

El dólar, el cobre y el fisco

Felipe Larrain

Universidad Católica de Chile

Gerente de Planificación y Desarrollo de Negocios en Tanner Corredores de Bolsa

flarrainb@puc.cl

Esta es una columna de opinión preparada por Felipe Larrain (Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, Chile), para el diario chileno El Mercurio (25 de abril, 2006)

La caída del tipo de cambio es, a estas alturas, un tema país; al respecto, hay varias medidas que la autoridad puede tomar para paliar sus efectos.

El cobre no cesa de batir récords. Actualmente, el precio de la libra supera los 3 dólares en la Bolsa de Metales de Londres. Gracias, fundamentalmente, a China, que aporta más del 20% del consumo mundial del mineral. Y el cobre representa el 45% de nuestras exportaciones totales; si le sumamos el molibdeno, cuyo precio ha aumentado 600% en los últimos 2 años, llegamos casi al 55% de nuestras exportaciones. Esto ha inundado a Chile de dólares y ha afectado las expectativas respecto del tipo de cambio, con la consecuente caída en el precio de la divisa.

La apreciación cambiaria ha alentado el debate respecto de si se requiere intervención para frenar la apreciación del peso. Hasta hace muy poco, la autoridad había adoptado una actitud de completa prescindencia. Esto ha cambiado algo en los últimos días, luego de que Hacienda y el SII anunciaron una serie de medidas, las que si bien son bienvenidas, nadie funda grandes expectativas sobre los efectos que puedan tener en el tipo de cambio, al menos en el corto plazo.

Efecto en la economía

El alto precio del cobre nos trae importantes beneficios: aumenta el poder de compra de los chilenos y da a las arcas fiscales una abundancia histórica. Pero también trae problemas a amplios sectores que exportan o compiten con importaciones, y complica la creación de empleo. ¿Qué debe hacer la autoridad?

Desde su peak en febrero de 2003, el dólar ha caído de 745 a 515 pesos, cerca de 30%. En igual período, el peso se ha apreciado 30% respecto del yen y 20% en comparación con el euro. El tipo de cambio real, que corrige por la inflación interna y externa de nuestros principales socios comerciales, ha caído cerca de 20% desde entonces. El ministro de Hacienda dijo que varios países emergentes han sufrido apreciaciones mayores a Chile en el último tiempo; si usted hace el cálculo incluyendo los principales países latinoamericanos, asiáticos, y también Australia, Sudáfrica y Nueva Zelandia verá que sólo el real brasileño se apreció más que nuestro peso. El daño del peso fuerte recae sobre los que sustituyen importaciones y sobre los exportadores de productos no cobre, que sufren la "Enfermedad holandesa", llamada así por la apreciación superior a 40% del florín holandés en los años setenta luego del descubrimiento de depósitos sustanciales de gas. ¿Debiera preocuparnos esta enfermedad? Definitivamente, sí.

Los exportadores de productos agrícolas, forestales e industriales representan casi el 50% de nuestras exportaciones totales. Estos sectores son generalmente muy intensivos en mano de obra. Existen miles de pymes exportadoras (con ventas entre 50 mil y 10 millones de dólares por año), las que, dado su restringido acceso al crédito y a mecanismos de cobertura cambiaria, son particularmente afectadas por el peso fuerte. Sin duda, el problema cambiario es un tema país.

En septiembre de 1999 el Banco Central adoptó la flotación, bajo la cual el tipo de cambio lo determina el mercado y el Banco Central sólo interviene excepcionalmente. Este arreglo cambiario, unido al esquema de metas de inflación y a la regla fiscal han traído importantes beneficios para Chile. Por ende, debiera descartarse volver a las bandas o a intervenciones recurrentes de la autoridad para manejar el tipo de cambio.

Propuestas

Chile ya pagó cara la rigidez cambiaria en el pasado. Sin embargo, la flotación pura (sin intervención) prácticamente no existe en el mundo y no tiene por qué ser un dogma. Además, la responsabilidad no es sólo del Banco Central. Existen otras medidas que son beneficiosas en sí (éste es el primer test para cualquier medida que se proponga) y que también contribuyen a evitar una apreciación adicional del peso.

Actualmente, las AFP están restringidas a invertir el 30% de los fondos de pensiones en el extranjero, pudiendo excederse levemente en el corto plazo. Relajar o eliminar esta restricción es una medida beneficiosa en sí, al contribuir a diversificar esa cartera. Además, contribuirá a frenar la caída del precio del dólar, ya que las AFP sólo cubren una parte del riesgo cambiario.

También podría reducirse el arancel general de 6% a las importaciones. Con ello, se profundizaría el proceso de integración comercial y se reduciría la desviación de comercio de nuestros acuerdos comerciales. Esta medida trae beneficios en sí misma y apoya el tipo de cambio.

Si el Banco Central se transformara en un actor protagónico en el mercado cambiario, ello desvirtuaría la flotación y podría generar un conflicto con su meta de inflación. Sin embargo, la actual coyuntura ha puesto en el debate su política de reservas internacionales. Bajo la flotación limpia que hoy opera, el stock de reservas internacionales se mantiene bastante estable; en una economía que crece, esto significa que las reservas caen como proporción de las importaciones. En febrero de 2003 las reservas equivalían a unos 13 meses de importaciones; hoy cubren menos de 6 meses. No hay consenso sobre el monto óptimo de reservas, pero indudablemente este tipo de indicadores no deben seguir cayendo en el tiempo, lo que llevaría en algún momento a que el BC aumente sus reservas en forma compatible con su programa monetario.

Recordemos también que en la época de fuerte depreciación del peso, el Banco Central colocó en el mercado unos US\$2.000 millones en pagarés reajustables en dólares, de los cuales cerca de la mitad vence en 2007. Estos se colocaron para frenar la depreciación del peso; hoy se justifica ampliamente no renovarlos o -eventualmente- rescatarlos anticipadamente. Hace poco, el presidente del Banco Central la mencionó como una idea posible.

La política fiscal ha hecho una importante contribución para controlar la apreciación del peso. Durante 2005, el superávit fiscal llegó a 4,8% del PIB y este año puede superar el 6%. Este gran ahorro fiscal frena el incremento de la demanda interna y, con ello, la apreciación cambiaria. Sin embargo, la aplicación de la regla de superávit estructural llevará a revisar el precio del cobre de referencia utilizado para calcularla. Actualmente se considera un precio de 99 centavos la libra para calcular los ingresos estructurales del Gobierno. Dado el alto precio actual del mineral, resulta esperable que dicha revisión lleve a un alza significativa en el precio del cobre de mediano plazo, lo que aumentará significativamente los recursos disponibles del Ejecutivo para gastar. Así, un precio de referencia de \$1,50 permitiría un aumento del gasto público de unos US\$ 3 mil millones. Conviene aquí que el fisco limite (o gradúe) esta expansión del gasto, y que lo anuncie cuanto antes.

Asimismo, el fisco debe crear un fondo para invertir sus excedentes en un portafolio internacional que le genere ingresos permanentes. El principal precedente es el fondo noruego, creado para invertir parte de los grandes excedentes generados por el sector petrolero. El ministro Velasco, adecuadamente, ha anunciado la creación de un fondo de este tipo, cuyos detalles desconocemos.

Conclusión

El boom actual del precio del cobre junto con la depreciación del dólar a nivel mundial han apreciado nuestra moneda, llevando el precio del dólar a niveles cercanos a los 500 pesos. El bajo tipo de cambio impacta negativamente a los exportadores no-cobre -sector intensivo en mano de obra-, con potenciales consecuencias sobre el crecimiento, diversificación y nivel de empleo de nuestra economía. Por ello, éste es un tema país. Si bien no se justifica que el Banco Central sea el principal actor en la solución del problema, un régimen de flotación no impide tomar otros tipos de medidas -que son beneficiosas en sí- para frenar una mayor apreciación.

El alto precio del cobre traerá abundancia de fondos al fisco; por ello, es central ahorrar parte importante de estos recursos en el exterior y limitar los incrementos de gasto público.

