1,03%	-0,80%	0,45%

*Porcentajes del producto, esto es, 1% implica un punto porcentual
Fuente: Libertad y Desarrollo.

Es preciso institucionalizar un perfeccionamiento a la regla, incorporando oficialmente un procedimiento para definir el precio de largo plazo ya sea mediante medias móviles predefinidas o a través de otros mecanismos transparentes y externos al Ministerio de Hacienda.

Con todo, y con un índice de tipo de cambio real de 100, tendríamos entonces, que un *shock* positivo de términos de intercambio de 5% llevaría al tipo de cambio real a 95, lo cual se vería mitigado con el ahorro propuesto por efecto del molibdeno del orden del 1% del PIB que podría llevar el tipo de cambio a 97.¹⁵

5.2 REFORMAS MICROECONÓMICAS

En una economía pequeña y abierta, el precio de los transables está definido por su oferta y demanda mundial, mientras que el precio de los no transables depende del equilibrio y de las políticas internas. Dado esto, es crucial generar políticas que aumenten la eficiencia, esto es, que mejoren la asignación de recursos y así mejoren la productividad nacional, lo cual provocará un incremento en el tipo de cambio real, haciéndonos entonces más competitivos respecto al resto del mundo.

¹⁵ Cálculo realizado con el promedio simple de las elasticidades reportadas.

Dentro de las políticas microeconómicas que cabe destacar, para lograr dicho objetivo, están aquellas que facilitan la salida de flujos de capital y las políticas sectoriales pro eficiencia.

5.2.1 Flujos de capital

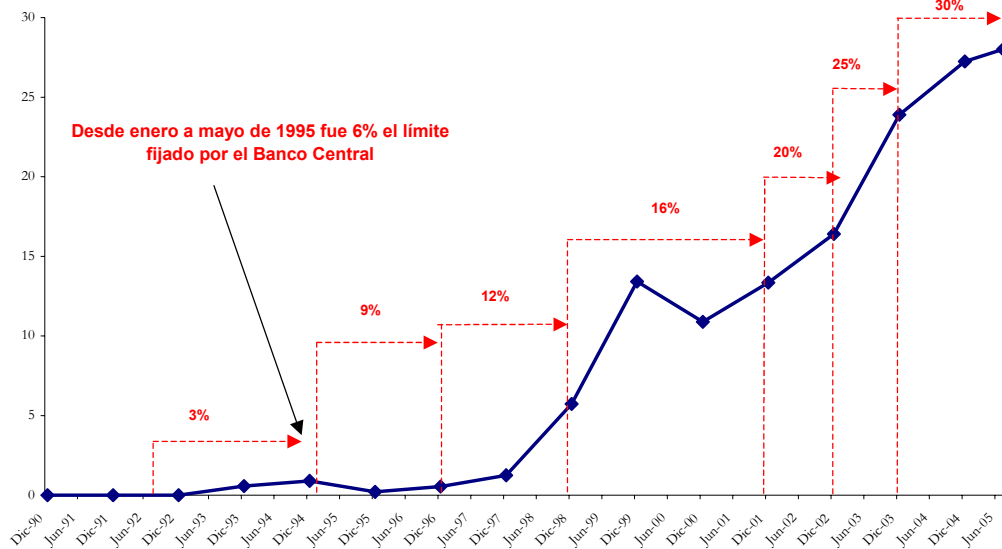
Facilitar la salida de flujos de capital beneficia al tipo de cambio real por dos frentes. El primero es que al facilitar la existencia de una demanda neta por dólares se generará una disminución de la oferta relativa de dicha moneda respecto de la moneda nacional, lo que provocará una apreciación del tipo de cambio nominal, con el consiguiente efecto sobre el tipo de cambio real. El segundo es que la eliminación (o disminución) de las trabas para la salida de dólares al exterior provocará una reasignación de los recursos de manera tal de hacer más eficientes a los mismos, aumentando de esta manera la productividad, lo cual afectará positivamente al tipo de cambio real al disminuir la presión de los precios de los bienes no transables.

Dentro de este tipo de políticas destacan tres en particular:

1) Permitir que la reserva técnica de los bancos se invierta en el extranjero: Actualmente los bancos sólo pueden invertir en reservas técnicas en documentos del Banco Central o de la Tesorería a vencer en menos de 90 días. Se propone autorizar a los bancos invertir sus reservas técnicas en instrumentos líquidos en moneda extranjera de bajo riesgo, autorizados por el Banco Central, esto es en papeles de Bancos Centrales extranjeros, en organismos internacionales o empresas privadas que a lo menos tengan una clasificación de riesgo similar a la del Estado de Chile y tengan vencimiento de corto plazo o alta liquidez. Esto permitiría diversificar riesgos y generar una demanda neta por dólares, lo que ayudaría al tipo de cambio real.

2) Permitir el aumento del límite de inversión de fondos en el extranjero de las AFP: Actualmente a las AFP se les permite invertir como máximo el 30% de sus fondos de inversión en el extranjero, límite que actualmente está cerca de estar copado (27,9% a julio del 2005) y que ha venido creciendo fuertemente en los últimos años, tal como se observa en el cuadro siguiente:

Gráfico N° 7
Evolución de la inversión de las AFP en el extranjero y los límites máximos permitidos (como % del total de los fondos)



Fuente: Superintendencia de AFP.

Asimismo, se observa que desde fines de 1996, cada vez que se eleva el límite máximo de inversión en el extranjero como porcentaje de los fondos (línea punteada del gráfico N° 7) aumenta de manera importante la inversión materializada en el exterior. Ello refleja que existen instrumentos relativamente atractivos para invertir afuera, o lo que es lo mismo, el mercado local es relativamente caro para invertir.

A las AFP también se les permite un tope máximo por fondo para la inversión en moneda extranjera sin cobertura cambiaria, límites que presentan holguras respecto de su nivel actual (cuadro N° 6).

Cuadro N°6
Información sobre Operaciones de Riesgo en Moneda Extranjera*

	Límite % Fondo de Pensiones Moneda Extranjera sin cobertura**	% del Fondo de Pensiones sin cobertura
A	40%	19,1%
B	25%	12,4%
C	20%	13,6%
D	15%	5,9%
E	10%	3,6%
Total		12,8%

* A Octubre del 2005.

** Límite máximo de moneda extranjera que puede estar sin cobertura

X% significa que los recursos invertidos en moneda extranjera en el fondo A, no pueden sobrepasar el X% del valor total del Fondo de Pensiones.

Fuente: Superintendencia de AFP.

Esto sugiere que si se amplía el límite máximo de inversión en el extranjero, y dada la evolución mostrada en el gráfico N° 7, las AFP demandarían más dólares para poder invertir fuera, dólares que podrían o no estar cubiertos.¹⁶

De salir 100% cubiertos no existiría demanda neta por dólares, por lo que no habría efecto por dicho frente. Sin embargo, existiría un beneficio relacionado con la mejor asignación de recursos que se produciría en la economía, que tal como fue explicado previamente, sería beneficioso para el tipo de cambio real.

De no salir 100% cubierto (por ejemplo, de mantenerse la actual proporción de cobertura por fondo) si se produjese una demanda neta por dólares y además se generaría una mejor asignación de los recursos respecto de la situación original (con el límite del 30%). Se ha argumentado que la ampliación del límite del 30% de inversión en el exterior sería perjudicial para los pensionados, ya que se les estaría traspasando el riesgo cambiario a ellos. En realidad la ampliación del límite implica remover una traba regulatoria que no permite la más eficiente asignación de los

¹⁶ Un factor que refuerza esta política, es que dos AFP, que en conjunto representan más del 30% de los fondos, están absolutamente topadas con el límite del 30% de inversión de fondos en el extranjero.

recursos en la economía y en la medida en que se remueve una distorsión lo que hacemos es aprovechar una coyuntura para remover una regulación que está impidiendo la mejor estructura de cartera en beneficio de los pensionados.

3) Disminuir gradualmente el arancel general y perfeccionar los tratados de libre comercio: Esto es porque al disminuir los aranceles, los bienes transables se hacen relativamente más baratos que los no transables con el consiguiente aumento en su demanda relativa, de esta manera se puede producir una menor presión relativa sobre el precio de los bienes no transables permitiendo una posible depreciación del peso chileno¹⁷.

A Octubre del 2005 el arancel general era de 6% mientras que el efectivo era de 2%¹⁸. Nuestra propuesta consistiría en disminuir gradualmente el arancel general del 6% actual hasta un 2%, realizándolo en un 1% al año durante 4 años, y perfeccionar los tratados de libre comercio, especialmente con América Latina, por ejemplo, a través de la incorporación de mecanismos de solución de controversias para fomentar la salida de capitales chilenos al exterior.

5.2.2. Políticas Sectoriales

Entre estas destacan:

1) Políticas de simplificación del sistema exportador:

Un país competitivo debe contar con un Estado moderno, eficiente, transparente y dinámico para responder adecuadamente a la rápida evolución del mundo actual, por ello es indispensable generar políticas que apunten en esa dirección. Más aún cuando en estudios internacionales observamos que nos estamos quedando atrás respecto de los países que compiten con Chile. Un claro ejemplo se presenta en el cuadro siguiente, donde Chile requiere de casi el doble de días para exportar que Estonia y el triple de Finlandia y Nueva Zelandia, y requiere más del triple de firmas que Estonia y Nueva Zelandia y más del doble que Finlandia.

¹⁷ Esto no elimina la posibilidad de que la rebaja arancelaria también tenga un efecto marginal sobre los bienes no transables por la disminución de costos de ciertos insumos.

¹⁸ Cámara de Comercio de Santiago. Informe Económico Semanal del 3 de Enero del 2006.

Cuadro N°7
Burocracia que Afecta la Competitividad

	Exportar			Importar		
	Documentos Nr.	Firmas Nr.	Tiempo Días	Documentos Nr.	Firmas Nr.	Tiempo Días
Chile	6	7	23	8	8	24
N. Zelanda	5	2	8	9	2	13
Estonia	5	2	12	5	5	14
Finlandia	4	3	7	3	1	7

Fuente: Doing Business Indicators 2006.

Por lo tanto, entre las tareas pendientes se debe hacer una eliminación de regulaciones que nos lleve a los estándares de los países señalados, dentro de lo que destaca: flexibilizar la administración pública, fomentar el control interno y externo del Gobierno, rendición pública de cuentas, creación de judicatura tributaria, mejoramiento de la infraestructura digital, integración de los procesos para evitar duplicidad de funciones, tender hacia un gobierno sin papeles, perfeccionamiento de los mecanismos de gestión de las empresas públicas, entre otros.

2) Políticas Laborales:

Es necesario flexibilizar el mercado laboral, para de esta manera generar más y mejores empleos. Esta flexibilización no implica precarizar el empleo, si no que significa reconocer la heterogeneidad de los actores participantes del mercado laboral (trabajadores y empresas) de manera tal de permitir la mejor asignación de recursos posible.

Dentro de las tareas pendientes esta el facilitar las jornadas de trabajos parciales y horarios flexibles, salarios mínimos diferenciados, reemplazo de una parte de la indemnización por años de servicio por seguro de desempleo con mayores beneficios, entre otros.

3) Políticas Tributarias:

Al respecto se debe favorecer el ahorro y evitar la doble tributación a la inversión. Este tipo de políticas es crucial, ya que Chile se encuentra inserto en un mundo global, y por ende compete con todos los países del mundo. Dado ello, es necesario atraer capitales a Chile que den empleos y que dejen los recursos pagados en impuestos, pero impuestos competitivos y que incentiven la inversión, no impuestos que ahoguen y destruyan la capacidad de innovar y crear. Asimismo, es importante aumentar la eficiencia en la recaudación y en la utilización de los recursos antes de pensar en un aumento de los impuestos.

Tareas pendientes: estabilidad en las reglas del juego lo cual incluye establecer los tribunales tributarios quitándole al Servicio de Impuestos Internos (SII) el rol de juez y parte. Aumentar la competencia entre los bancos mediante la disminución del impuesto de Timbres y Estampillas, reducir las tasas marginales máximas que encarecen la hora marginal trabajada, extender el actual mecanismo de contabilidad y tributación simplificada contenido en el artículo 14 bis de la ley de la renta a las PYMES que vendan hasta 25.000 UF anuales, entre otros.

VI. CONCLUSIONES

La evolución reciente del tipo de cambio está generando preocupación en diversos sectores de la economía nacional, dentro de los cuales destacan los exportadores y los sustituidores de importaciones. Dicha preocupación ha provocado una cierta presión ante el Banco Central para que intervenga en el mercado cambiario; sin embargo este no ha reaccionado y se espera que no reaccione en tanto no existen indicios de que se esté dando alguna distorsión irreal en el mercado, evento que haría intervenir al Banco Central.

En el caso de que interviniese, su efecto no debería perdurar mucho tiempo, por lo que, al igual como lo señala la evidencia, lo único que sucedería sería que el Banco Central sufriría una pérdida de reservas. Más todavía, la evidencia tiende a señalar que aún no existe consenso acerca de la utilidad de las intervenciones. Sólo en trabajos recientes hay evidencia de que el Banco Central afectaría el tipo de cambio nominal mediante el efecto de los anuncios de intervención sobre las expectativas. Con todo, la evidencia sí es clara en señalar que las intervenciones del Banco Central sólo afectan al tipo de cambio nominal y transitoriamente al tipo de cambio real si es que logran sorprender al mercado, efecto que se diluye al ajustarse las expectativas.

Bajo este escenario se plantean soluciones alternativas que apuntan a detener el deterioro del tipo de cambio real. Las propuestas son dos: una de política fiscal y la segunda de carácter microeconómico que se subdivide en dos: una de flujos de capitales y la otra de políticas sectoriales pro eficiencia. La primera apunta a corregir la regla de superávit estructural mediante la incorporación de los ingresos provenientes del molibdeno, los cuales se podrían ahorrar, ayudando de esta manera a la depreciación del tipo de cambio. La segunda apunta a facilitar las inversiones en el exterior a través de incentivar la salida de dólares hacia otros países, y la tercera pretende hacer más eficientes diversos sectores de la economía, tales como el exportador y el mercado laboral, entre otros, para mejorar la asignación de recursos y así aumentar la productividad y competitividad del país.

VII. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Arellano, S. y F. Larráin (1996) “Tipo de Cambio Real y Gasto Público: Un modelo Econométrico para Chile”. Cuadernos de Economía Año 33, N°98. pp 47-75.

Arrau, P., J. Quiroz y R. Chumacero (1992) “Ahorro Fiscal y Tipo de Cambio Real”, Cuadernos de Economía. N°98, Año 29, Diciembre.

Broer, T. y B. Domenichetti (2004) “Explicación del movimiento del tipo de cambio ¿Qué aporta el diferencial de tasas?”. Notas de Investigación. Vol. 7, N°3, Diciembre. Banco Central de Chile.

Céspedes, L.F. y J. De Gregorio (1999) “Tipo de cambio real, desalineamiento y devaluaciones: teoría y evidencia para Chile”. Mimeo.

Cerda, R., A. Donoso y A. Lema (2003) “Fundamentos del tipo de cambio real en Chile”. Documentos de Trabajo. Pontificia Universidad Católica de Chile. N° 244.

De Gregorio, J. y A. Tokman (2004) “El miedo a flotar y la política cambiaria en Chile”. Documentos de Trabajo. Banco Central de Chile N° 302.

Domínguez, K. y J. Frankel (1990) “*Does foreign-exchange intervention matter? Disentangling the portfolio and expectations effects for the mark*”. Working Paper N°17, NBER, Marzo.

Domínguez, K. y J. Frankel (1993) “*Does foreign-exchange intervention matter? The portfolio effect*”. *American Economic Review* N°83(5): 1356-69.

Jurgensen, P. (1983) “*Report of the working group on exchange rate intervention*”. *Washington Treasury Department*.

Lucas, R. (1972) “*Expectations and the neutrality of money*”. *Journal of Political Economy*.

Marshall, J. y K. Schmidt- Hebbel (1991) “*Macroeconomics of public sector deficits: The case of Chile*”. PRE Workings Paper, The World Bank, WPS 696, Junio.

Mussa, M. (1981) *“The role of official intervention”*. New York, Group of Thirty.

Neely, C. (2001) *“The practice of Central Bank intervention: Looking under the hood”*. Documento de Trabajo de la Reserva Federal de St. Louis 2000-028”.

Ramaswamy, R. y H. Samiei (2000) *“The yen-dollar rate: Have interventions mattered? IMF Working Paper N° 00/95.*

Sarno, L. y M. Taylor (2001). *“Oficial interventions in the foreign exchange market: Is it effective and, if so, how does it work?”* *Journal of Economic Literature* 39(3): 839-68.

Schmidt-Hebbel, K. y L. Servén (1996) *“Ajuste fiscal y tipo de cambio bajo expectativas racionales en Chile”*. Análisis empírico del tipo de cambio en Chile, editado por F. Morandé y R. Vergara. Centro de Estudios Públicos, ILADES/Georgetown. Santiago.

Sjaastad, L. (1998) *“Comment on Tipo de cambio real y gasto público: Un modelo econométrico para Chile”*. Cuadernos de Economía. N°104, Año 35, Abril.

Tapia, M. y A. Tokman (2004) *“Effects of foreign exchange intervention under public information: The chilean case”*. Documentos de Trabajo. Banco Central de Chile N°255.

Valdés, R. y R. Délano (1998) *“Productividad y tipo de cambio real en Chile”*, Documento de Trabajo 38, Banco Central de Chile. Diciembre.

Serie Informe Económico

Últimas Publicaciones

- Nº 163** **“Gobiernos Locales, La Percepción de la Gente”. Resultados de la Encuesta Nacional**
Bettina Horst
Diciembre 2005.
- Nº 164** **Como Asignar Recursos Escasos en Frecuencias de Vuelos y Espectro Radioeléctrico**
María de la Luz Domper
Diciembre 2005
- Nº 165** **Reflexiones sobre Desarrollo Minero**
Hernán Büchi
Enero 2006