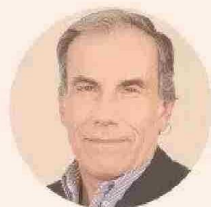


LA COLUMNA DE...



**LUIS FELIPE
LAGOS M.**
ECONOMISTA

La trilogía imposible

Un país puede elegir tener política monetaria independiente e integración financiera con el mundo, pero no puede tener estabilidad del tipo de cambio. Por el contrario, si elige estabilidad cambiaria e integración financiera, no tendrá política monetaria independiente; deberá seguir los movimientos monetarios del país al cual estabiliza su moneda. Esta es la famosa trilogía imposible en economía internacional.

Chile ha optado por una política de flotación cambiaria, integración plena a los mercados financieros e independencia monetaria que ha sido exitosa en el control de la inflación.

El Banco Central (BC) puede tener una política monetaria independiente, en el sentido de manejar una tasa de interés de cortísimo plazo -la tasa de política monetaria (TPM)-, que afecta directamente la tasa a la cual se prestan los bancos comerciales por un día y las demás tasas de corto plazo (captación y colocación). En efecto, el BC de Chile fue el primero en subir su TPM para controlar la inflación, y uno de los primeros en iniciar las bajas

de tasas, una vez que la inflación presentó una trayectoria descendente.

La independencia, sin embargo, tiene un costo: la volatilidad del tipo de cambio. Cuando el BC baja la TPM y disminuye la brecha con la tasa que maneja la Fed (tasa del BC de EEUU), se deprecia (sube) el tipo de cambio. Desviarse en demasía respecto de la conducción de la política monetaria en EEUU es problemático para el control de la inflación. En la práctica, la independencia monetaria es acotada, "hay que moverse con la manada".

Pero el tipo de cambio no sólo se mueve por el diferencial de tasas. Dado que los individuos son aversos al riesgo, existe un riesgo cambiario y, por consiguiente, la tasa de interés local será igual a la externa más la variación esperada del tipo de cambio y más un riesgo cambiario que es fluctuante en el tiempo. El riesgo cambiario puede ser negativo o positivo dependiendo si la inversión en el exterior agrega o reduce el riesgo del portafolio del inversionista.

"La incertidumbre económico-política ha llevado a una mayor volatilidad cambiaria. Es muy probable que la menor profundidad del mercado financiero haya incrementado la volatilidad cambiaria y la reacción del tipo de cambio a variaciones en el diferencial de interés".

La incertidumbre económico-política del país ha llevado a una mayor volatilidad cambiaria. En efecto, su volatilidad (desviación estándar) mensual se duplica a partir de 2020. Es muy probable que la menor profundidad del mercado financiero debido a los retiros de ahorro previsional

haya incrementado la volatilidad cambiaria y la reacción del tipo de cambio a variaciones en el diferencial de interés.

En cuanto al nivel del tipo de cambio en el mediano plazo, debiera permitir alcanzar el nuevo equilibrio del tipo de cambio real (TCR), esto es, el precio relativo de los bienes internacionales respecto de los nacionales; lo que corresponde a un índice de competitividad de la economía.

Si bien el incremento del precio del cobre, y en general, de los términos de intercambio (precio de exportaciones relativo a importaciones), y un mayor gasto fiscal debieran apreciar (reducir) el nivel del TCR, otros fundamentos como el estancamiento de la productividad y magro crecimiento tendencial, y una economía con menos activos netos con el exterior (aumento de la deuda), llevan a un TCR más depreciado que en el pasado.

El TCR multilateral que calcula el BC se encuentra en un nivel levemente inferior a los de 1990, ambos periodos de marcada

incertidumbre. Respecto del promedio de los últimos 20 años y 10 años, se encuentra un 14% y 11% más depreciado, respectivamente. La trayectoria de los fundamentos sugiere que deberíamos tener un TCR de equilibrio más elevado, no obstante, los valores actuales son excesivamente altos.