

El dólar frente al elevado precio del cobre y a la excesiva liquidez mundial.



AGENDA

- (I) Tipo de Cambio Real (TCR): determinantes y perspectivas
- (II) Tipo de Cambio Nominal (TCN): determinantes y perspectivas
- (III) Conclusiones

(I) Tipo de Cambio Real: equilibrio y determinantes

➤ TCR de equilibrio

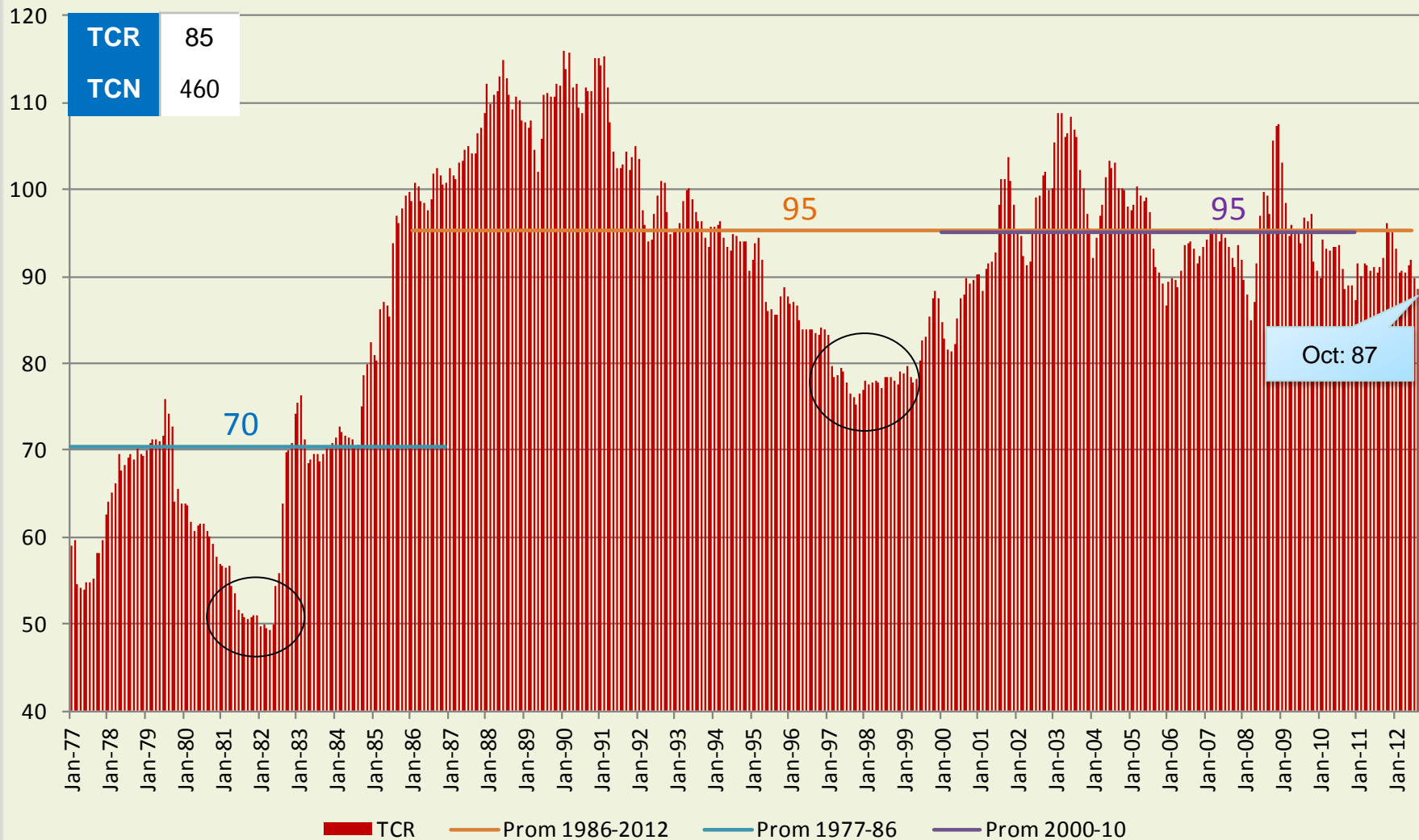
1. Aquel con el cual el saldo de la **cuenta corriente de la balanza de pagos** se financia con una entrada neta **sostenible** de capitales externos.
2. **El TCR medido en el mercado puede (y suele) no ser de equilibrio** durante un largo período de tiempo.
3. Si **el TCR se mantiene por mucho tiempo desalineado** de su valor de equilibrio, **genera perniciosos efectos sobre la economía**, los que requieren **de largos y dolorosos procesos de ajuste**.
4. Ejemplos: las crisis macroeconómicas de 1981/1982 y 1998/1999.

➤ Determinantes del TCR de equilibrio

1. Diferencial de **ganancias de productividad** entre Chile y sus socios comerciales.
2. Precios de exportación e importación: **términos del intercambio**.
3. **Solvencia externa**.
 - a. Flujos: Cuenta corriente de la balanza de pagos.
 - b. Stocks: Deuda externa neta.

(I)

Tipo de Cambio Real (TCR): 1977 a 2012



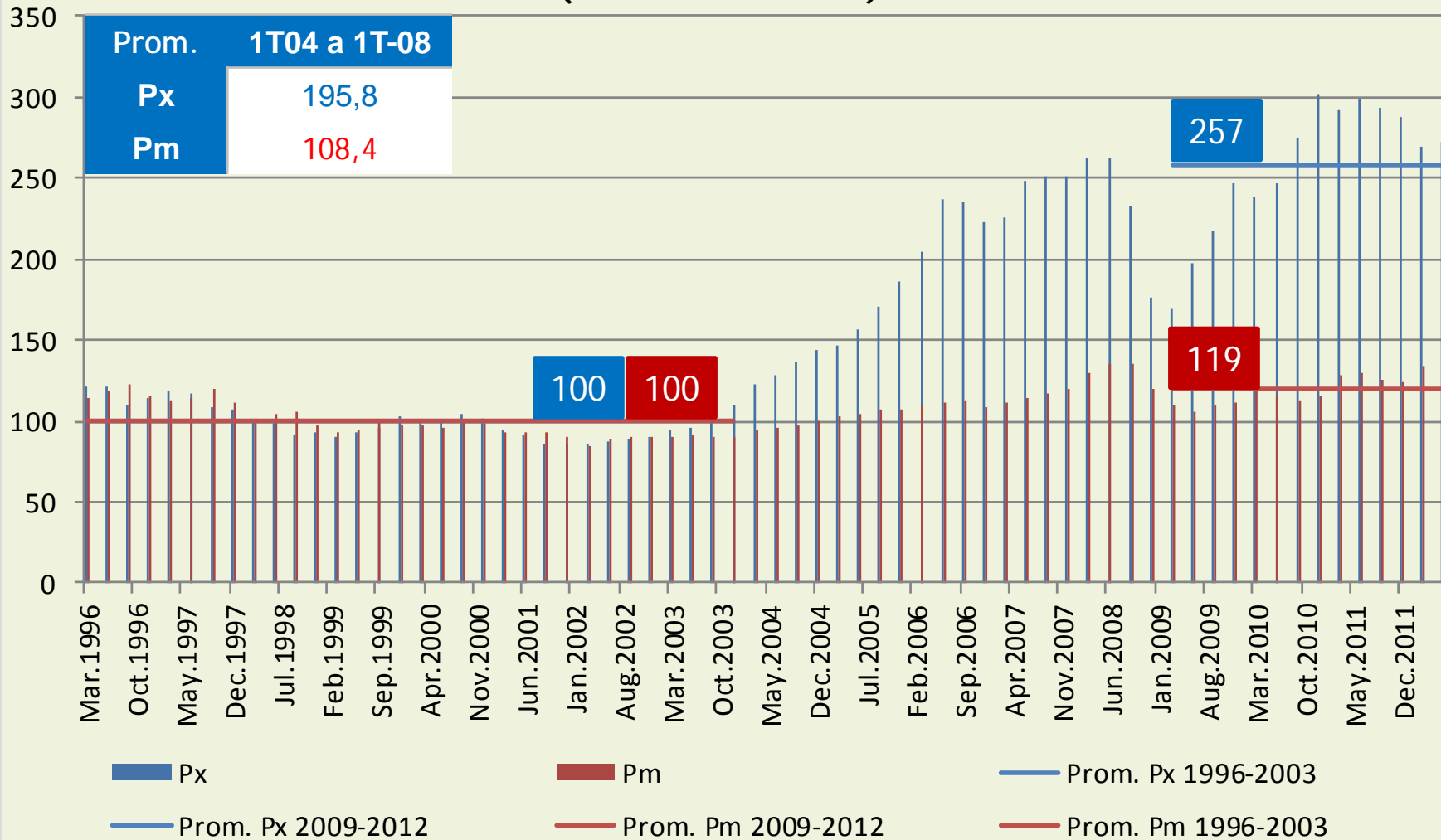
Fuente: BCCh a agosto de 2012.

Zahler & Co.

(I)

Términos de intercambio: Px y Pm

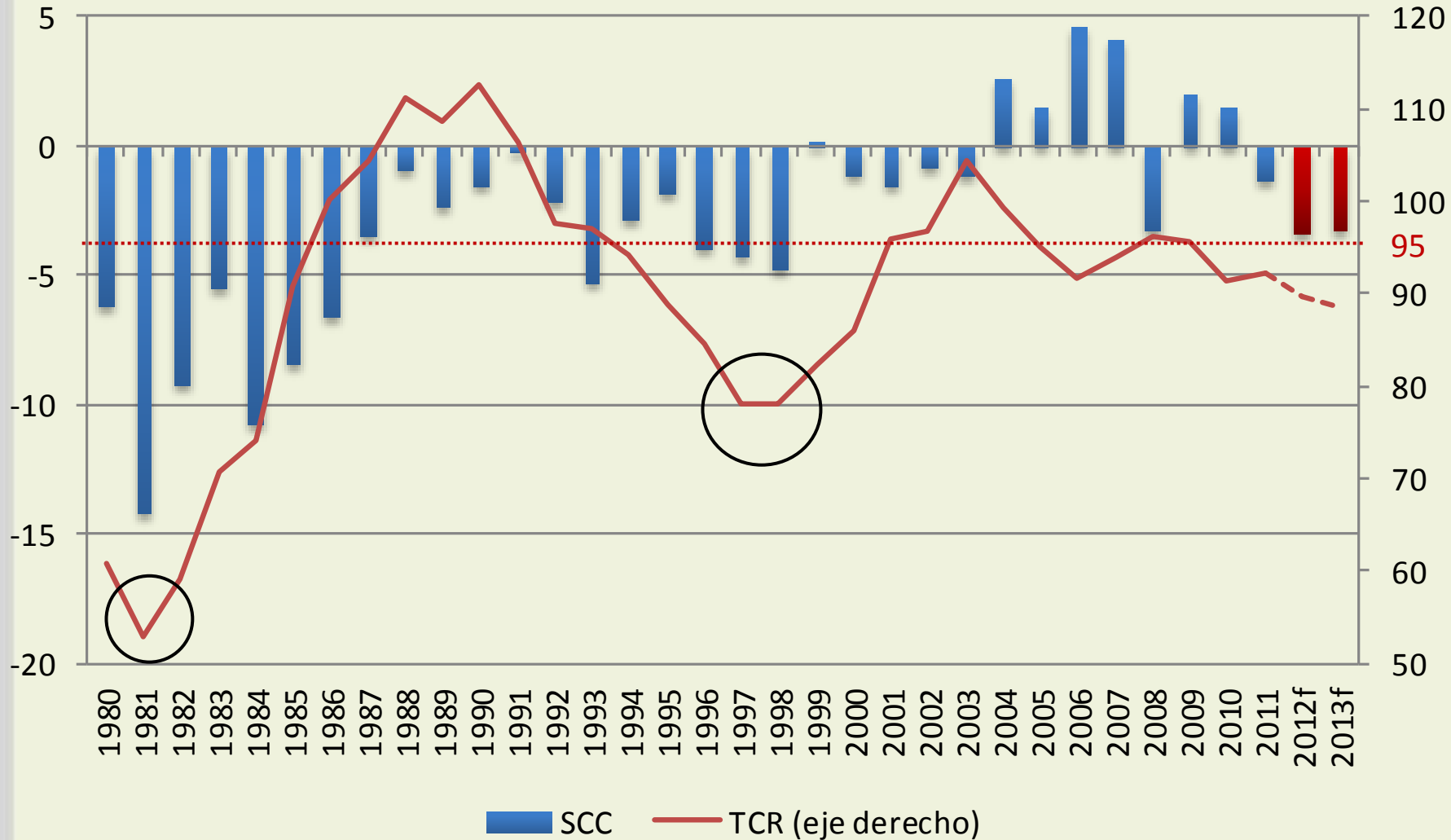
(1996-2003=100)



(I)

Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos y TCR

(% PIB; Índice 1986=100)



(I)

Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos se deteriora

(MM de USD)

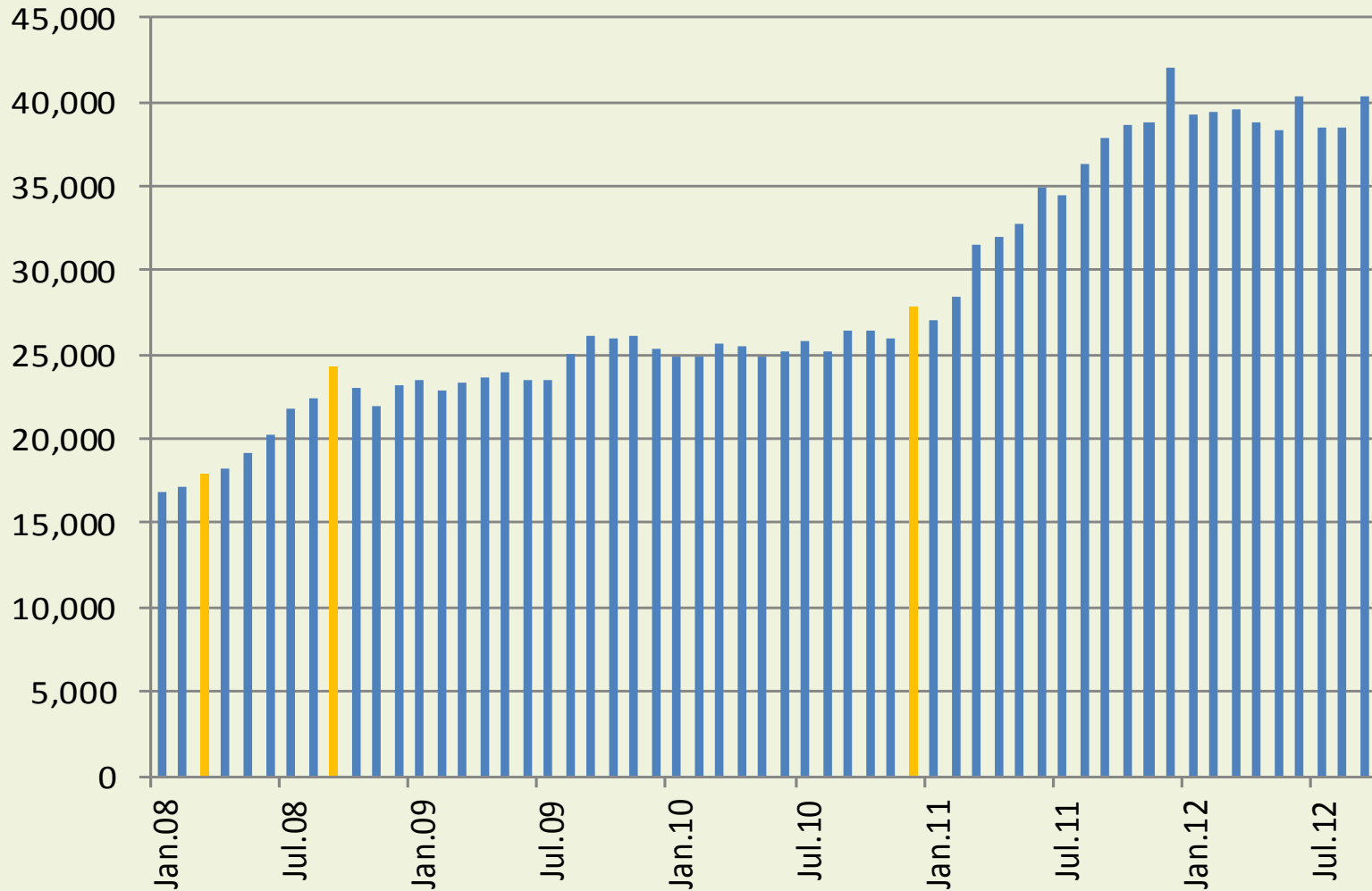
	II-11	III-11	IV-11	I-12	II-12	2011	2012	2013
Balanza Comercial	3,892	312	2,358	2,554	1,263	10,792	4,662	2,364
Exportaciones	21,337	19,299	20,565	19,845	19,676	81,411	79,574	81,811
Importaciones	17,445	18,987	18,207	17,291	18,413	70,619	74,912	79,447
Saldo en Cuenta Corriente	405	-2,999	-1,267	-129	-2,442	-3,221	-8,970	-11,502
SCC a PIB (%)	0.6	-4.9	-2.0	-0.2	-3.9	-1.3	-3.4	-3.3
Precio Cobre (cUS\$/lb)	415	408	337	377	357	399	356	345
Precio Petróleo (US\$ por barril)	102	90	93	103	93	95	95	90
Prod. Cobre (% a/a)	1.9	-10.7	3.0	4.8	0.1	-2.2	4.5	4.7
Vol.Exp.Agr., silv. y pesca (% a/a)	4.3	5.1	15.3	10.8	-8.6	11.9	0.6	2.0
Vol.Exp.Industrial (% a/a)	18.4	10.5	10.1	6.2	5.9	14.1	4.0	4.0



Zahler & Co.

(I)

Reservas Internacionales del BC permiten suavizar shocks externos



Cifras a septiembre de 2012.

Zahler & Co.

(I)

Evolución esperada del TCR

- El TCR en octubre es 87, por debajo del **rango de equilibrio del TCR, que es entre 90 y 100**. La caída del TCR sería mayor si en su medición se incorpora, en lugar del IPC, un índice de salarios y/o de precio de costo de la energía.
- En ausencia de factores que apunten a una baja del TCR de equilibrio, en el mediano plazo el TCR debe aumentar. Sin embargo, este proceso puede tardar meses, e incluso años en manifestarse.
- Si se llevan a cabo reformas profundas en educación y en la eficiencia del Estado, **Chile presentará favorables diferenciales de productividad** con relación a sus principales socios comerciales, lo que permitiría un menor **TCR de equilibrio**. Esto tomará tiempo.
- Para lo que resta de 2012 y en 2013, en ausencia de un shock externo negativo de gran magnitud, **proyectamos un TCR similar al actual: 87, con sesgo a la baja**.
- Las dos últimas veces que el Banco Central intervino en el mercado cambiario, el TCR bordeó 85, equivalente a un tipo de cambio nominal de \$ 460.



(I)

Crecimiento sectorial del PIB: T y NT

(a/a, %)

	3T11	4T11	1T12	2T12
Agropecuario-silvícola	1.8	9.6	-7.2	2.4
Pesca	18.6	19.4	-6.8	2.8
Minería	-9.6	-1.9	3.1	2.7
Minería del cobre	-11.3	-2.3	3.3	3.6
Industria Manufacturera	5.6	0.4	3.6	3.5
P. ponderado transables	-1.7	0.3	1.5	3.0
Electricidad, gas y agua	11.6	10.7	23.8	13.1
Construcción	9.4	11.7	8.7	7.3
Comercio	9.0	7.8	7.2	7.1
Restaurantes y hoteles	5.7	5.0	4.1	5.1
Transporte	2.3	4.0	5.7	6.6
Comunicaciones	6.7	6.5	6.7	6.1
Servicios financieros	9.4	8.7	7.9	9.1
Servicios empresariales	7.2	6.3	8.2	6.5
Servicios de vivienda	2.9	2.8	2.9	3.1
Servicios personales	4.5	5.3	6.5	6.5
Administración pública	3.0	1.9	5.5	5.9
P. ponderado no transables	6.7	6.7	7.9	7.0
Tasa crecimiento PIB	3.7	4.5	5.3	5.5



AGENDA

(I) Tipo de Cambio Real (TCR): determinantes y perspectivas

(II) Tipo de Cambio Nominal (TCN): determinantes y perspectivas

(III) Conclusiones

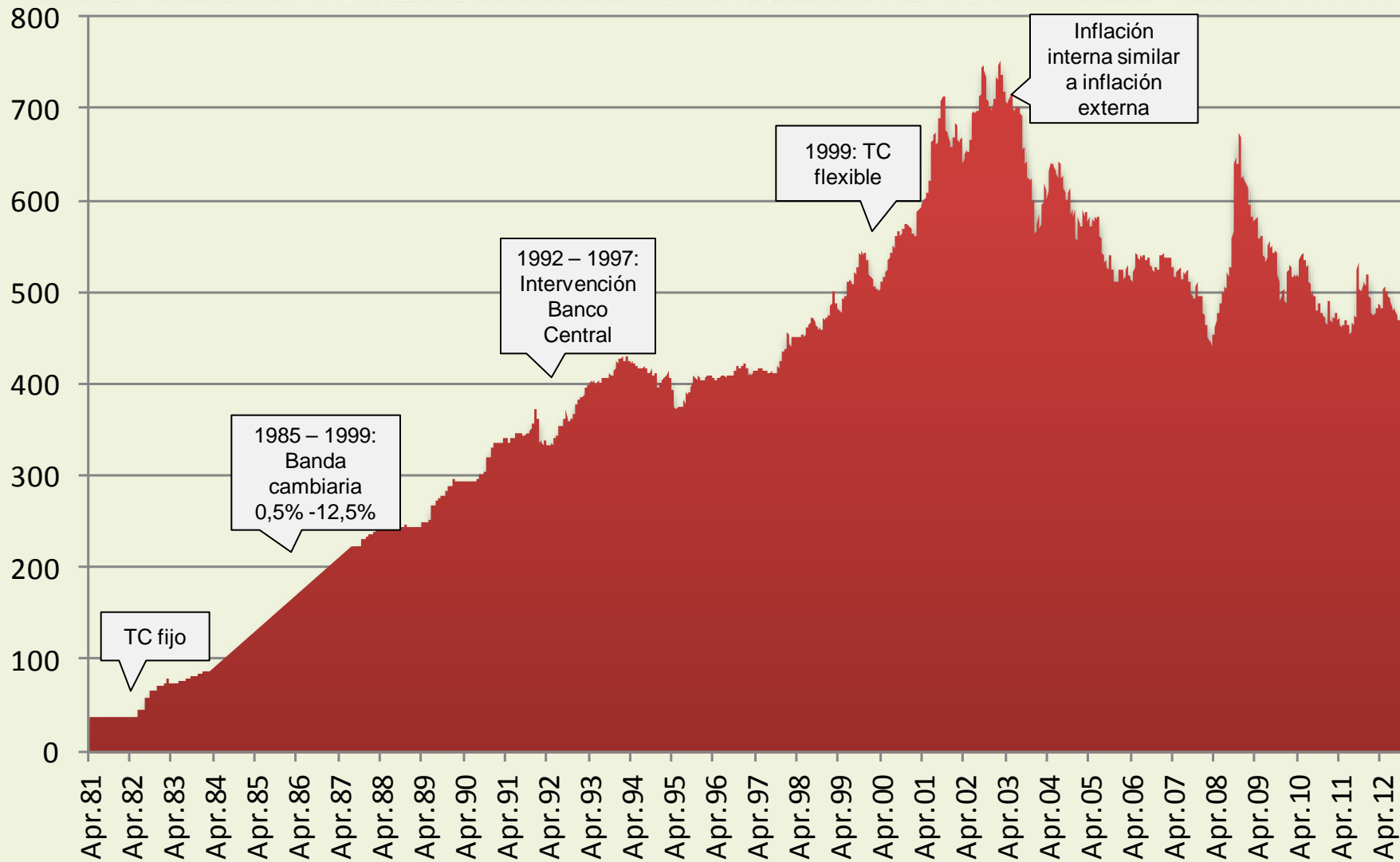
(II)

Determinantes del TCN

- Diferencial de inflación entre Chile y sus principales socios comerciales. Desde hace diez años dicho diferencial es cercano a cero.
- Diferencial de tasas de interés entre Chile y EE.UU.
- Volatilidad e incertidumbre internacionales. Un deterioro de la economía mundial llevaría a un “*flight to quality*” y a la devaluación del peso chileno.
- Los términos de intercambio.
- El valor del dólar de EE.UU. en los mercados internacionales de divisas.

(II)

Tipo de Cambio Nominal (TCN): 1981 a 2012



(II) Tipo de Cambio Nominal (TCN): CLP/USD en 2008-2012

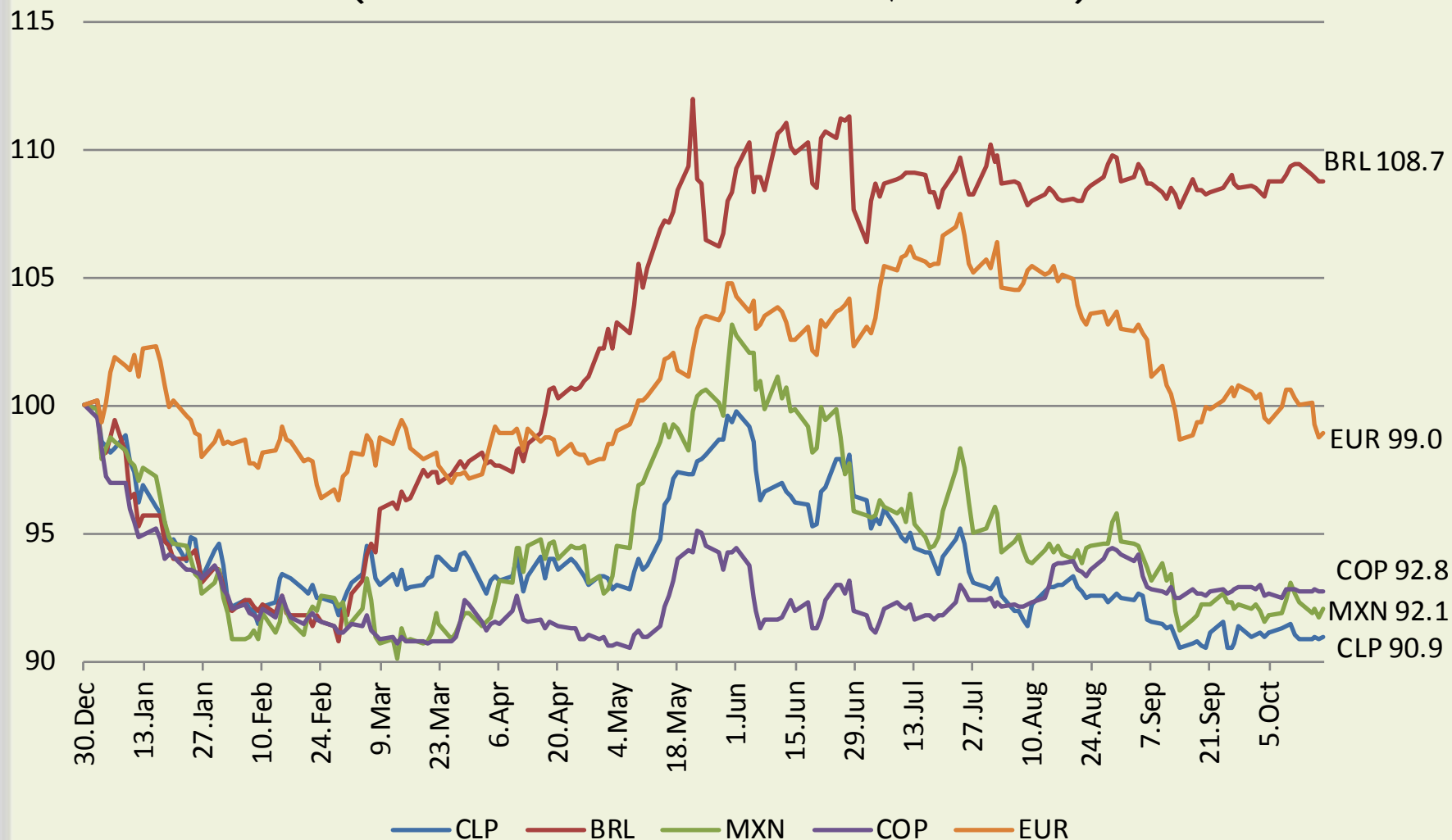


Al 18/10/12

Zahler & Co.

(II) 2012: CLP es la moneda LATAM más apreciada

(Índice: Diciembre 2011=100; TCR = 94)



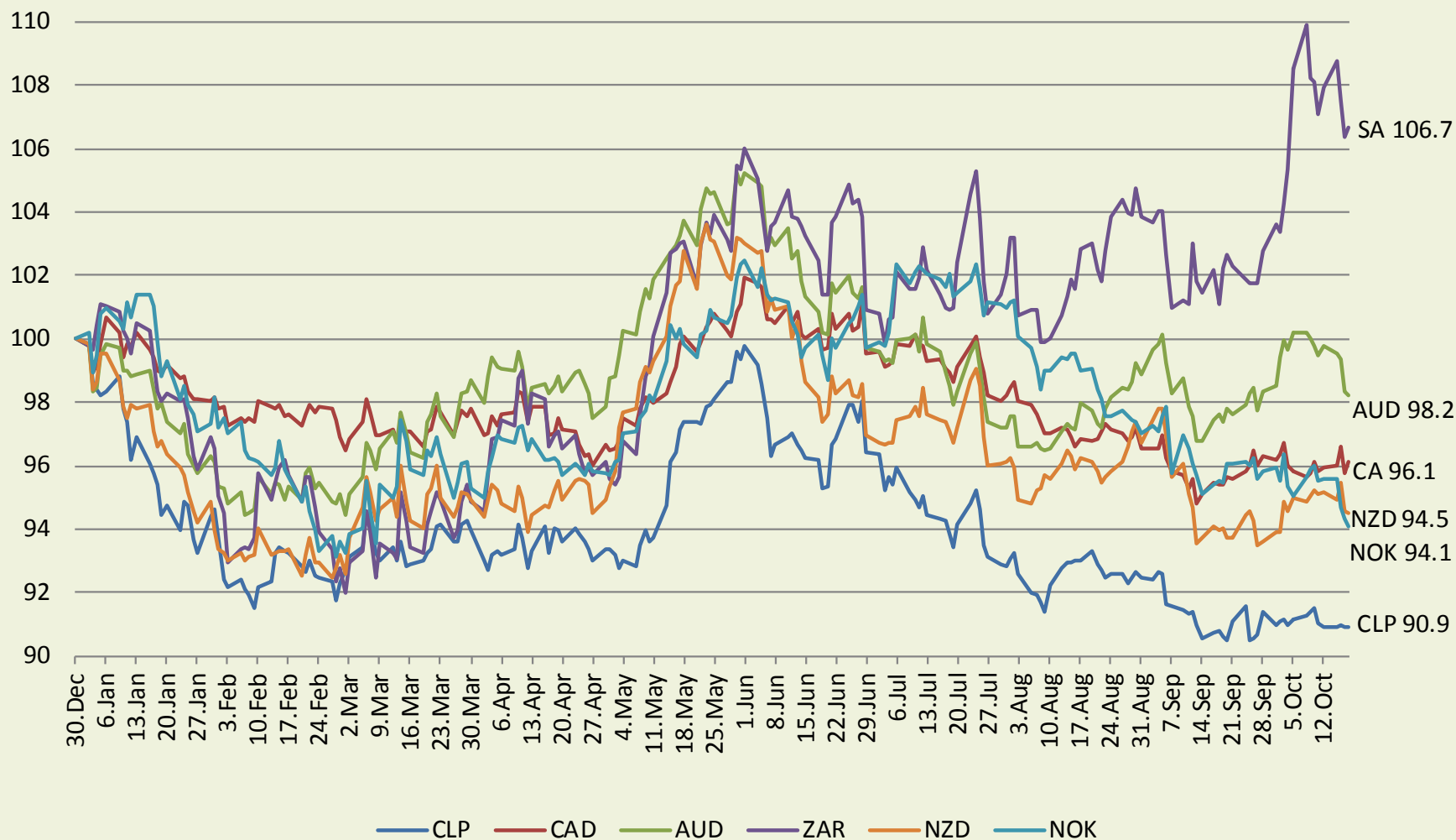
Al 18/10/12

Zahler & Co.

(II)

2012: CLP se aprecia frente a monedas de países exportadores competitivos

(Índice: Diciembre 2011=100; TCR = 94)



Al 18/10/12

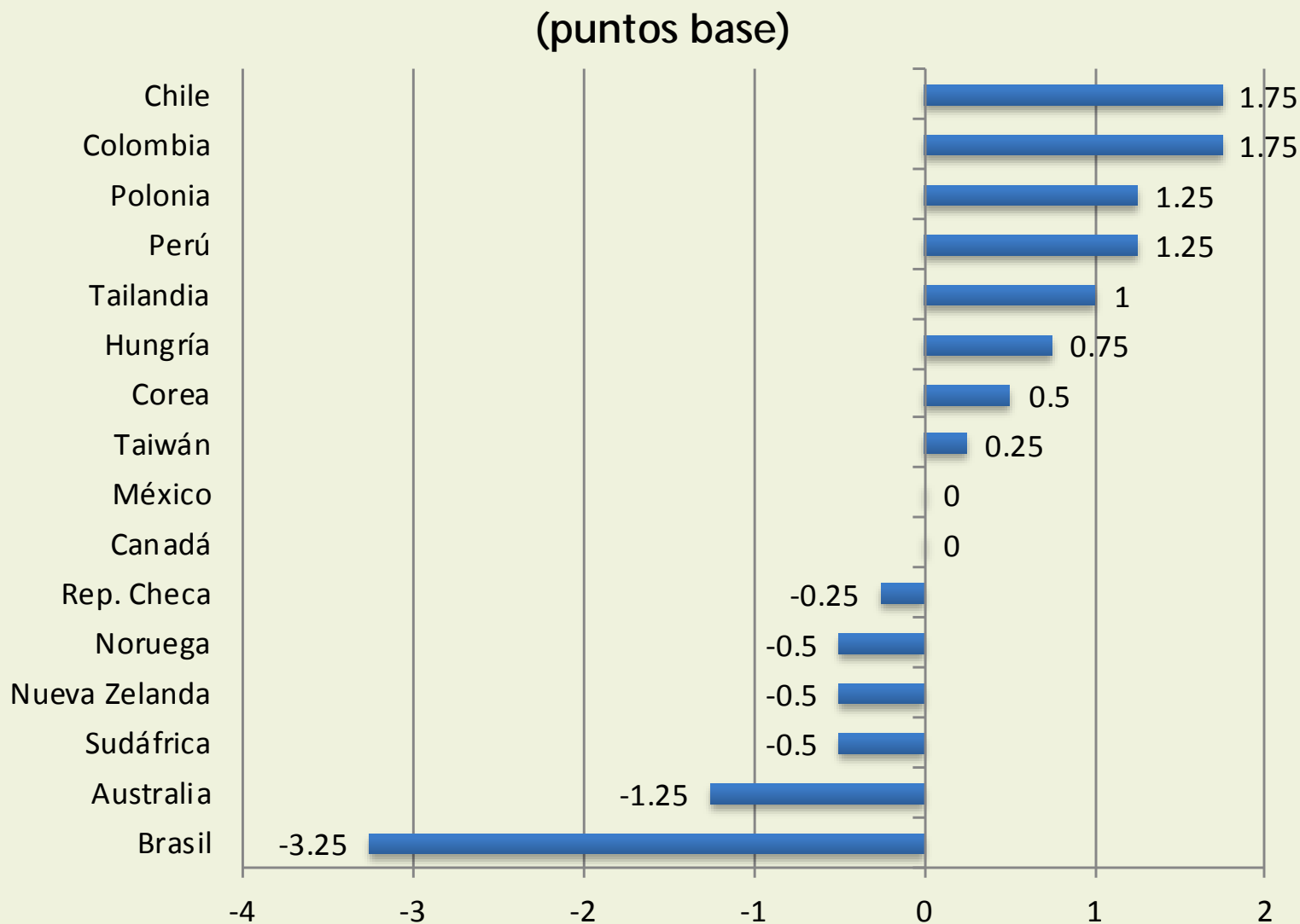
Zahler & Co.

(II)

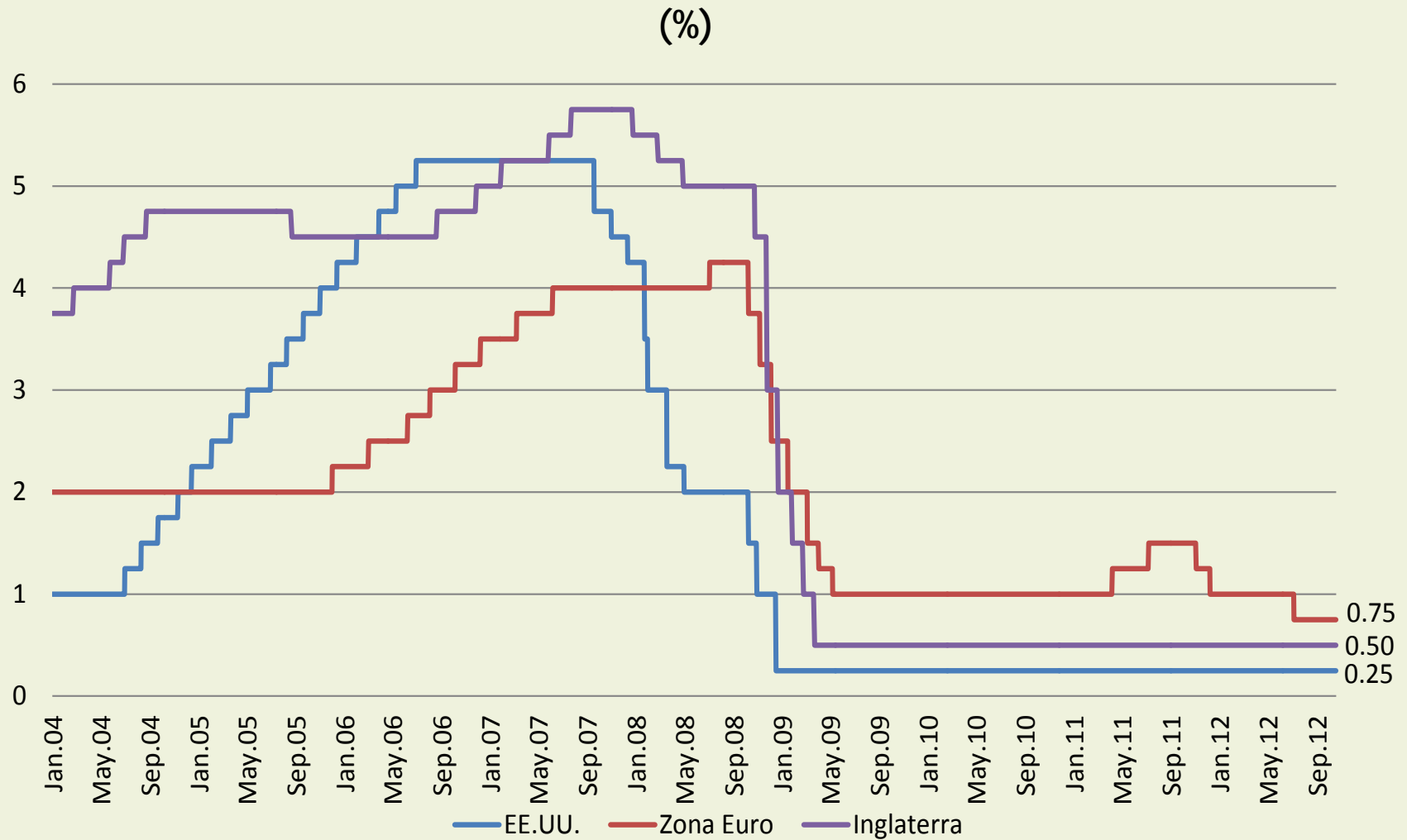
Evolución esperada del TCN

- En 2012, **a partir de un TCR de 94, el CLP se ha apreciado fuertemente** con relación a las monedas de países que compiten con nuestras exportaciones no cobre, así como a las monedas de los países cuyas importaciones compiten con la actividad interna.
- El TCR al que el BC intervino en el mercado cambiario en 2008 y 2011, hoy **equivale a un TCN de \$ 460**. Por ello, **es difícil que el CLP se aprecie mucho más, ya que existe una alta probabilidad de que el BC intervenga en el mercado cambiario**.
- Las proyecciones apuntan a que **el TCN, en ausencia de un shock externo de envergadura**, debiera fluctuar entre \$ 470 y \$ 490, en lo que queda de 2012 y en 2013, **más cercano a \$ 470 que a \$ 490**, debido a que:
 1. El importante **diferencial de tasas de interés** con el exterior se mantendrá en torno a su valor actual.
 2. El **precio del cobre** debiera mantenerse en torno a su elevado nivel actual.
 3. El CLP es una “**moneda de refugio**” en el entorno regional.
 4. **El dólar de EE.UU. debiera depreciarse** con relación a las monedas de las economías emergentes dinámicas, entre las que está Chile.

(II) Cambios en TPM desde Enero de 2011 a la fecha



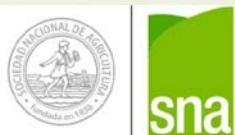
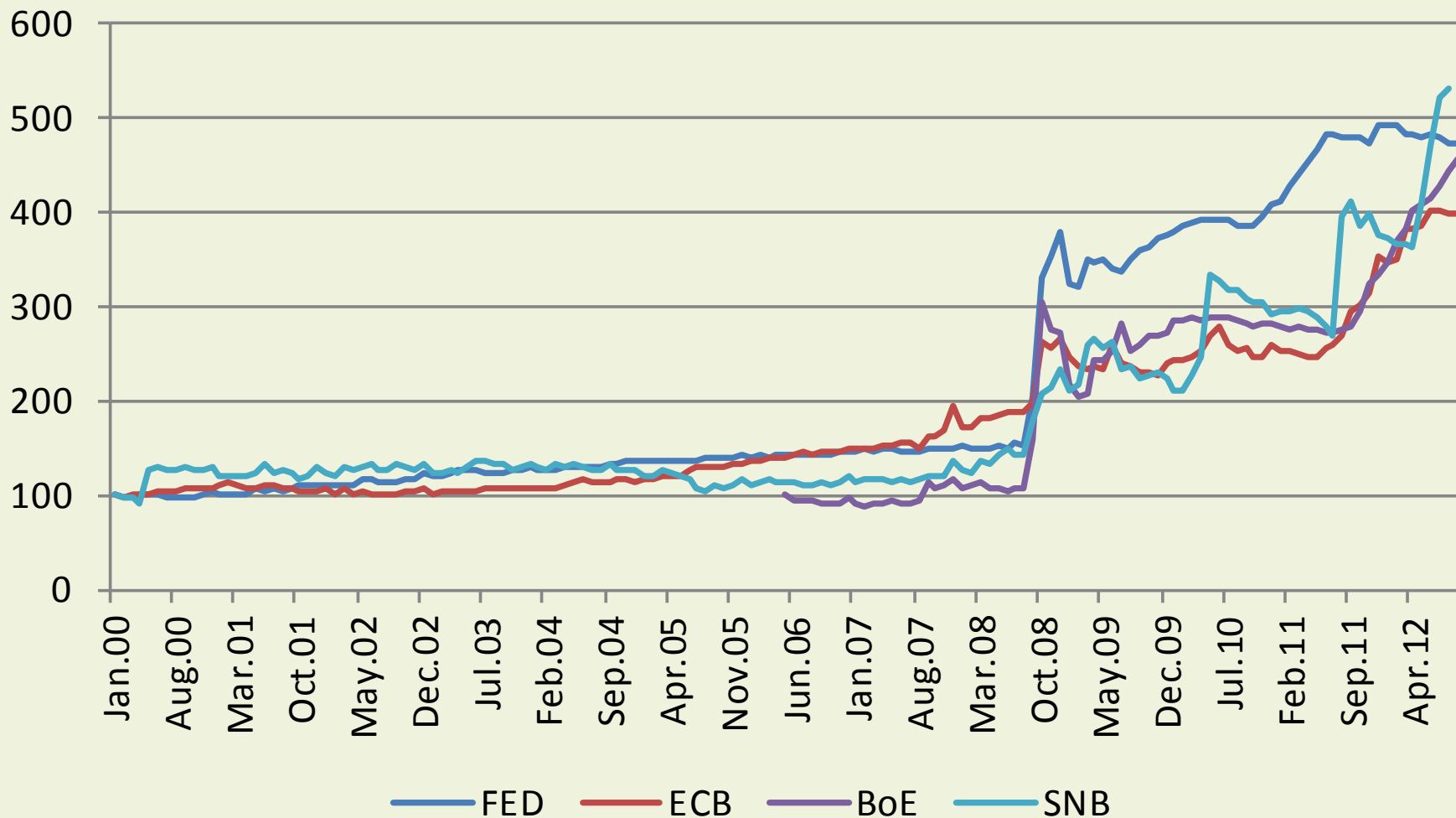
(II) ED sin espacio para bajar sus Tasas de Interés



(II)

Pasivos monetarios de FED, BCE, BoE y SNB

(Índice: Enero 2000=100, excepto BoE Junio 2006=100)



Cifras a septiembre 2012, excepto SNB (agosto).

Zahler & Co.

(II)

Evolución probable de la TPM en Chile

- **El Banco Central se encuentra en una disyuntiva difícil** debido a que:
 - De un lado,
 1. La economía está operando en torno a su plena capacidad.
 2. La tasa de desempleo ha caído fuertemente.
 3. Los salarios nominales crecen a tasas elevadas.
 4. La inflación de bienes no transables supera en más de 3 veces la de los bienes transables.
 5. El gasto público crece a tasas elevadas.
 6. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ha aumentado y se acerca a niveles altos.
 - **Lo anterior lleva a que el BC debiera evaluar subir la TPM.**
 - De otro lado,
 1. La inflación sigue controlada y por debajo de la meta del BC.
 2. La economía internacional sigue con mucha incertidumbre.
 3. La mayor parte de los Bancos Centrales han continuado reduciendo sus TPM.
 4. La economía nacional debiera desacelerarse en 2013.
 5. El TCR está cerca del límite inferior de un valor adecuado para la estabilidad y dinamismo de la economía chilena.
 - **Lo anterior lleva a que el BC debiera evaluar reducir la TPM.**
- Considerando todo lo anterior, y que el horizonte de política del BC es de 12 a 18 meses, lo más probable es que **el BC mantenga la TPM en 5%, con un sesgo a la baja en 2013.**

AGENDA

(I) Tipo de Cambio Real (TCR): determinantes y perspectivas

(II) Tipo de Cambio Nominal (TCN): determinantes, evolución y perspectivas

(III) Conclusiones

(III)

Conclusiones

- En el último tiempo el CLP se ha apreciado respecto al dólar y a las monedas de los países con los que Chile comercia, lo que **afecta la competitividad del sector exportador no cobre, y la actividad de los bienes sustitutos de las importaciones**, situación que no es sostenible ni deseable en el mediano plazo.

- La forma de enfrentar esta situación depende de:
 1. Si el mejoramiento de los términos del intercambio es: transitorio o estructural.
 2. Cómo evolucione la expansión de la liquidez mundial.

(III)

Escenario sin cambio estructural

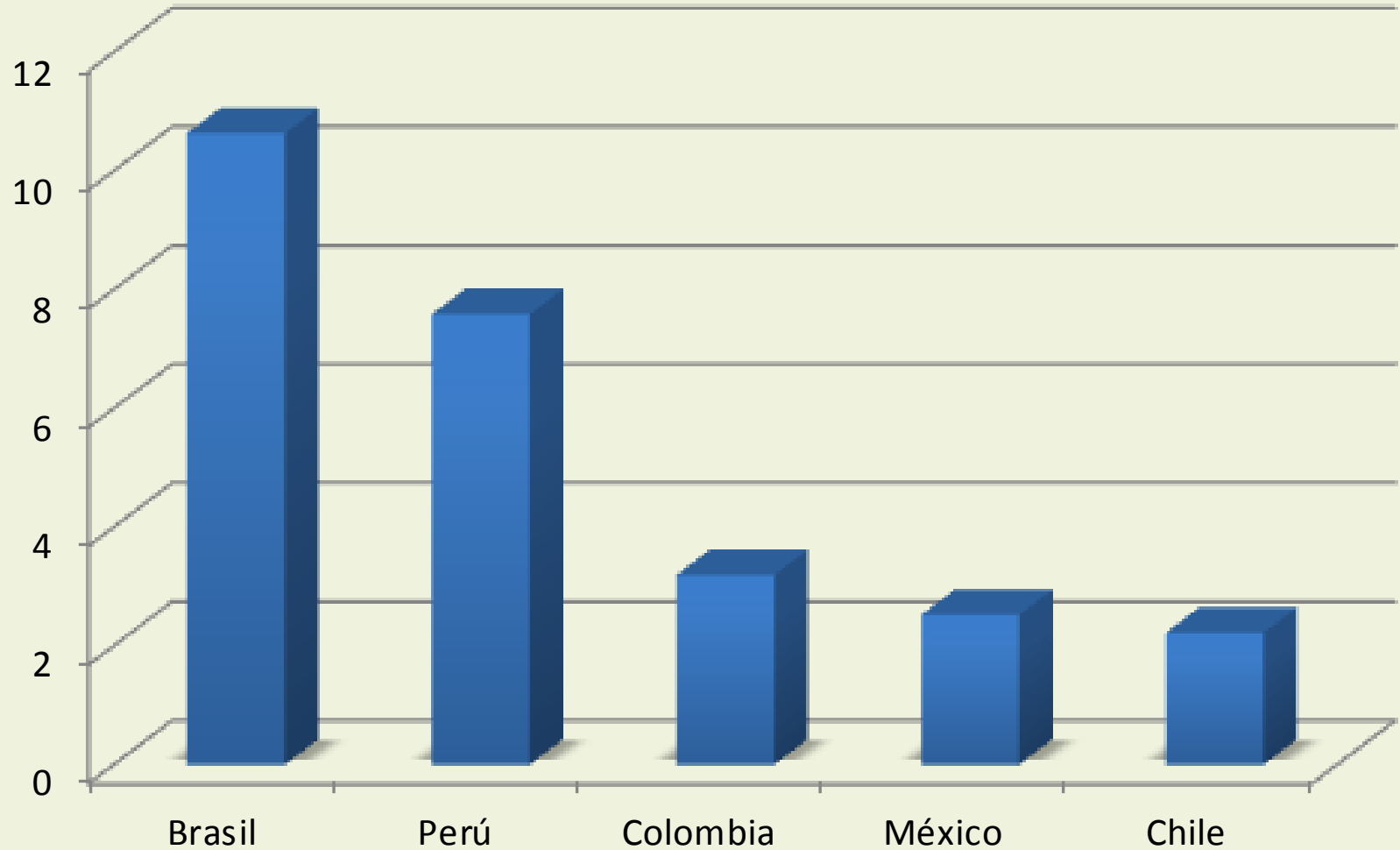
- Precio del cobre cae por debajo de US\$ 3 la libra (TCR de equilibrio entre 90 y 100).

- Respuestas de Política de carácter coyuntural:
 1. Mantener la acumulación del ahorro fiscal en el exterior.
 2. Rebaja de la TPM por parte del Banco Central.
 3. **Intervención del Banco Central en el mercado cambiario, incrementando sus reservas internacionales.**
 4. Encaje o impuesto a la entrada de capitales de corto plazo, a una tasa variable, según sea la diferencia de tasas de interés entre Chile y EE.UU.
 5. Costo de las medidas y recursos fiscales.



(III)

Reservas Internacionales Netas/Deuda Externa de Corto Plazo

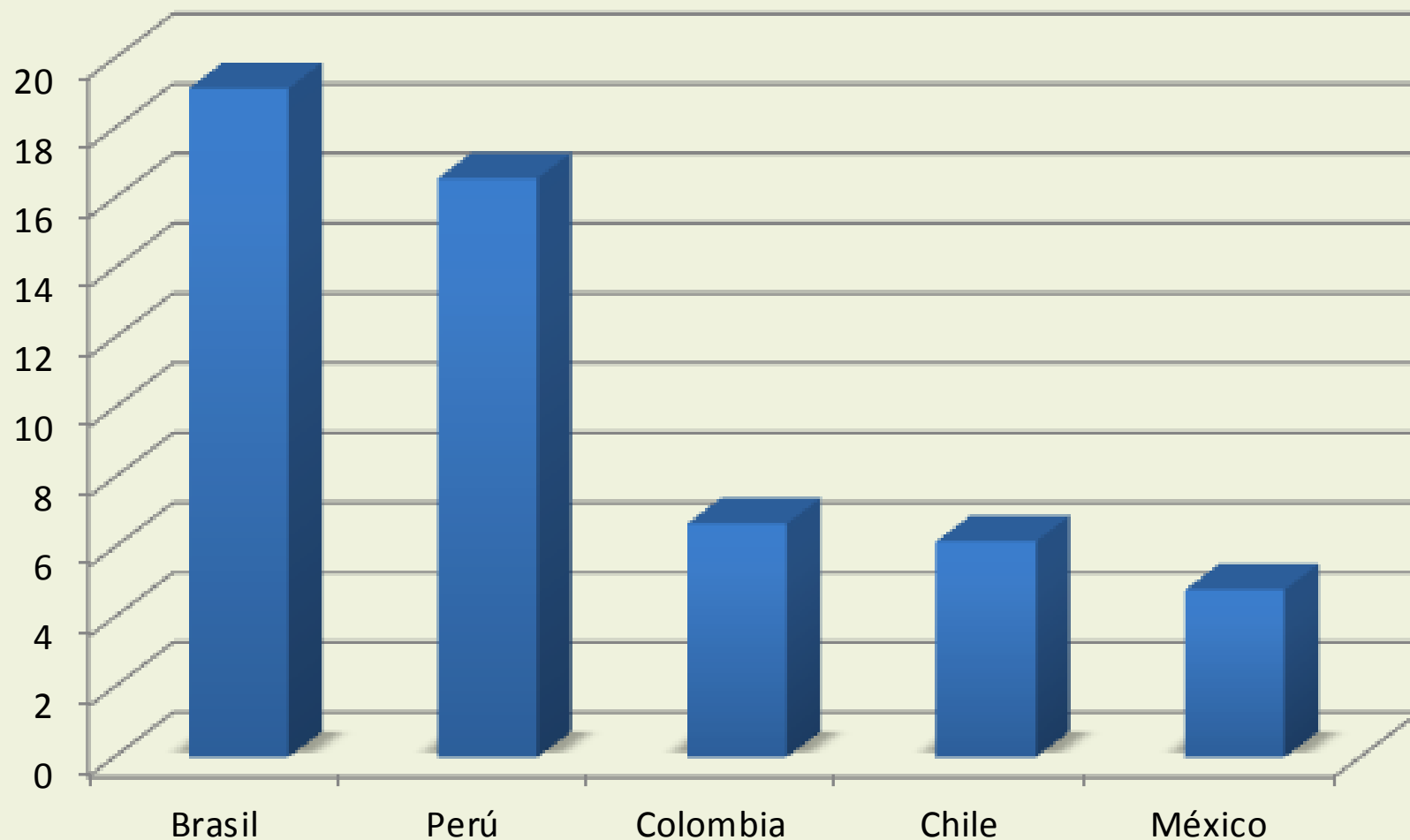


Fuente: FMI y Banco Mundial

Zahler & Co.

(III) Reservas Internacionales Netas/Importaciones de bienes y servicios

(Número de meses)



(III)

Escenario con cambio estructural

- Precio del cobre se mantiene sobre US\$ 3 la libra (TCR de equilibrio bajo 90).

- Respuestas de Política de carácter estructural:
 1. ¿Redefinir estrategia del sector exportador?
Políticas sectoriales. Royalties.
 2. ¿Cómo administrar la abundancia de divisas?
Gastar parte de los recursos acumulados en el exterior.
 3. Megaproyecto para aumentar la competitividad.



El dólar frente al elevado precio del cobre y a la excesiva liquidez mundial.

