

# ¿Qué Hacemos con el Dólar?

**La pregunta crucial hoy día es si la economía chilena tiene espacio para acomodar bajas del Tipo de Cambio Real como las descritas o adicionales, dada la caída en la productividad que se viene registrándose estos últimos años. La respuesta es a todas luces negativa y, de aquí, lo válida de la actual preocupación del Gobierno y de los sectores exportadores y sustituidores de importaciones sobre el particular.**

Con valores cercanos a \$ 500, el precio del dólar ha sufrido una caída de más de \$ 40 pesos desde fines de junio recién pasado. Como resultado de estos movimientos, los sectores exportadores y sustituidores de importaciones han manifestado su preocupación.

El valor nominal del dólar en Chile está muy ligado al precio internacional del cobre. Asimismo, como el precio de esta materia prima se transa en dólares, está sujeto a las fluctuaciones del valor internacional del dólar respecto de monedas como el euro. En particular, cuando se devalúa la paridad dólar/euro, el precio del cobre sube, manteniendo todo lo demás constante.

Quienes determinan el valor de la paridad dólar/euro en los mercados diariamente son los “traders”. Cuando hay optimismo en los mercados, el apetito por riesgo sube y los inversionistas dejan los refugios más seguros (inversiones en bonos del tesoro norteamericano) y con ello el dólar se devalúa en los mercados

internacionales, lo que a su vez hace subir el precio del cobre. Lo inverso ocurriría con una ola de aversión al riesgo que haga a los mercados refugiarse en el dólar en detrimento del euro. Esto genera una caída en el precio del cobre por las consideraciones anteriormente descritas. Como puede apreciarse en el Gráfico N° 1, en general esto es lo que ha ocurrido en términos de tendencias desde el 2008 en adelante entre las fluctuaciones de la paridad dólar/euro y el precio del cobre a nivel mensual.

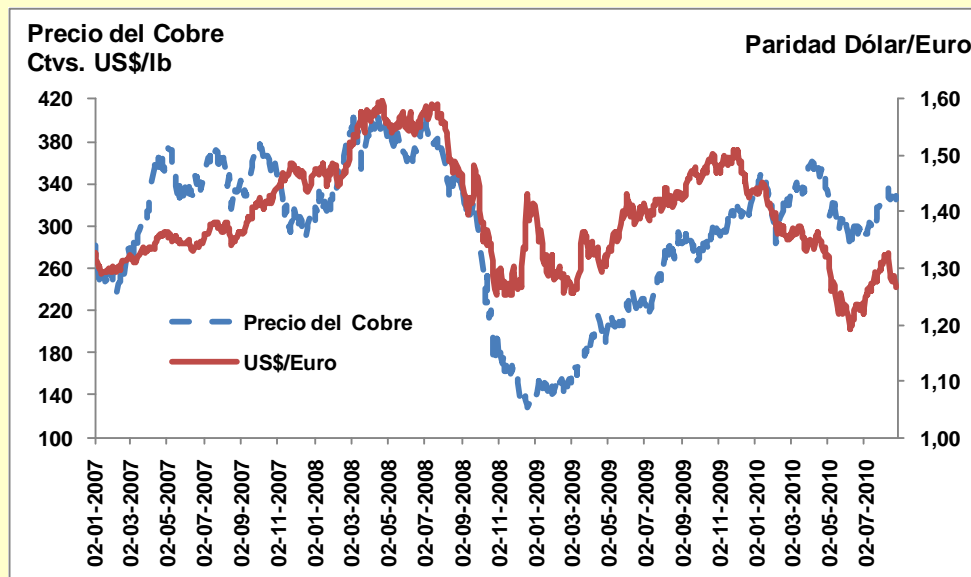
En esta edición:

¿Qué Hacemos con el Dólar?

Ministerio de Desarrollo  
Social: Oportunidad para una  
Mejor Focalización

Gráfico Nº 1

## PARIDAD DÓLAR/EURO Y PRECIOS DEL COBRE (VALORES DIARIOS DESDE 2008 A LA FECHA)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central.

También existen fuerzas fundamentales de más largo plazo. Un ejemplo de esto lo constituye la irrupción de China desde comienzos de este siglo como actor pleno en la economía y el comercio mundial, y que se ha traducido para países como Chile en un nuevo gran demandante de cobre, elevando sustancialmente los retornos que obtiene por sus exportaciones de este producto en una perspectiva más de mediano plazo.

### Lo Ocurrido en los Últimos dos Meses

A las preocupaciones que comenzó a generar la economía de EE.UU. por la débil recuperación del empleo y persistencia de baja actividad inmobiliaria, se sumó una tranquilidad relativa en Europa por mejores cifras económicas (que siguen con rezago a las de EE.UU.) y a la buena recepción de los resultados de los stress test. En este escenario, la paridad dólar/euro se devaluó un 8% entre el 30 de junio y el 10 de agosto recién pasados, para llegar a 1,32.

Acorde con lo anterior, el precio del cobre subió a 328 centavos de dólar la libra, es decir, un alza de un 11% en igual período y el valor del dólar en Chile cerró ese 10 de agosto a un nivel de \$ 513, que se traducía en una caída de algo más de un 6% desde fines de junio.

Frente a esto, el mercado ha comenzado a testear a las autoridades económicas sobre una posible voluntad de intervención, llevando el dólar a los pocos días a niveles bajo los \$ 510. Declaraciones de las autoridades mostrando preocupación por su valor causaron una leve pausa y muy luego se reactivó la apuesta a testear otro nivel simbólico, el de los \$ 500. Así, a mediados de la semana pasada se superó esa barrera psicológica brevemente, lo que gatilló una reunión muy difundida entre autoridades del Ministerio de Hacienda y del Banco Central, todo lo anterior en un contexto en que la paridad dólar/euro estaba ahora fortaleciéndose contrariamente a la tendencia del dólar en Chile. En los últimos días, el dólar se ha acercado a \$ 500, con una relación dólar- euro, cercana a 1,27. Lo que no ha variado mayormente es el precio del cobre desde el 10 de agosto, lo que puede significar que este precio clave se ajustará en una magnitud no menor en los próximos días o, en su defecto, rebotará otra vez el euro.

El alza del dólar en los mercados internacionales frente al euro en los últimos 15 días parece explicarse por el inicio de una generalizada corrección a la baja en el crecimiento de las economías desarrolladas. Es probable que de mantenerse estas noticias negativas se produzca una caída del precio del cobre más que un fortalecimiento del dólar afuera, ya que lo anterior traería consigo un menor apetito por riesgo en los mercados. De producirse lo anterior, tendremos un respiro en la tendencia del dólar, pero nadie sabe cuánto durará esto.

Posibles intervenciones por parte del Banco Central no se pueden descartar, como su mismo Presidente lo acaba de señalar en una reciente conferencia. La intervención realizada en abril de 2008 cumplió su objetivo, ya que evitó que siguiera cayendo el valor del dólar en Chile frente a un escenario internacional que se iba a complicar, como sucedió, y que se tradujo en definitiva en un importante rebote al alza del dólar. Se evitaron así muchas quiebras en el sector exportador de haber llegado el dólar a valores bajo los \$ 400, como era la amenaza en dicha oportunidad. El margen de acción para el sector exportador es menor que el de esa época, tanto por un tema de productividad, como veremos, como por una situación económica mundial, que hasta ese momento era bastante favorable.

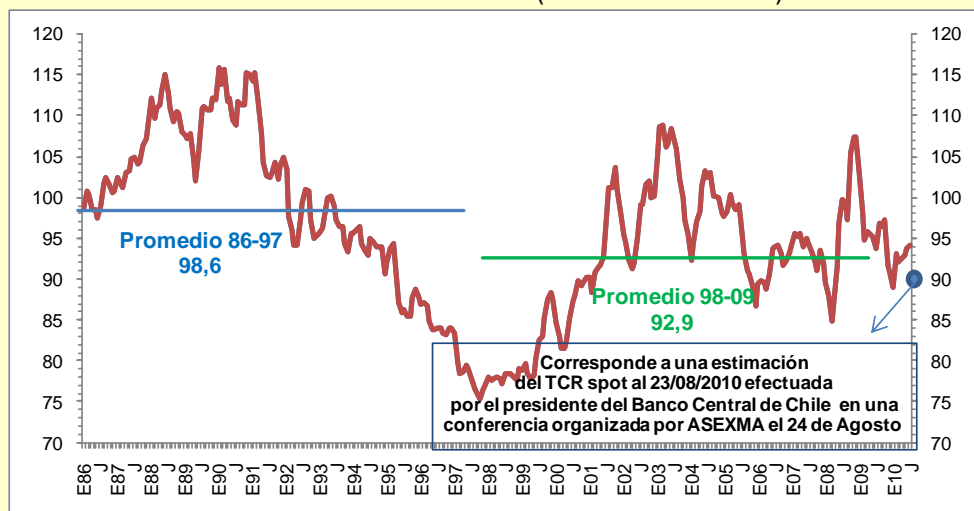
## **Definición Estratégica y el Valor del Tipo de Cambio Real**

Chile escogió hace casi cuatro décadas un modelo de desarrollo basado en las exportaciones y en la sustitución eficiente de las importaciones. El actual Presidente ha reafirmado en su programa de Gobierno, así como en recientes declaraciones, que lo anterior se mantiene. Esto no está en discusión y es la pieza clave para el logro del estatus de país desarrollado hacia el 2018. El éxito de dicho modelo requiere de un adecuado nivel para el Tipo de Cambio Real (TCR), que es la medición que importa para la asignación de los recursos y que corresponde a un precio relativo entre los

sectores transables y no transables de la economía. Formalmente se define como el Tipo de Cambio Nominal multiplicado por el precio de los transables y dividido por el de los no transables. Depende de variables reales y no monetarias. Por esto, elevar los niveles de ahorro, controlar el crecimiento real del gasto público, continuar con las privatizaciones y la apertura al exterior y mejorar la eficiencia de la gestión pública son todas herramientas para mantener elevado y estable este precio clave.

¿Qué ha ocurrido con el Tipo de Cambio Real durante los últimos años y más recientemente? En el Gráfico Nº 2 se puede observar que en el período de oro de la economía chilena, entre 1986 y 1997, cuando logramos un crecimiento promedio del PIB de 7,6%, el valor promedio del TCR fue de 98,6. En los doce años siguientes, período en que el crecimiento promedio de la economía fue de 3,3%, el valor del TCR cayó a 92,9, un 5,8% más bajo que el anterior. Más recientemente, pero esta vez incorporando la caída del dólar nominal estos últimos días, el Presidente del Banco Central acaba de estimar que el nivel del TCR spot para el día 23 de agosto recién pasado sería de 90, es decir, otra caída adicional de 3,1% respecto del promedio 1998-2009.

Gráfico Nº 2  
TIPO DE CAMBIO REAL (ÍNDICE 1986=100)



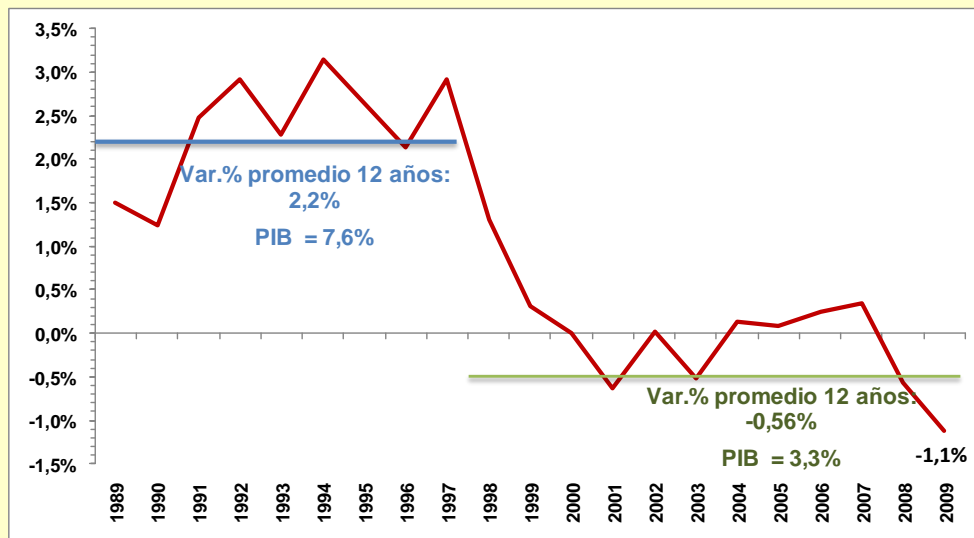
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central.

## La Tarea Pendiente: Productividad

Las intervenciones cambiarias pueden evaluarse cuando hay la convicción de que el valor spot se aparta de su valor de tendencia. Hoy día no tenemos claridad acerca de este último valor y la pregunta crucial es si la economía chilena tiene espacio para acomodar bajas del TCR como las descritas o adicionales, dada la caída en productividad que viene

registrándose estos últimos años. La respuesta es a todas luces negativa y, de aquí, lo válida de la actual preocupación del Gobierno y de los sectores exportadores y sustituidores de importaciones sobre el particular.

Gráfico N° 3  
CHILE: PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES  
(VAR.% PROMEDIO 4 AÑOS ANUALIZADOS)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Central.

Como se puede apreciar en el Gráfico N° 3, la Productividad Total de los Factores (PTF) creció en promedio un 2,2% en el período 1986-1997 y pudo acomodar perfectamente la fuerte caída del tipo de cambio real que se produjo en la segunda parte de ese período. Hoy día la realidad es muy distinta. La PTF se calcula que cayó en promedio un 0,56% en el período 1998-2009 y lo hizo en el último cuatrienio de ese período un 1,1%. Revertir esta tendencia es difícil y más aún llevarla a registros positivos.

Esta es la verdadera tarea para este Gobierno. Volver a materializar tasas de crecimiento de la PTF positivas y de niveles de 1,0% a 1,5% al menos en una primera etapa. Esta es la única forma de que el objetivo de un crecimiento promedio alto y sostenido, de 6,0% o más, se materialice en definitiva y traiga consigo aumentos permanentes de ingresos y bienestar a la población.

Un primer aporte en este sentido, serán las decisiones que se tomen en materia de gasto fiscal en los próximos meses en el diseño del Presupuesto y en el mediano plazo, los avances en reformas que permitan dar un salto en productividad.