

Políticas

Macroeconómicas

para el Desarrollo

con Estabilidad

• Manuel Agosin

El marco de la política macroeconómica actual es adecuado. Sin embargo, se requieren algunas innovaciones para fortalecer la política fiscal y para que el tipo de cambio sea menos volátil de lo que es en la actualidad. Este artículo aborda sugerencias para ambas dimensiones de la política macroeconómica del país. Tratamos ambas porque, obviamente, están fuertemente entrelazadas. Lo que se haga en lo fiscal, particularmente en el manejo de los excedentes del cobre, tiene un importante efecto en lo cambiario.

El esquema de política macroeconómica actual

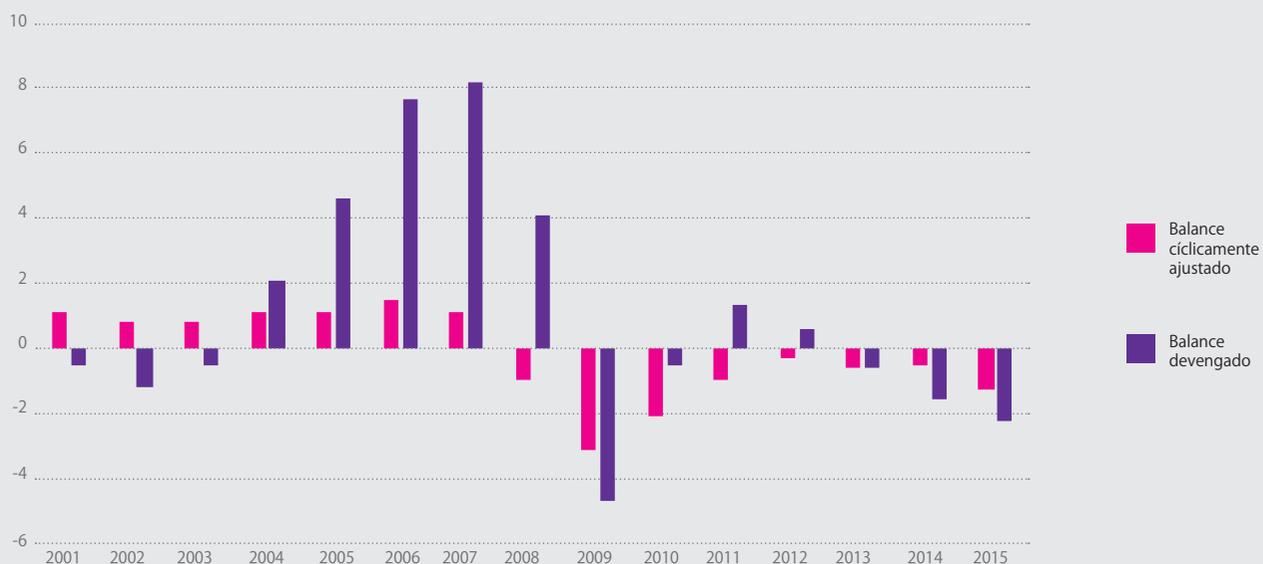
En lo medular, la política macroeconómica de Chile desde fines de la década del noventa ha consistido en la mantención de un balance fiscal cíclicamente ajustado y la adopción de una política monetaria de metas de inflación, lo que requiere de su acompañamiento por un tipo de cambio nominal flexible (vale decir, determinado por el mercado). En 2001, el objetivo de balance fiscal se estableció como un superávit de 1% del PIB. Esta cifra fue disminuida a 0,5% en 2007 y luego, durante la administración del Presidente Piñera, se optó por una regla de

balance.

En cuanto a la política monetaria, a partir de 1999 se fijó una banda de tolerancia de la inflación de 2-4% en un horizonte de dos años, lo que desde entonces determinó los movimientos de la tasa de interés de política monetaria. El tipo de cambio flexible reemplazó al régimen cambiario de bandas reptantes (que se ajustaban por el diferencial entre la inflación nacional y la internacional) que había regido, de una manera u otra, desde 1985.

Este conjunto coherente de políticas ha dado muy buenos resultados en cuanto a la estabilidad de las cuentas fiscales, la calificación internacional de riesgo y la estabilidad de precios. Pero no ha estado exento de problemas, particularmente en lo fiscal y en lo cambiario. En lo fiscal, el Fisco se atuvo a la regla de superávit cíclicamente ajustado entre 2001 a 2007 (ver gráfico 1). A partir de la crisis internacional de 2008, hubo un deterioro de cuentas fiscales que no ha podido corregirse hasta la actualidad, incluso durante el retorno de los altos precios del cobre (2010-2013). Debe consignarse que, durante la crisis de 2008-2009, el Fisco tuvo un comportamiento fuertemente anti cíclico y contó con recursos disponibles en el fondo soberano (Fondo de

Gráfico 1: Balance Cíclicamente Ajustado y Efectivo, 2001-2015 (como % del PIB)



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 2: Tipo de cambio nominal y real, CLP por USD, 1990-2016, a precios de enero 2000



Fuente: Banco Central de Chile. Se define al tipo de cambio real como el precio nominal del dólar multiplicado por el índice de precios de bienes terminados en Estados Unidos y dividido por el índice de precios al consumidor en Chile, ambos con base en enero de 2000.

Estabilización Económica y Social, FEES) para gastar más que los límites requeridos por la regla fiscal.

En lo cambiario, el período desde la adopción de la flexibilidad ha sido uno de extrema volatilidad nominal y real (definiendo el tipo de cambio real como el tipo de cambio nominal deflactado por el diferencial de inflación entre Chile y sus principales socios comerciales). A partir de fines de los noventa, cuando la inflación en el país convergió a los niveles observados en los países desarrollados, la volatilidad cambiaria real se debió fundamentalmente a la volatilidad nominal del tipo de cambio (ver gráfico 2).

Una política macroeconómica para el desarrollo con estabilidad

El esquema de política macroeconómica requiere de algunos ajustes que preserven de mejor manera la estabilidad en el largo plazo y favorezcan la diversificación de la economía. En lo fiscal, esto puede hacerse ajustando la política fiscal, en primer lugar, de manera de retomar el balance cíclicamente ajustado (vale decir, un déficit de cero) y, en un plazo razonable (2023), con el objetivo de recuperar un superávit cíclicamente ajustado de 1% del PIB. Ello se hace necesario para hacer frente a pasivos contingentes del Estado que no aparecen en su hoja de balance (por ejemplo, las garantías a la rentabilidad de las obras concesionadas al sector privado, las garantías implícitas a los depósitos bancarios y las promesas de pensiones mínimas en el pilar solidario).

También es necesario tratar la política fiscal en lo referente al precio del cobre de manera distinta al PIB tendencial. El cobre es un recurso natural no renovable, lo que sugiere que es indispensable ahorrar su rentabilidad no sólo por motivos de estabilidad macroeconómica sino también para anticiparse a su gradual extinción o reemplazo en la demanda mundial por

sucedáneos renovables.

Es importante anotar que la regla fiscal no es más que una restricción autoimpuesta por sucesivos gobiernos y no tiene carácter de ley. Sería conveniente refrendarla con un proyecto de ley que fuese aprobado por el Congreso y que tuviera cláusulas de salida en casos de emergencias, tales como bajas cíclicas de cierta magnitud o desastres naturales.

Durante el Gobierno del Presidente Piñera (2010-14), el ministro de Hacienda constituyó por decreto una Comisión Asesora Fiscal compuesta por cinco destacados economistas con amplia experiencia en temas fiscales y presupuestarios. Esta figura existe en varios países avanzados de la OCDE y cumple un papel importante en velar por el equilibrio fiscal de largo plazo. La Comisión fue mandatada para revisar el presupuesto y las metodologías utilizadas para confeccionarlo, en particular, los supuestos detrás de la estimación del balance cíclicamente ajustado. Desafortunadamente, a esta Comisión no se le dio continuidad ni un papel orgánico dentro del proceso presupuestario. Sería conveniente establecerla por ley y que sus miembros fuesen remunerados por sus servicios.

Recordemos que la regla de balance cíclicamente ajustado representa, de por sí, una política fiscal acíclica. Desde luego, retomar la regla ya constituiría un progreso. Pero lo que se requiere es una política anti cíclica. Esto significa que el objetivo de balance estructural en sí mismo debería depender de la posición cíclica de la economía. A modo de ejemplo, si se decidiera retornar a un superávit cíclicamente ajustado de 1% del PIB en el largo plazo, simétricamente, se le debería requerir al Fisco apuntar a un superávit cíclicamente ajustado de, digamos, hasta 3% durante períodos de auge y permitirle un déficit de hasta 1% durante caídas cíclicas.

Asimismo, sería altamente deseable la creación de una nueva institución para apoyar el proceso de toma de decisiones en el

Congreso acerca de las iniciativas que involucren gastos públicos o ingresos tributarios. Esta nueva institución –Centro de Análisis Presupuestario (CAP), que es similar al Congressional Budget Office de Estados Unidos– deberá realizar estimaciones de los impactos en la economía y el presupuesto del Estado que tendrán los proyectos de ley antes que sean discutidos en el Congreso. El CAP no hará recomendaciones de política y será apartidista.

En cuanto a política cambiaria, sería importante que el Banco Central explorara las opciones que tiene a su disposición para disminuir la volatilidad del tipo de cambio. Esta es una sugerencia no exenta de controversia. Algunos opinan que el riesgo cambiario es simplemente un riesgo más que un inversionista en transables (bienes y servicios exportados o competidores con importaciones) debe asumir. Otros proclaman que se debe permitir que los precios relativos (como el precio de las papas) sean determinados por los mercados y que es altamente ineficiente intervenir en ellos. El tipo de cambio no es más que el precio de una unidad de moneda extranjera, expresada en moneda nacional.

Existen dos razones para considerar que el mercado cambiario es diferente. En primer lugar, a diferencia de los precios para bienes individuales, el tipo de cambio afecta a la economía en su conjunto. En una economía pequeña, abierta y muy dependiente de un producto de exportación, la diversificación productiva es clave para el crecimiento. Y para lograrla es importante que el tipo de cambio real no sea demasiado incierto. Para ponerlo gráficamente, una inversión en algún rubro nuevo de exportación puede ser altamente rentable a un precio del dólar que, digamos, exceda \$600. Pero si el potencial exportador sabe, por lo que ha sucedido en tiempos recientes, que se puede encontrar con que el precio del dólar en un horizonte de dos o tres años puede fluctuar entre \$450 y \$750, es poco probable que se arriesgue con su inversión.

Segundo, a diferencia de variables que no son controlables por la autoridad (cambios climáticos, cambios en los gustos de los consumidores, niveles de actividad en mercados extranjeros), la volatilidad del tipo de cambio es susceptible de ser afectada por medidas de política económica. Desde luego, el Banco Central puede fijar el tipo de cambio nominal, pero no puede afectar directamente el tipo de cambio real a través del tipo de cambio nominal excepto a plazos muy breves. Tampoco es conveniente utilizar la tasa de interés para influir sobre el tipo de cambio, porque ella, en un esquema de metas de inflación, está orientada a asegurar que la inflación se mantenga dentro del rango establecido por las autoridades del Banco Central. Por lo tanto, es importante arbitrar otras medidas de política para lograr dar mayor estabilidad al tipo de cambio.

Una de ellas está relacionada al manejo de la abundancia y escasez de divisas proveniente de las fluctuaciones del precio del cobre. En general, la regla que viene siguiendo la autoridad

en materia del precio del cobre es simétrica a la que utiliza para la actividad económica: ahorrar la diferencia entre el precio observado y el de largo plazo, cuando la diferencia entre ambos es positiva, y desahorrarla cuando dicha diferencia es negativa.

La manera de calcular el precio de largo plazo es crucial a los propósitos de cómo se manejan las bonanzas y depresiones en el precio del cobre. Desde que la regla se definió, la estimación del precio de largo plazo que hace el comité de expertos mandatado por el ministro de Hacienda ha tendido a seguir muy de cerca, pero con un rezago, al precio observado. Por lo tanto, en épocas de bonanza, las estimaciones del precio de largo plazo son demasiado elevadas y los ahorros fiscales por este concepto tienden a ser demasiado pequeños. Justo lo opuesto ocurre en períodos de baja. En otras palabras, el Fisco gasta en exceso en períodos de altos precios y no lo suficiente durante períodos de precios bajos. Es quizás por ello que el FEES no acumuló suficientes recursos durante el súper ciclo que bien podrían haberse utilizado desde 2013. Y también ésta es una de las razones por las cuales el tipo de cambio se tiende a apreciar excesivamente durante las bonanzas cupreras y se deprecia dramáticamente durante las caídas del precio del mineral.

Como los recursos mineros son no renovables, los ingresos netos del Fisco por concepto de utilidades provenientes del cobre (o de impuestos a la renta a los privados que participan en su explotación) debieran destinarse a un fondo soberano. Una propuesta reciente es que el Fisco ahorre todos los ingresos netos en divisas (descontando los gastos públicos en divisas) en el fondo soberano y gaste sólo los intereses que devengue el fondo¹.

Ello obviamente tiene implicancias para la tributación en pesos, la que debería financiar esencialmente todo el gasto público en pesos. El fondo soberano deberá contribuir al futuro post cobre de la economía chilena. No es éste el lugar para entrar a ofrecer recetas para ello. Otros países pueden servirnos de ejemplo. Noruega ha logrado acumular un trillón de dólares en su fondo soberano, lo que prácticamente hacen al país independiente de los vaivenes del precio del petróleo.

Existe una segunda variable que afecta el precio de la divisa: los flujos netos de capitales hacia o desde Chile. Sabemos que su comportamiento está determinado no sólo por variables de política o de resultados económicos en el país, sino fundamentalmente por cambios en la liquidez internacional, la cual, a su vez, depende fuertemente de las actitudes hacia el riesgo de los inversionistas internacionales. Quiéraselo o no, los activos financieros chilenos son vistos como de mayor riesgo que, digamos, los bonos soberanos o las acciones blue chip de los países centrales. Cuando aumenta el riesgo en los mercados internacionales, como ocurrió durante la Gran Recesión de 2008-2009, los capitales suelen retirarse de países como el nuestro. Cuando las condiciones en los mercados internacionales de capital son boyantes, las entradas de capital a países como Chile

¹ Véase Fernando Atria, Guillermo Larraín, José Miguel Benavente, Javier Couso y Alfredo Joignant, *El Otro Modelo*, Debate, Santiago, 2013, págs. 333-348. Esta propuesta tiene un parentesco con la regla de Hartwick. La discusión académica del tema puede encontrarse en Hartwick, J. M. (1977), "Intergenerational Equity and the Investing of Rents from Exhaustible Resources", *American Economic Review* 67 (5): 972-74; y F. van der Ploeg (2011), "Natural Resources: Curse or Blessing?", *Journal of Economic Literature* 49(2): 366-420.

suelen ser grandes. Y la iliquidez en los mercados internacionales rápidamente se traduce en salidas abruptas de capitales extranjeros y la no renovación de créditos a deudores nacionales. Dado el pequeño tamaño de nuestro mercado interno de capitales, los flujos netos de capital hacia o desde nuestro país pueden ser muy grandes y desestabilizadores. Ello tiende a producir grandes fluctuaciones en el tipo de cambio nominal y real a los que nuestros exportadores están expuestos.

Estas fluctuaciones suelen ser intensificadas por los comportamientos propios de los agentes en los mercados cambiarios (y, desde luego, de cualquier activo líquido). Simplificando, podemos identificar a dos tipos de agentes. Unos (llamémosle fundamentalistas) son aquellos que apuestan a que el precio de la divisa, una vez que se desvía de los niveles que ellos están acostumbrados a observar, volverá a sus valores anteriores. Por el contrario, otro grupo, que podemos llamar especuladores, apuestan a que una desviación en una dirección (digamos al aumento en el valor del dólar) va a continuar en el futuro. Esto implica que este segundo grupo será comprador del dólar cuando éste esté subiendo (mientras los agentes en el primer grupo serán vendedores). Si el humor del mercado favorece a los segundos en lugar de a los primeros, muchos fundamentalistas se convertirán en especuladores y cualquier desviación en el precio del dólar será amplificada. En otras palabras, los especuladores razonarán que podrán aprovechar el envión para vender luego antes que baje el precio. Este tipo de comportamiento hace que el precio de la divisa sea particularmente propenso a la volatilidad².

Para morigerar estos efectos, se propone que el Banco Central, sin abandonar el régimen de tipo de cambio fluctuante, tenga disponible en su arsenal de políticas algunas herramientas adicionales. En primer lugar, sus distinguidos economistas debieran publicar en forma periódica un informe acerca de las condiciones del mercado cambiario que especifique en qué rango se ubica el tipo de cambio de equilibrio (aquel que se daría en ausencia de los fenómenos especulativos mencionados en el párrafo anterior). Asimismo, el informe debiera incluir una discusión acerca de las condiciones del mercado del cobre, con proyecciones dentro de probables escenarios. Asimismo, deberá ofrecer análisis de las condiciones de liquidez en los mercados internacionales de capital, las variables que las están condicionando, su posible evolución futura y cómo se espera que ellas afecten al tipo de cambio de equilibrio.

El Banco Central se reservaría la opción de intervenir en el mercado cambiario en casos en que el tipo de cambio observado se desviara de una banda de "equilibrio", que podría ser bastante amplia (digamos, 20% para cada lado de su punto central), pero sin comprometerse a hacerlo. La diferencia entre esta sugerencia y el régimen de bandas que imperó entre 1985 y 1999 es que, en este último, el Banco Central se comprometía a comprar divisas

en el piso de la banda y a venderlas en el techo, lo que no haría en el esquema que estamos proponiendo.

Una alternativa sería que el Banco anunciara que podría intervenir en el mercado cambiario, sin estar obligado a hacerlo, cuando las reservas internacionales no se considerasen suficientes o fuesen excesivas. Vale decir, el Banco Central debería tener un rango de seguridad fuera del cual podrá intervenir. Este rango se podría medir en términos de las razones de las reservas internacionales como proporción de la deuda externa de corto plazo y de las importaciones.

Segundo, no debería descartarse la posibilidad de utilizar impuestos variables a los movimientos de capitales, o a reponer el encaje que se utilizó en los noventa, cuando dichos flujos resulten "excesivos", palabra que utilizamos con plena conciencia de su potencial subjetividad. Lo que queremos connotar con ella es situaciones como las experimentadas en particular durante los noventa, en que los capitales netos que ingresaban a la plaza eran imposibles de acomodar en nuestros pequeños mercados internos de capitales sin disrupciones considerables en el tipo de cambio, la liquidez, la tasa de interés y/o los precios de los activos.

Algunos observadores han argumentado que el problema cambiario podría manejarse propendiendo a la profundización de los mercados de derivados cambiarios. Reconociendo que los mercados de derivados están poco desarrollados en nuestro país, es importante recordar que ellos, ni en el mejor de los casos, transan instrumentos largos. Los derivados son útiles no para inversionistas productivos sino para aquellos que necesitan desembarazarse de riesgos de corto plazo, como exportadores que cuentan con órdenes de exportación que son pagaderas a varios meses o importadores que deben afrontar pagos en divisas en un futuro que se mide en meses, no años.

Sin embargo, es posible ser innovador, partiendo con reconocer que la creación de un mercado de derivados cambiarios de largo plazo (digamos, tres años) podría aliviar el problema de la volatilidad cambiaria para potenciales exportadores. Para ello, el BancoEstado podría comenzar a actuar de "market maker" en este tipo de instrumentos para ir acostumbrando a los privados a transar en ellos.

SOBRE EL AUTOR



Manuel Agosin
Decano
Facultad de Economía y Negocios
Universidad de Chile

² Estas conjeturas del comportamiento de agentes heterogéneos en el mercado cambiario se desprenden de un modelamiento del mismo basado en las finanzas conductuales. El lector podrá encontrar una descripción más completa del modelo en Paul De Grauwe y Marianne Grimaldi, *The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 2006. John Williamson hace una excelente revisión de la literatura teórica sobre el tipo de cambio en su "Exchange Rate Economics", Peterson Institute of International Economics, WP 08-3, Washington, DC, febrero 2008. La propuesta que hacemos más abajo está inspirada en este último trabajo.