

# Presupuesto y Tipo de Cambio Real: La Necesaria Austeridad Fiscal

**Considerando la importancia del tipo de cambio real en la estrategia de desarrollo, la deseabilidad de un carácter anticíclico de la política fiscal y la necesidad de recuperar en el mediano plazo el equilibrio estructural, el crecimiento real del gasto debería ser equivalente al del PIB de tendencia, de entre 4% y 5%.**

Durante septiembre, la política fiscal adquiere una relevancia especial, producto de la pronta discusión de la Ley de Presupuestos para el año entrante.

Independiente de las consideraciones micro que analizan en detalle las necesidades sectoriales por ministerio e institución, la política fiscal tiene impactos macroeconómicos muy importantes que no pueden dejarse de lado en la discusión presupuestaria. Entre éstos, los más relevantes son los impactos en precios, es decir, en la combinación de inflación, tasas de interés y tipo de cambio.

Estas tres variables se relacionan entre sí, por lo que no pueden considerarse en forma independiente. El análisis del tipo de cambio real incorpora los efectos que se generan en estas tres variables macro, por lo que centrando el análisis en su comportamiento en relación a la política fiscal, se abarca probablemente el impacto macro más importante de ésta.

Es sabido que el nivel del gasto público tiene impactos en el comportamiento del tipo de cambio real, por cuanto la estructura de gasto del sector público difiere de la del sector privado. La primera tiene un sesgo mucho más marcado hacia el gasto en bienes no transables, por lo que un aumento del gasto público presiona al sector no transable, generando una caída en el tipo de cambio real. Si bien no existe consenso sobre la magnitud de este impacto, diversos estudios sitúan la elasticidad gasto público – tipo de cambio real (en el largo plazo) en rangos que fluctúan entre 0 y  $-3.8^1$ . La elasticidad es función del grado de apertura de la cuenta de capitales, por lo que en las circunstancias actuales es probable que el valor efectivo se encuentre más

### En esta edición:

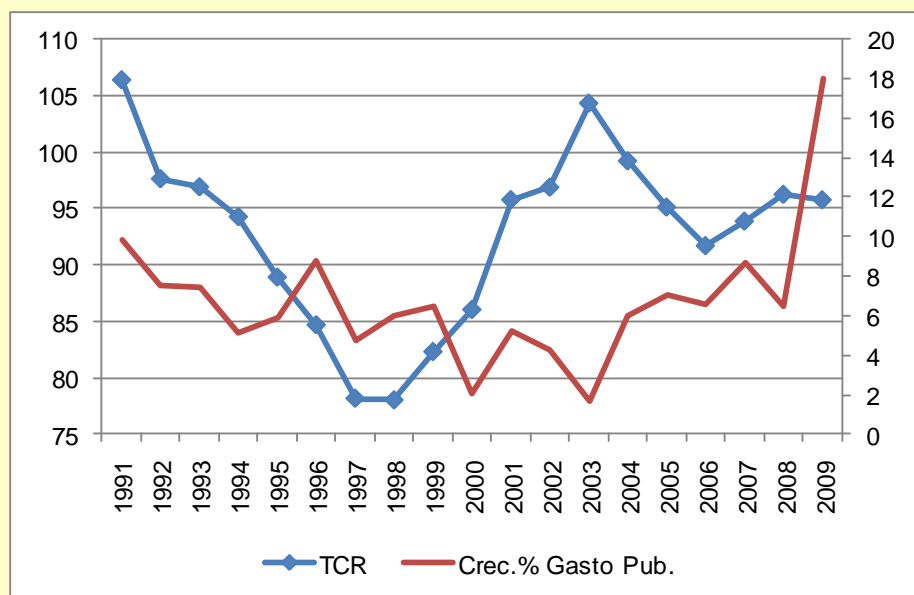
Presupuesto y Tipo de  
Cambio Real:  
La necesaria austeridad fiscal

Alta Tensión en el  
Conflicto Mapuche:  
Avances y Retrocesos

cercano a los niveles más altos (en valor absoluto) de esta elasticidad. Tomando un valor promedio, por cada punto que aumenta la relación gasto público/PIB, el tipo de cambio real caería cerca de un 2% (Gráfico N° 1).

Gráfico N° 1

## GASTO PÚBLICO Y TIPO DE CAMBIO REAL



Fuente: Elaborado a partir de datos de la DIPRES.

Si consideramos entonces que entre 2005 y 2010 la importancia del gasto público en el PIB aumentó en más de cinco puntos porcentuales, tenemos que eso explicaría una caída de tipo de cambio real cercana al 10%. Este efecto negativo en el tipo de cambio real podría ser en parte neutralizado con la calidad del gasto público, en términos de su aporte al crecimiento de la productividad. Sin embargo, éste no habría sido el caso, a juzgar por la tendencia levemente negativa que mostró la productividad en esos años.

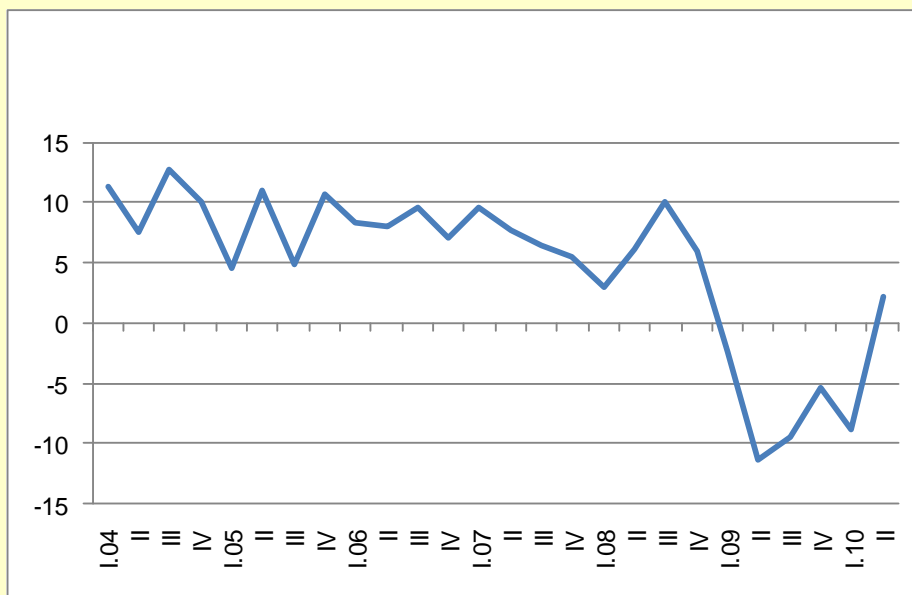
### Tipo de Cambio Real y Desarrollo Económico

En el largo plazo, el nivel del tipo de cambio real está determinado por la productividad relativa de los sectores transables y no transables, por el nivel de gasto agregado y por la composición de este gasto. Vemos entonces que no es un precio que se pueda establecer a un nivel deseado por las autoridades, sino que responde a los equilibrios macroeconómicos. Si es un precio de equilibrio y no una variable de política, ¿por qué entonces la presión sobre las autoridades monetarias y fiscales para que tomen cartas en el asunto cuando el tipo de cambio muestra una tendencia decreciente? Establezcamos primeramente que para una economía pequeña y con un reducido crecimiento poblacional, la integración al resto del mundo es una condición necesaria para el desarrollo económico. El

país requiere exportar para poder importar productos que, por un tamaño de escala, no se pueden producir en forma competitiva. Nuestra principal ventaja competitiva se encuentra en la industria del cobre, por lo que si se pudiera asegurar que el precio del cobre se va a mantener para siempre en los niveles actuales (en términos reales) y que la producción y los costos en esta industria también se mantendrán inalterados, el nivel del tipo de cambio real no debería ser un tema de preocupación. Sin embargo, ese no es el caso, por lo que no sería una estrategia de desarrollo razonable en el largo plazo. Sigue siendo importante entonces mantener un nivel de tipo de cambio real tal que permita a otros sectores exportadores ser competitivos. ¿Existe actualmente un problema en este aspecto? La respuesta no es evidente, ya que el nivel actual del tipo de cambio real es un 3% inferior al promedio de los últimos diez años y similar al promedio de los últimos 20. Si se analiza de acuerdo al quantum de las exportaciones no cobre, dejando de lado los efectos de la crisis de 2009, no parece existir una tendencia clara a la desaceleración del crecimiento en los últimos años, aunque efectivamente el quantum exportado crece a un ritmo muy inferior al del período 1986-1997 (“la docena de oro”, ver Gráfico Nº 2). Sí parece existir una tendencia a la desaceleración en el quantum exportado del rubro industrial, que podría indicar que en este sector se estarían produciendo problemas de competitividad (ver Gráfico Nº 3), que no tienen que ver con la crisis del año pasado, ya que la caída en el ritmo de crecimiento se inició en 2004.

Gráfico Nº 2

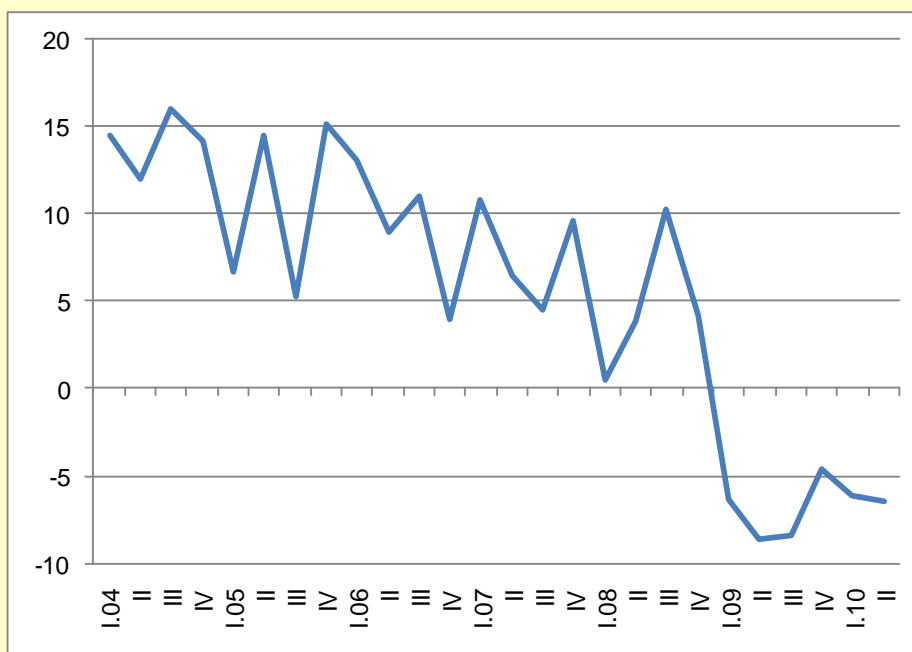
EXPORTACIONES NO COBRE (CRECIMIENTO % EN QUANTUM)



Fuente: Banco Central.

De lo anterior podemos concluir que aún no parecen existir daños evidentes a la competitividad del sector exportador, pero sí podría haberlos si se mantiene una tendencia decreciente en el tipo de cambio real. Es deseable entonces que el mix de política fiscal y monetaria contribuya a la estabilidad del tipo de cambio real.

Gráfico N° 3  
EXPORTACIONES INDUSTRIALES (CRECIMIENTO % EN QUANTUM)



Fuente: Banco Central.

En la práctica esto significa un crecimiento del gasto público moderado, en línea con el crecimiento del PIB de tendencia, con un énfasis, en términos de los destinos del gasto, en elevar la productividad, y que al mismo tiempo permita una política monetaria menos contractiva. Algunos parlamentarios de la oposición han planteado que no aprobarán un aumento del gasto público inferior al 9% real. Esto significa, con un crecimiento del PIB en torno a un 6%, que el tipo de cambio real podría caer entre un 2% y un 3%, lo que afectaría negativamente la competitividad de rubros exportadores intensivos en mano de obra, dañando la estrategia de desarrollo de nuestra economía.

## Política Fiscal, Política Monetaria y Tipo de Cambio

Frente a procesos de apreciación de nuestra moneda, como el que hemos vivido en los últimos dos meses, se suele pedir la intervención del Banco Central, a pesar de que éste sólo puede afectar el nivel del tipo de cambio

nominal, pero no el nivel del tipo de cambio real, que es el verdadero determinante de la competitividad. Si el Banco Central interviene en el mercado comprando moneda extranjera, debe esterilizar la emisión de pesos a través de mayores tasas de interés, que generan ingreso de capitales, deprimiendo el tipo de cambio. La política monetaria entonces no afectaría el nivel de equilibrio del tipo de cambio, sino sólo su trayectoria de corto plazo. **Si una política fiscal más austera deja espacio a una política monetaria menos contractiva, y de esta forma permite tasas de interés más bajas, se atenúa el incentivo al ingreso de capitales externos, contribuyendo a la estabilidad del tipo de cambio real. Adicionalmente, tasas de interés bajas constituyen de por sí una excelente política social.**

La anterior es otra forma de ver la contribución que hace una política fiscal prudente a la competitividad de la economía. En este punto parece importante señalar que la discusión sobre el financiamiento fiscal, que suele estar en el centro de las discusiones sobre política fiscal y tipo de cambio, equivoca el foco. El tipo de cambio real no depende de la forma de financiamiento del gasto público, sino de su nivel. Esto, desde el punto de vista teórico es conocido y aceptado, pero parece dejarse de lado cuando se discute el aporte que puede hacer la política fiscal al comportamiento del tipo de cambio. Es efectivo que para que esta conclusión sea correcta, es necesaria la existencia de una cuenta de capitales abierta y bajo riesgo país, pero ambos supuestos son totalmente aplicables a la realidad chilena actual. Se suele plantear que el financiamiento en moneda nacional es preferible al financiamiento en moneda extranjera (ya sea deuda o venta de activos), ya que no presiona el mercado de divisas. Sin embargo, ¿quién compra esa deuda en pesos? Con una cuenta de capitales abierta, el financiamiento será principalmente externo, por lo que el efecto en el tipo de cambio es el mismo que si el financiamiento fuera en dólares directamente.

Se reitera entonces que lo relevante para la competitividad de la economía es el nivel de gasto público, y no cómo se piensa financiar. **Si realmente el presupuesto fiscal 2011 quiere hacer una contribución en materia de competitividad externa, el gasto público no debiera crecer más allá del PIB de tendencia, es decir, no más de un 4% ó 5% real.**

### Política Fiscal y Ciclo Económico

El argumento de la competitividad no es el único para justificar una política fiscal con un sesgo de austeridad para 2011. Dada la prociclicidad de los ingresos fiscales en Chile, se ha establecido como deseable un carácter contracíclico de la política de gasto público para colaborar de esta forma con la estabilidad macroeconómica. Este objetivo es el que está en el centro de la Ley de Responsabilidad Fiscal, que estableció la política del

equilibrio fiscal estructural. **De la misma forma como hubo un apoyo transversal a una política monetaria expansiva en 2009, debería generarse ahora un consenso sobre la moderación del ritmo de crecimiento del gasto**, para atenuar los efectos del expansivo gasto privado que se registraría este año y el próximo. Dejando fuera el anómalo comportamiento de los inventarios, el gasto privado de consumo e inversión crecería más de un 10% este año y el próximo, por lo que **no existe justificación macroeconómica para un presupuesto expansivo, que en este escenario podría aumentar las presiones inflacionarias.**

Se suma a lo anterior el reciente reconocimiento de un déficit estructural mayor a lo que se estimaba (de 1,2% del PIB en el 2009 a 3,1%), lo que obliga a un crecimiento del gasto público menor a lo que permite el crecimiento de los ingresos estructurales, de tal forma de lograr reducir ese déficit al 1% del PIB en 2014, tal como se ha propuesto el actual Gobierno. De no ser así, se vería seriamente cuestionada la credibilidad de la regla estructural y, por ende, el riesgo soberano.

## Conclusión

En términos de objetivos macroeconómicos, la Ley de Presupuestos del 2011 debe centrarse en un objetivo de moderación del crecimiento del gasto, tanto para atenuar las presiones bajistas sobre el tipo de cambio real, como para ser consistente con el objetivo de un comportamiento anticíclico del gasto y además tender a recuperar el equilibrio estructural. No tiene justificación alguna un crecimiento del gasto público de 9% real o superior. **Considerando la importancia del tipo de cambio real en la estrategia de desarrollo, la deseabilidad de un carácter anticíclico de la política fiscal y la necesidad de recuperar en el mediano plazo el equilibrio estructural, el crecimiento real del gasto debería ser equivalente al del PIB de tendencia, entre 4% y 5%.**

Desde el punto de vista microeconómico, el mejor aporte que puede hacer la política fiscal al desarrollo económico es acentuar los objetivos de contribución al crecimiento de la productividad. Las políticas públicas pueden hacer mucho en pro de este objetivo, principalmente a través de las políticas educacionales, laborales y regulatorias.

---

1 Se considera el gasto público en términos del PIB. "Fundamentos del Tipo de Cambio Real en Chile", Cerda, R., Donoso, A., Lema, A., Documento de Trabajo IEUC Nº 244, Junio 2003.