



29 Agosto 2016

Sector minero pierde su holgura competitiva de largo plazo

## CCS: Tipo de cambio de equilibrio de largo plazo se sitúa en torno a los \$ 670 por dólar

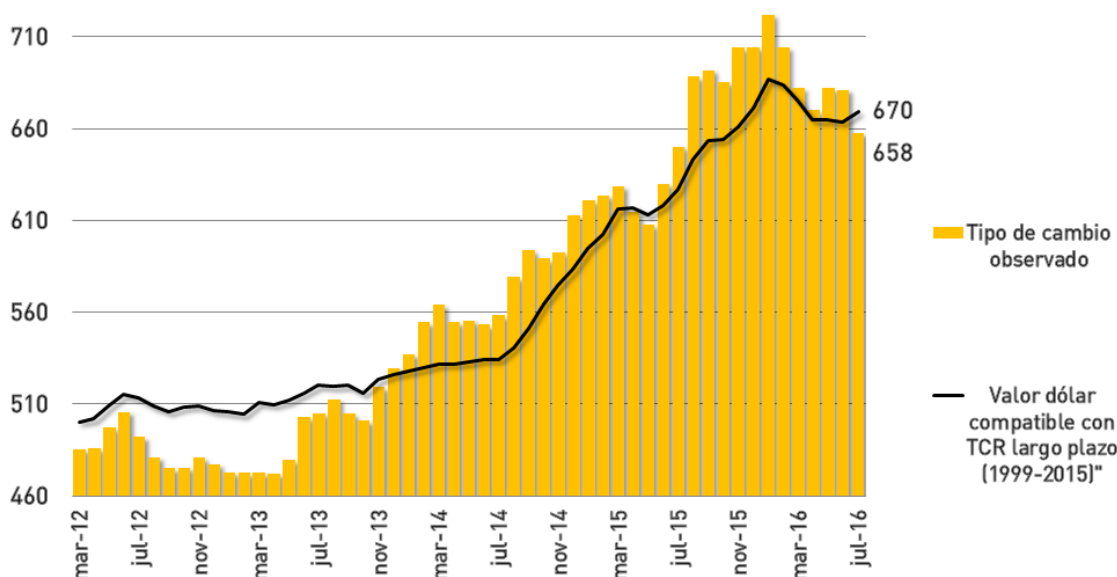
El frente externo en la economía chilena se ha visto seriamente afectado durante el último trienio, pese al aumento del tipo de cambio. De acuerdo a nuestros cálculos, durante el período 2013-16 los quantum exportados cerrarán con un crecimiento prácticamente nulo, lo mismo que las exportaciones industriales y las de cobre. Los precios de la canasta exportadora han tenido también un deterioro casi generalizado, con caídas del orden de 40% en los productos mineros y de 10% en los productos industriales desde 2012 en adelante. Estimamos que la balanza comercial cerrará el año con menos de US\$2.000 millones, lejos de los US\$ 3.500 millones de 2015, los US\$ 6.300 millones de 2014 y US\$ 11.000 millones de 2011.

El tipo de cambio ha experimentado un fuerte ajuste al alza desde 2013 en adelante, movimiento que tiende a fortalecer la competitividad del sector exportador y que contribuye a mitigar los efectos macroeconómicos de los menores retornos. A comienzos de 2016 el tipo de cambio llegó a completar un alza de casi 50%, escalando hasta los \$ 730 por dólar.

Desde entonces, sin embargo, el tipo de cambio ha detenido su trayectoria alcista, retrocediendo en alrededor de 9% respecto de los valores de enero (\$ 722), hasta niveles en torno a \$ 660 por dólar. De acuerdo a nuestras estimaciones, bajo este nuevo escenario el valor del dólar que equilibra el tipo de cambio real de largo plazo alcanza actualmente a \$ 670. Dicho de otro modo, si el precio del dólar estuviese actualmente en \$ 670, el tipo de cambio real estaría en su equilibrio de largo plazo.

### Tipo Cambio Observado vs Tipo Cambio de Equilibrio\*

\*TC de equilibrio : valor del dólar correspondiente al TC real promedio de largo plazo (\$)





El equilibrio de largo plazo lo hemos calculado como el valor en pesos del tipo de cambio real promedio entre 1999 y 2015, que abarca íntegramente el período con un régimen cambiario flexible. Por ser un equivalente a un promedio real de largo plazo, que incorporan las variaciones de precios internas y externas, puede ser asimilable a un concepto de tipo de cambio mínimo tolerable para un sector exportador competitivo.

La caída del dólar observado a lo largo del primer semestre de 2016 hizo desaparecer los \$ 30 a \$40 de valor por sobre el equilibrio real de largo plazo que prevaleció durante el segundo semestre de 2015, y que permitió mayores grados de holgura competitiva al frente exportador. En todo caso, desde que Chile opera bajo régimen de tipo de cambio flexible, sólo en escasas oportunidades se ha visto que el dólar observado supere el equilibrio real de largo plazo. Ocurrió en la crisis de 2008, en que el dólar se desvió en sus meses más álgidos, en alrededor de \$ 70 por dólar (13%), y con posterioridad a la crisis de asiática, en 2003-04, en \$ 94 por dólar (15%). En este sentido, el repliegue del dólar observado en los últimos meses es consistente con la trayectoria de largo plazo del tipo de cambio real, en que los distanciamientos de 5% o más tienden a ser transitorios y breves en el tiempo.

### **Algunas razones en torno a la caída del dólar observado**

El ajuste del tipo de cambio observado desde febrero de 2016 en adelante se relaciona en gran medida con lo que ha ocurrido con el valor del dólar en los mercados internacionales. El índice dólar, que mide el valor de la moneda estadounidense en relación a una canasta de monedas extranjeras<sup>1</sup>, ha caído en aproximadamente 5,1% desde enero de este año, reflejando expectativas más conservadoras en los mercados mundiales respecto a la velocidad de normalización de la política monetaria en Estados Unidos.

Aunque la ansiedad respecto a las tasas de interés sigue siendo muy elevada en la FED, subyacen algunos elementos que hacen muy complejo el proceso de normalización de tasas de interés iniciado en diciembre de 2015 por el Banco de la Reserva Federal de EEUU. Entre ellos, el bajo crecimiento del PIB mundial, en especial de los países avanzados, las tasas de interés negativas en algunas economías como Alemania y Suiza, y el sinceramiento de las tasas de interés neutrales. El reciente mensaje de Yanet Yellen en Davos tampoco ha auspiciado un cambio sustantivo respecto de estas expectativas preliminares.

Por otra parte, el aumento o disminución del dólar observado se conjuga con los precios de exportación de los distintos productos, definiendo en gran medida la intensidad de la competitividad externa. Mientras más elevados sean los precios a los que un determinado sector exporte su producto, más alto es también el tipo de cambio real y viceversa. Es lo que ocurrió por muchos años (2006-12) en los sectores mineros y exportadores de commodities, que pudieron suplir holgadamente con elevadas cotizaciones internacionales el descenso del dólar observado.

Tal como lo ha hecho regularmente la CCS, es importante identificar el tipo de cambio real que corresponde a cada actividad exportadora, lo cual considera el tipo de cambio observado, los aspectos de costos internos y el comportamiento de los precios

<sup>1</sup> La canasta de monedas del Índice Dólar son: Euro, Yen, Libra Esterlina, Dólar canadiense, Corona sueca y Franco suizo.

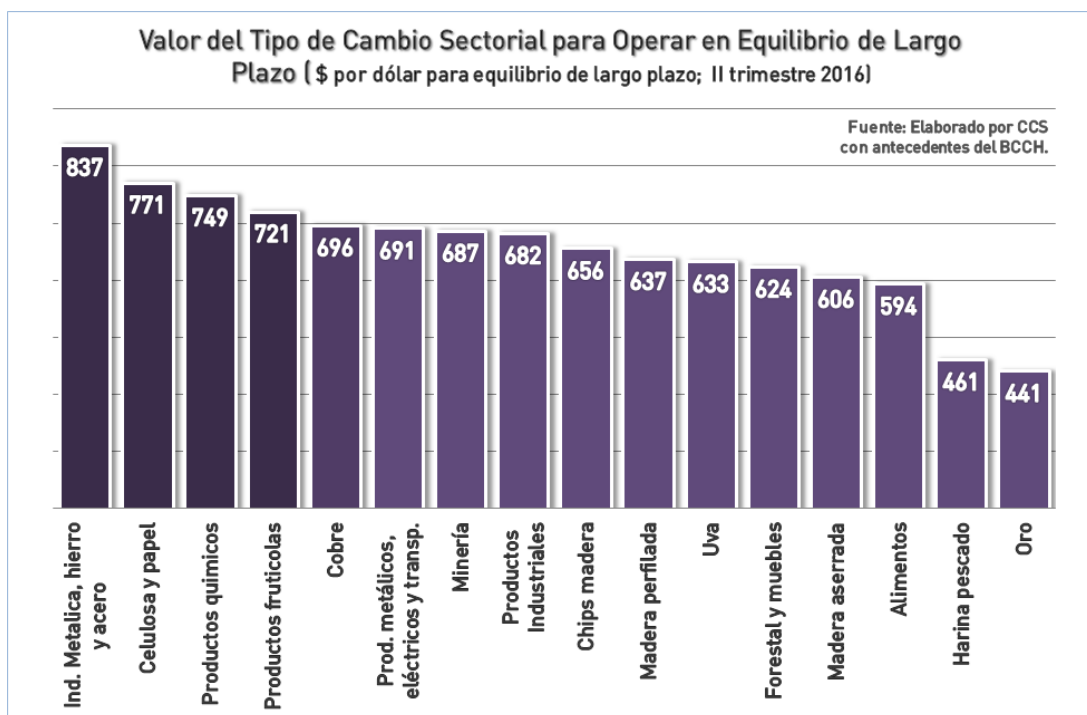


internacionales de los productos exportados por cada sector individual<sup>2</sup>, en lugar del precio promedio de toda la canasta exportadora.

### Tipo de cambio de equilibrio de largo plazo por sector de actividad

Los resultados muestran que ha habido importantes modificaciones en el perfil competitivo de los sectores exportadores en la economía chilena, no sólo por la caída en los últimos años de los precios internacionales de muchos de los bienes que exporta, sino también por los cambios en las valorizaciones del tipo de cambio.

Como hemos observado de forma más o menos sistemática en el tiempo, los sectores que requieren del dólar más alto para operar en un estado de equilibrio de largo plazo son aquellos relacionados con la industria metálica, hierro y acero, que requieren valores de \$ 837 y los productos químicos, de \$ 749.



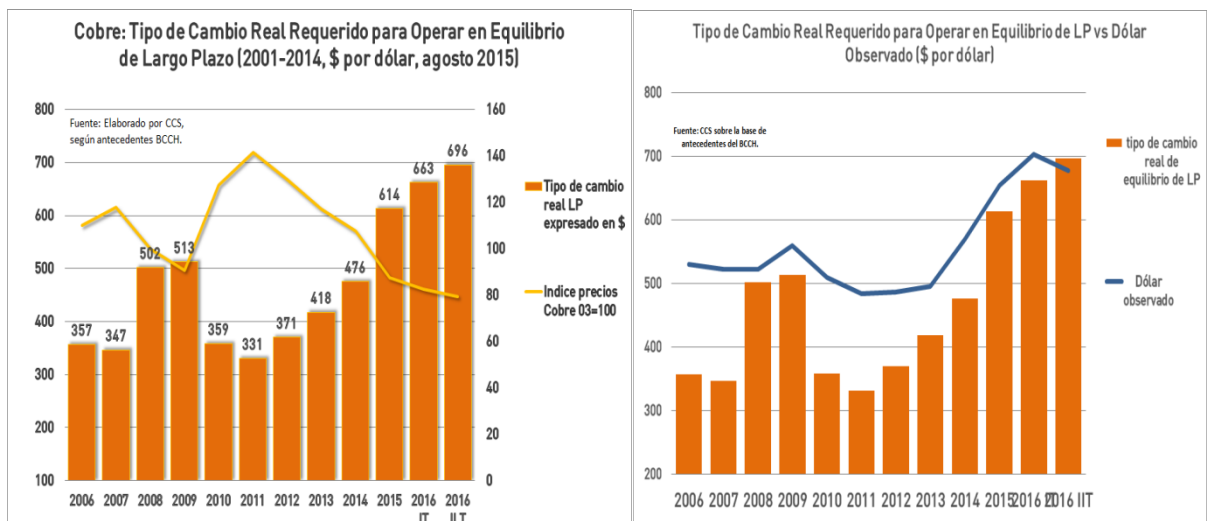
El motivo radica en el pronunciado descenso de precios en estos sectores (más de 40% en la industria metálica y 20% en productos químicos), lo que ha impedido que la recuperación del tipo de cambio modifique el panorama competitivo que ha caracterizado a estas actividades en los últimos años. En efecto, desde 2008 en adelante estos sectores exportadores han operado con un tipo de cambio inferior a su nivel de equilibrio de largo plazo.

<sup>2</sup> Fuente: Banco Central de Chile; Índices de precios de exportación trimestrales.



La celulosa y papel también se encuentran afectados por un proceso de deterioro de precios internacionales, requiriendo de un tipo de cambio real de largo plazo de \$ 771. La celulosa blanqueada ha reducido en un 3% sus precios desde 2011 en adelante y la canasta de precios agregada ligada al rubro papel y celulosa ha descendido en 26% en igual lapso.

El cobre presenta un cambio radical en su estructura competitiva de la última década, ya que actualmente requiere un dólar cercano a \$ 700 para operar en el equilibrio de largo plazo, muy por sobre el valor actual del dólar observado. Entre los años 2006 y 2014 el panorama fue exactamente el inverso, ya que el dólar observado superaba con holgura el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo, brindando un enorme espacio de competitividad a las exportaciones cupríferas.



Las exportaciones de oro escapan a esta erosión competitiva que presenta la minería en general. De acuerdo a nuestras estimaciones, los embarques de oro requieren de un precio del dólar de sólo \$441, es decir, 50% menos que la cotización actual del dólar observado. Esto se debe básicamente a que el oro ha mantenido precios que persisten muy por sobre sus promedios de largo plazo, debido a su condición de activo de refugio en los mercados financieros internacionales.

También muestran una mayor holgura competitiva los rubros exportadores de harina de pescado, madera aserrada, forestal y muebles, además de uva y maderas perfiladas.

Por el contrario, muestran un panorama más ajustado la industria productora de artículos metálicos, chips de madera, y los productos industriales en general.

Con todo, de acuerdo a nuestros cálculos, **más de un 65% de la canasta exportadora enfrenta actualmente un tipo de cambio por debajo del equilibrio de largo plazo**, lo que explica el importante debilitamiento del sector externo. A diferencia, durante el segundo trimestre de 2015, aproximadamente un 87% de la canasta exportadora enfrentaba un dólar superior a su tipo de cambio real de largo plazo.



En definitiva, nuestras estimaciones apuntan a que el sector exportador en su conjunto requiere un tipo de cambio de \$ 670 por dólar para situarse en equilibrio de largo plazo. El sector minero requiere por primera vez en la década de un tipo de cambio superior a este promedio general, y un menor porcentaje de la canasta exportadora presenta holguras competitivas al tipo de cambio actual.

Los aumentos del dólar observado durante el segundo semestre de 2015 y primer trimestre de 2016 que permitieron superar el tipo de cambio de equilibrio de largo plazo, fueron fenómenos ocasionales, que pese a ser favorables en términos de competitividad, no permitieron generar un repunte de los quantum de exportaciones.

Con un tipo de cambio que ha perdido parte de la holgura exhibida en meses anteriores, la posibilidad de afectar las exportaciones debe vincularse necesariamente a los aumentos de productividad que permitan ser más competitivos en los mercados internacionales.

Retoma vigor, por tanto, el desafío de capitalizar el nuevo potencial del sector exportador de bienes y de servicios, ante el radical cambio en los precios relativos en la economía chilena y la pérdida de fuerza de los rubros mineros. Estos cambios no parecen ser transitorios, y una respuesta efectiva de la economía debería ir en la dirección de reforzar el crecimiento, la confianza y el atractivo del país como destino de inversiones.

