

LINA CASTAÑEDA

En un contexto de alta volatilidad del tipo de cambio y aprensiones acerca de su traspaso hacia un incremento en la inflación, el expresidente del Banco Central Roberto Zahler espera que el Consejo de la institución continúe esta semana con la trayectoria de recortes en la tasa de interés de política monetaria (TPM) y la baje en 75 puntos base (pb) desde su actual nivel de 9,5% hasta llevarla, a fin de año, a un 7,75%.

Si bien está consciente de que va a haber argumentos para reducir la tasa en 50 pb, destaca, como una razón para mantener la trayectoria, que la inflación sin volátiles ha tenido una baja muy significativa. Tomar las variaciones mensuales del IPC sin volátiles de cada uno de los últimos cuatro meses, sacar un promedio y anualizarlo, da como resultado una inflación anual de solo 1,1% y, remarca, la inflación sin volátiles es la medida que más mira el Banco Central. Adicionalmente, señala que la economía y el mercado laboral están muy débiles y que la actual TPM, en términos reales, es muy elevada, pues supera el 5%, por lo que es necesario mantener una trayectoria

—¿No debería igual rezagarse el Banco Central por el impacto del dólar en el IPC?

“La situación es muy complicada, porque se está dando lo que yo llamaría una ‘tormenta perfecta’, detrás de la cual hay una serie de elementos que apuntan a un tipo de cambio excesivamente alto. Primero, el precio internacional del cobre ha caído 11% en los últimos seis meses, mientras que el precio del petróleo ha subido 17%. Si se toman los últimos tres meses, el cobre ha caído 3% y el petróleo ha subido 25%; esta caída en los términos de intercambio es depreciativa para el peso chileno.

En segundo lugar, el índice DXY, que es el valor del dólar frente a una canasta de las principales monedas de reserva del mundo, se ha fortalecido a partir de julio, y cuando el DXY sube, las monedas que fluctúan libremente, como es el caso del peso chileno, se deprecian.

Lo tercero es que se espera que los principales bancos centrales del mundo (de EE.UU., Europa e Inglaterra) mantengan e incluso suban las tasas de interés de referencia y en ningún caso las bajarían antes de mediados de 2024, mientras que nosotros estamos bajando la tasa de interés de política monetaria. Entonces, el diferencial de tasas de interés también juega a favor de tener un tipo de cambio más alto. Todos estos elementos vienen de afuera, a los cuales hay que agregar que las tasas de interés internacionales de largo plazo están en niveles extraordinariamente altos, lo cual en alguna medida también apunta a un tipo de cambio en Chile más elevado.

Sin embargo, nuestra moneda se ha depreciado bastante más que las de otros países latinoamericanos. Este año el peso se ha depreciado 11%; el sol pe-

Roberto Zahler, expresidente del Banco Central:

“No se ve por dónde podría bajar el tipo de cambio excepto (...) si el BC detiene las dos medidas de compra de dólares”

• Espera que este jueves el Consejo recorte en 75 puntos base la tasa de política monetaria y ojalá antes, o al mismo tiempo, deje de acumular reservas y

retome la renovación de *forwards*.



ruano, 2%, y las monedas de Brasil, Colombia y México se han apreciado frente al dólar, lo que sugiere que hay factores locales que han contribuido a un excesivo aumento del tipo de cambio.

A todo esto le llamo una ‘tormenta perfecta’, porque no se ve por dónde podría bajar el tipo de cambio, excepto por un tema, los dos programas de compra de dólares que tiene activos el Banco Central”.

—¿Cuál sería el efecto de que terminara de comprar dólares?

“A partir de abril de este año el banco dejó de renovar los *forwards* que había emitido en su momento, quitándole

US\$ 50 millones diarios al mercado; y desde junio, retomó el programa de ampliación de reservas internacionales que implica una compra de US\$ 40 millones diarios. Estas dos medidas las tomó discrecionalmente el banco para enfrentar distintas coyunturas, y tiene toda la libertad para detenerlas y retomarlas cuando las condiciones las hagan convenientes. Seguir bajando la TPM debe ser una decisión acompañada, e incluso ojalá previamente, de no continuar con estos dos programas porque el monto es bastante significativo, le resta comprar del orden de US\$ 12.000 millones de aquí a febrero del próximo año, en un caso, y a junio en el otro.

“La situación es muy complicada, porque se está dando lo que yo llamaría una ‘tormenta perfecta’, detrás de la cual hay una serie de elementos que apuntan a un tipo de cambio excesivamente alto”.

“Para fines de año estamos proyectando una inflación de 4,3% y para fines del próximo año, en torno a 3%. La inflación promedio de este año sería 7,6% y 3,8% en 2024”.

Más allá de que se mantenga la situación internacional, me parece que el Banco Central debe ser flexible en considerar lo que está pasando en el mercado cambiario, y tomar esta decisión le va a dar más liquidez al mercado en dólares, ayudando a reducir la volatilidad en el tipo de cambio, lo cual es muy importante porque cuando la variabilidad es tan grande, afecta negativamente a la economía real, que ya está muy debilitada”.

—¿Seguirán los factores externos presionando al alza el dólar global?

“Ha sido difícil hacer un seguimiento a eso. Estamos, además, con las crisis geopolíticas de Medio Oriente y de Ucrania. Estados Unidos, por su lado, está con un serio problema político de falta de gobernabilidad en su Cámara de Diputados y la elección presidencial

ha metido mucho ruido. Todo apunta a mucha volatilidad en los mercados financieros y cambiarios internacionales y es posible que eso continúe afectando al tipo de cambio. Sin embargo, es razonable pensar que el precio del cobre no siga cayendo, considerando que la economía china se ve algo más firme; que el precio del petróleo no suba más de lo que ya ha aumentado y que el dólar no se siga fortaleciendo, por lo que es bastante probable que esta ‘tormenta perfecta’ vaya gradualmente perdiendo fuerza.

Respecto del tipo de cambio en Chile, diría que más allá de que se mantenga la situación internacional, si el Banco Central detiene las dos medidas de compra de dólares, ayudaría a una menor presión sobre el mercado cambiario, dando una señal importante de que le preocupa cuando el tipo de cambio real está tan desalineado con los fundamentales y le permitiría con tranquilidad seguir la trayectoria de baja de tasas de política monetaria. De acuerdo a nuestros cálculos, el tipo de cambio real (TCR) es hoy uno de los más altos de los últimos 25 años y supera en más de 10% el promedio de ese período”.

—¿Cuáles son sus proyecciones de inflación incluyendo el efecto cambiario?

“Para fines de año estamos proyectando una inflación de 4,3% y para fines del próximo año, en torno a 3%. La inflación promedio de este año sería 7,6% y 3,8% en 2024”.

—¿Puede seguir empujando la depreciación del peso la perspectiva negativa que S&P le puso el jueves pasado a Chile?

“Indudablemente no ayuda, pero al menos el viernes no se manifestó. Creo que el impacto es marginal, porque no es un cambio en la clasificación misma, sino un cambio de la perspectiva de S&P de largo plazo, una perspectiva que podría cambiarla si el sistema político se pusiera de acuerdo en torno a las reformas económicas que son necesarias”.

—¿Qué implicancias tiene reducir el diferencial de tasas?

“Uno de los elementos que explican los flujos de divisas es el diferencial de tasas de interés de un país con respecto a EE.UU. Lo que es más determinante en los flujos de capitales financieros son los diferenciales de tasas de corto plazo, que mueven más rápidamente los capitales y tienden a afectar más fuertemente el precio de la divisa en el corto plazo. Por ejemplo, si EE.UU. tiene hoy una tasa de 5% y Chile, de 9,5%, el diferencial a favor de Chile, todo lo demás constante, es de 4,5 puntos porcentuales. Si Chile la baja a 8,75% el diferencial se reduce a 3,75 pp y, entonces, es menos atractivo para un inversionista traer dinero a Chile en comparación a mantenerlo en EE.UU., lo que disminuye la oferta neta de dólares en el país y presiona al alza al tipo de cambio”.