

# **DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA**

## **BANCO CENTRAL DE CHILE**



### **La Política Cambiaria**

José De Gregorio R.

Nº 2 – Noviembre 2001

# **ECONOMIC POLICY PAPERS**

## **CENTRAL BANK OF CHILE**



## **BANCO CENTRAL DE CHILE**

## **CENTRAL BANK OF CHILE**

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile  
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile  
Huérfanos 1175, primer piso.  
Teléfono: (56-2) 6702475 Fax: (56-2) 6702331

## LA POLÍTICA CAMBIARIA

*Exposición del señor José De Gregorio R., Consejero del Banco Central de Chile, en la mesa redonda "Hacia Dónde Va el País" organizada por el diario Estrategia, el 17 de octubre de 2001.*

Durante el último tiempo, la economía chilena ha estado sujeta a serias turbulencias provenientes de la economía internacional. Los eventos más importantes de estas turbulencias han sido la inestabilidad en algunas economías emergentes, especialmente en Argentina, y luego la confirmación de que la economía mundial, en particular la de Estados Unidos, tendría un desempeño más pobre que el esperado después del ataque terrorista del 11 de septiembre. En el ámbito interno, la recuperación ha sido más lenta de lo presupuestado. En este contexto, la principal variable de ajuste ha sido el tipo de cambio (gráfico 1), el cual ha estado en el centro de la discusión económica. El objetivo de esta presentación será analizar la evolución del tipo de cambio, la política cambiaria vigente y sus fundamentos.

### **Régimen cambiario**

La discusión sobre la mejor política cambiaria para un país es de muy larga data. Después de muchas experiencias híbridas entre sistemas de flotación y tipos de cambio fijos, la opinión prevaleciente entre académicos, analistas y autoridades económicas ha evolucionado hacia la idea de que lo más conveniente es adoptar alguno de los dos extremos. Fijar, irrevocablemente, el tipo de cambio o permitir la flotación libre en el mercado.

Esta conclusión no es una moda, ni renegar de lo que se pensó o recomendó en el pasado, sino que se fundamenta en los altos grados de integración y sofisticación alcanzados por los mercados financieros internacionales. Tratar de manejar el tipo de cambio conduce, tarde o temprano, a ataques especulativos que en períodos de alta turbulencia son muy costosos y cada vez más frecuentes. En épocas en que el mundo era mucho menos integrado había mayor espacio para manejar el tipo de cambio; hoy es cada vez más difícil y riesgoso. Si se desea aprovechar todas las oportunidades que ofrecen los movimientos de capital, es necesario adoptar políticas macroeconómicas coherentes, y en nuestro caso, la adopción de un régimen de flotación constituyó un gran paso.

Cuando se adopta un tipo de cambio fijo, éste pasa a ser el ancla para los precios y la inflación. Al fijar el tipo de cambio, las autoridades pierden el control sobre la política monetaria, por cuanto deben estar dispuestas a comprar y vender cualquier cantidad de moneda nacional a cambio de divisas para mantener la paridad. Si el público quiere desprenderse de la moneda doméstica, el dinero caerá, pues será cambiado por dólares a la

paridad fija; se pierde así el control de las tasas de interés. Si la autoridad no está preparada para proveer toda la moneda extranjera que se demanda a la paridad fija, ésta no será sostenible. Este esquema se ha sugerido para economías con alta volatilidad monetaria y baja credibilidad inflacionaria, en las cuales resulta más conveniente renunciar al uso de la política monetaria con propósitos estabilizadores. Claramente, no es esa la situación de nuestro país.

En el otro extremo, en un régimen de tipo de cambio libre, el mercado es quien decide el nivel de esta variable. En este caso, la autoridad puede controlar la política monetaria. El ancla para los precios y las expectativas es la meta de inflación.

No obstante, la flotación pura en su sentido más estricto no existe, ya que las modificaciones en las tasas de interés tienen efectos cambiarios. Al modificar las tasas de interés domésticas, los bancos centrales cambian las condiciones de arbitraje y la composición de la cartera de los inversionistas, con lo cual el tipo de cambio se ve afectado. Además, en prácticamente todas las experiencias conocidas, los bancos centrales, por un conjunto de razones que expondré más adelante, intervienen de manera directa en el mercado cambiario, a través de la compra y venta directa de divisas. Si los bancos centrales no desean cambiar la tasa de interés, para mantener la independencia de la política monetaria se deben “esterilizar” los impactos monetarios a través de operaciones compensatorias. Es lo que se ha estado haciendo en Chile. Para que la intervención no altere la tasa de política monetaria, cada vez que el Banco Central interviene vendiendo reservas debe reponer los pesos que ha retirado.

En el transcurso de su historia, Chile no ha escapado a la experimentación en materia de regímenes cambiarios. En general, se adoptaron esquemas con alta intervención en el mercado, a través de fijaciones — de un valor fijo o una tasa de cambio preestablecida —, bandas de distinto ancho, etc. En distintas coyunturas, y diversos períodos, la gran mayoría de nuestras experiencias con regímenes de flexibilidad limitada muestra que esos sistemas terminan por agravar, en vez de suavizar, los ajustes macroeconómicos. La causa es siempre la misma: en una economía como la chilena, pequeña, abierta al exterior y rica en recursos naturales, el tipo de cambio real debe fluctuar de manera importante. Eso es lo que se observa en Chile a través de su historia (gráfico 2). Algo similar ocurre en otras economías abiertas y con alta dotación de recursos naturales como Australia, Canadá y Nueva Zelanda. Bajo estas condiciones, cualquier camisa de fuerza para el tipo de cambio es muy costosa, en particular en períodos difíciles. Cuando hay rigideces, la moneda tiende a sobrevaluarse y pasa a ser un objetivo apetitoso contra el cual especular.

Por ello, en septiembre de 1999, el Banco Central adoptó un régimen de flotación, el que tiene muchos beneficios. En primer lugar, ha permitido que la política monetaria pueda seguir siendo utilizada para conseguir el objetivo inflacionario. Además, ha que el tipo de cambio sea la principal variable que absorba los shocks externos. En vez de dejar que las tasas de interés y el PIB se ajusten bruscamente a las cambiantes condiciones externas, el tipo de cambio hace el ajuste más eficiente, es decir menos costoso, por la vía de cambiar las señales de asignación de recursos entre los sectores transables y no transables. También

se anunció que el Banco se reservaba la opción de intervenir en el mercado cambiario en situaciones de excepción.

### **Razones para una intervención cambiaria**

Habiendo adoptado un régimen de flotación, la pregunta obvia es por qué existen condiciones especiales en las cuales se debe intervenir. Existe una amplia literatura sobre los problemas de funcionamiento en los mercados financieros. Por ejemplo, son conocidas las discusiones acerca de la exuberancia de las bolsas accionarias, y cómo ellas pueden pasar por largos períodos de sobrevaloración. También existe bastante evidencia sobre la excesiva volatilidad en los mercados cambiarios, lo que además sirve como principal argumento para los partidarios de fijar el tipo de cambio. No obstante, esto no basta para justificar la intervención, ya que la existencia de fallas en muchos mercados no justifica la intervención en la inmensa mayoría de ellos. Sin embargo, dado que el tipo de cambio es una variable clave en la asignación de recursos, con importantes repercusiones macroeconómicas sobre nuestras cuentas externas, crecimiento e inflación, se justifica la posibilidad de que las autoridades intervengan el mercado. Ello, porque las fluctuaciones excesivas en el tipo de cambio no sólo tienen impacto sobre un mercado específico, sino que también tienen repercusiones macroeconómicas significativas.

En consecuencia, la razón fundamental para realizar, excepcionalmente, intervenciones es que los mercados pueden sobrerreaccionar, llevando el tipo de cambio a valores muy alejados de su equilibrio de mediano plazo. De ser así, es posible que estos cambios se traduzcan en aumentos innecesarios de la inflación y en malas señales microeconómicas. Depreciaciones excesivas podrían tener efectos contractivos sobre la actividad económica. Por ello, es necesario estar preparados para, de manera excepcional, proveer liquidez en moneda extranjera en momentos de turbulencia.

En épocas de alta incertidumbre se reduce la liquidez en los mercados. Los días con las mayores variaciones en el precio del dólar han sido aquellos con pocos montos transados. La escasa profundidad de los mercados cambiarios también puede producir movimientos bruscos. Por ejemplo, una depreciación excesiva puede inducir a los agentes a incrementar su demanda por instrumentos de cobertura, generando un círculo vicioso. Así, es posible que se generen burbujas especulativas y otros comportamientos negativos en el funcionamiento ordenado de los mercados financieros, que pueden terminar con precios muy alejados de lo justificado de acuerdo a los fundamentos.

En un régimen de flotación, el Banco Central no puede tratar de fijar un precio para el dólar. Sería un error intentar hacerlo. Éste es el mayor riesgo de las intervenciones, ya que en vez de inducir mayor estabilidad pueden incentivar la especulación. La razón de fondo para no buscar precios es que ni los agentes ni las autoridades pueden determinar con exactitud cuál es el equilibrio; por ello, se debe permitir que el mercado encuentre un equilibrio adecuado y congruente con los fundamentos de la economía.

Basados en lo anterior, es decir, con la idea de que podríamos estar frente a turbulencias con altas posibilidades de ser una sobre-reacción transitoria, y con la convicción de que en vez de buscar un precio es necesario proveer liquidez, el Banco Central anunció el 16 de agosto que intervendría en el mercado cambiario, dadas las circunstancias especiales por las que atravesaba nuestra economía. La intervención sería por un monto máximo limitado, 2.000 millones de dólares en colocaciones adicionales de pagarés reajustables en dólares (PRD) a plazos de 2 a 4 años, y un máximo de intervención directa a través de la venta de reservas por un monto de hasta 2.000 millones de dólares. La intervención sería también acotada en el tiempo, dándose un plazo hasta fines de diciembre, período en el cual se estima que las principales incertidumbres financieras deberían estar medianamente resueltas.

La intervención se anunció antes del ataque terrorista del 11 de septiembre, evento que agravó aún más las turbulencias externas, y que dio nuevas razones para justificar esta decisión de política. Claramente, es difícil pensar un conjunto mayor de circunstancias extraordinarias en la economía mundial que justifiquen una intervención cambiaria.

La decisión no fue fácil, ya que el Consejo del Banco Central es firme partidario de la flotación cambiaria. Sin embargo, lo excepcional de la situación llevó a escoger una intervención consistente con el espíritu del sistema de flotación adoptado en septiembre de 1999, definiendo la oportunidad y los montos de las intervenciones.

Si a ello se suma, además, el descalce entre el Banco Central y el sector privado, donde el primero se encuentra sobre-activado en dólares, mientras el sector privado está sobre-activado en pesos, la decisión tiene una justificación adicional. Ello, por permitir el intercambio de activos denominados en dólares por activos en pesos, lo cual, desde el punto de vista financiero, es apropiado tanto para el sector privado como para el Banco Central.

### **Efectividad de las intervenciones**

Existe una extensa literatura que intenta evaluar si las intervenciones son efectivas o no, y, como en la mayoría de estos temas, los resultados no son concluyentes. Los mecanismos a través de los cuales las intervenciones pueden tener efecto son variados, desde un impacto sobre la composición de los portafolios de los inversionistas, hasta señales que éstas entregan sobre el transcurrir futuro de la política monetaria.

Una dificultad para determinar la efectividad de las intervenciones es que no se puede saber con exactitud qué hubiera pasado en el mercado de no haberse intervenido. Esto significa que en la actual coyuntura no podemos determinar exactamente qué hubiera ocurrido si el Banco Central no hubiera intervenido en el mercado cambiario. Por lo tanto, precisar la efectividad de las intervenciones requiere utilizar algún método indirecto, no siempre exento de problemas metodológicos.

La otra gran dificultad, y que a mi juicio es la más importante para determinar los efectos de las intervenciones, es que en algunas ocasiones éstas ocurren en períodos en los cuales los movimientos cambiarios están basados en razones fundamentales, y la fuerza del mercado es mayor que la de las intervenciones. En este caso, a pesar de que haya señales de una sobre-reacción de mercado, ésta puede ser justificada. De ser así, las intervenciones en dichas circunstancias son, y es bueno que así lo sean, inefectivas. Ello evita, además, la tentación de intervenir continuamente. Sin embargo, desde el punto de vista de política macroeconómica, es necesario verificar directamente en el mercado que éste es el caso. Es mucho más costoso no actuar en presencia de un mercado desanclado, que intervenir cuando los fundamentos no lo justifican. Esto es particularmente válido cuando se dispone de suficientes reservas. De esta manera, la intervención cambiaria entrega información sobre cuán fundadas son las fluctuaciones en períodos de turbulencia, la cual sirve para evaluar si es necesario emprender acciones adicionales para evitar las indeseadas consecuencias inflacionarias de una depreciación excesiva.

### **Tipo de cambio real**

Uno de los elementos que cruza la pregunta de si estamos en presencia de un aumento insostenible del tipo de cambio, que pueda generar inflación e inestabilidad perjudiciales para la economía, es, por un lado, si las depreciaciones del peso se justifican en fenómenos fundamentales y, por otra parte, si estas depreciaciones incuban serios riesgos inflacionarios. Examinaré cada una de estas interrogantes a continuación.

El tipo de cambio real se ha depreciado en términos reales cerca de 30% respecto del primer semestre de 1999. Es decir, en poco más de dos años se revirtió la apreciación real ocurrida en ocho años, desde mediados de 1991.

Pero esto también ha sido posible debido a que existen fundamentos para que así ocurra. Tal vez el efecto más fuerte, y que ya venimos sintiendo desde 1998, es una severa caída de los términos de intercambio (gráfico 3). Esto ha ocurrido como producto del deterioro en el escenario de crecimiento internacional. Recientes estimaciones de consenso han rebajado en aproximadamente un punto porcentual las proyecciones de crecimiento de nuestros socios comerciales para el 2002, que se estima llegará apenas a 2%, con Estados Unidos creciendo entre 1 y 1,2% para los años 2001 y 2002.

La caída de los términos de intercambio significa que nuestras exportaciones son hoy mucho más baratas que nuestras importaciones; en otras palabras, la valoración relativa del mundo por nuestros bienes es menor. En consecuencia, nuestros precios y salarios respecto de los del resto del mundo (expresados en dólares) deben ser también menores, y, por lo tanto, el tipo de cambio se debe depreciar en términos reales. En otras palabras, para generar el mismo déficit en cuenta corriente necesitamos tener más exportaciones y menos importaciones (ambas en volumen), y para ello se necesita una depreciación real, que entregue los incentivos para que los recursos productivos se reasignen al sector de bienes

transables. Esto explica que, en la actualidad, el crecimiento esté liderado por las exportaciones.

Este efecto ha sido muy significativo. A modo de comparación, si hoy prevalecieran los términos de intercambio promedio del período 1990-1995 habría ingresos adicionales (netos de costo de importación) de 4,4% del producto interno bruto (PIB). Sin duda, un efecto ingreso de esta magnitud explica parte importante de la corrección del tipo de cambio.

Asimismo, vale la pena mencionar la escasa disponibilidad de flujos de capitales a economías emergentes. El mundo se ha replegado respecto de las economías emergentes, y el financiamiento se ha reducido. Durante sus años de mayor auge, los flujos netos privados a economías emergentes, 1995-1996, superaron en promedio los 200 mil millones de dólares. En cambio, en el bienio 2000-2001, éstos fueron cero en términos netos. Chile no ha estado ajeno a este fenómeno. En su año récord, 1996, el flujo neto privado llegó a casi 7 mil millones de dólares, mientras que en el año 2000 llegó a casi mil cuatrocientos millones de dólares, siendo prácticamente nulo en lo que va corrido de este año.

Por último, hay que destacar que en un escenario de menor crecimiento del gasto, las presiones de demanda sobre el sector de bienes no transables son menores, lo que induce a la depreciación del tipo de cambio real.

En consecuencia, existen muchos factores que explican la depreciación real ocurrida en el último tiempo. Cuánto debería ser esta depreciación es algo que debe encontrar el mercado, y el objetivo del Banco Central es que esto ocurra dentro de un marco coherente con los equilibrios macroeconómicos.

Aunque de acuerdo con las estimaciones de muchos analistas nacionales y extranjeros el tipo de cambio real puede estar sobre su valor de largo plazo, ello eso no es algo inusual en Chile. De hecho, existe una serie de factores que pueden contribuir a que el tipo de cambio real se desvíe de su valor de largo plazo de manera persistente. Por ejemplo, períodos de fuertes flujos de capital presionan a una apreciación excesiva. Hoy, en cambio, la sobre-reacción puede contribuir a acelerar el proceso de reasignación de recursos al sector transable. Sin embargo, es prudente prevenir desbordes excesivos, que posteriormente se pueden deshacer también con fuerza, eventualmente generando inflación y ajustes más costosos.

## **Inflación y tipo de cambio**

Durante mucho tiempo se pensó que las variaciones en el tipo de cambio se traducirían mecánicamente en cambios de precios. De ahí las justificaciones para fijar el tipo de cambio y los temores a las devaluaciones. Sin embargo, y particularmente en los años noventa, la experiencia nos muestra que las fluctuaciones del tipo de cambio tienen



un impacto inflacionario mucho menor al esperado. Entre otras, la experiencia europea de principios de la década del noventa, así como los casos de Australia y Nueva Zelanda durante la crisis asiática, muestran que es posible enfrentar fuertes fluctuaciones del tipo de cambio sin que éstas denoten cambios significativos y persistentes en la inflación (gráfico 4). En la medida que el tipo de cambio contribuya a una corrección de precios relativos, es normal que vaya acompañado de baja inflación.

Una política macroeconómica basada en un esquema cambiario flexible, donde el ancla inflacionaria no es el tipo de cambio; un compromiso efectivo y creíble con la estabilidad de precios; una política fiscal consistente con este objetivo; y un sistema financiero sólido, son elementos fundamentales para que el traspaso de tipo de cambio a precios ocurra con mínimas consecuencias inflacionarias. Asimismo, la adopción de metas de inflación creíbles, en Chile o en los países antes mencionados, permite que los ajustes de precios que deban ocurrir por el debilitamiento de la moneda local no vayan acompañados de expectativas persistentes de mayor inflación. La baja demanda agregada y la caída del precio del petróleo también son factores que contienen la inflación durante esta coyuntura, y los crecimientos de la productividad asociados a una salida de ella deberían mantener las presiones inflacionarias bajo control.

El Banco Central ha reconocido que es posible un aumento de la inflación hacia el techo del rango meta (gráfico 5) como producto del ajuste de algunos precios, pero las perspectivas inflacionarias siguen estando dentro del objetivo de estabilidad. Por supuesto, existen escenarios en los cuales podría haber presiones inflacionarias inesperadas, en cuyo caso no debiera haber duda de que el Banco Central tomará las medidas necesarias para mantener la inflación dentro del rango meta.

### **Las condiciones monetarias actuales**

Un último punto al que quisiera referirme es la discusión sobre la expansión monetaria reciente. Circula el argumento de que las altas tasas de expansión de los agregados monetarios durante los últimos meses, en particular M1A, estarían incubando presiones inflacionarias y serían las responsables del aumento del tipo de cambio. El argumento es, simplemente, que un aumento de la oferta de dinero más allá de la demanda genera que haya muchos pesos persiguiendo pocos bienes y dólares. La recomendación de política es directa: restringir la liquidez.

Este argumento, sin embargo, ignora que la evolución del dinero ha sido bastante especial durante el último tiempo, e incluso alterada por el efecto del año 2000. Como se observa en el gráfico 6, después de una brusca caída el dinero ha estado creciendo a tasas aceleradas, pero partiendo de una base muy baja. Incluso, se observa claramente que el crecimiento promedio reciente es menor que el crecimiento de tendencia de los años noventa. Más recientemente, el dinero ha estado creciendo, en promedio mensual desestacionalizado, por debajo del 1%.

No obstante lo anterior, la forma más rigurosa de verificar si el dinero crece excesivamente es estimar si la demanda está creciendo de manera coherente con las condiciones de menores tasas de interés nominal y la expansión del producto. Para ello, se puede estimar una demanda por dinero hasta 1997 y luego simular dinámicamente hasta la actualidad, utilizando los datos efectivos de tasas y producto. Este ejercicio no admite ningún cambio en las preferencias por liquidez después de 1997; por lo tanto, es el más conservador para analizar si hay crecimiento excesivo de la liquidez. Si la cantidad de dinero estuviera por encima de la demanda, podríamos pensar que hay un excesivo crecimiento del dinero, dadas perspectivas inflacionarias bajas. El gráfico 7 muestra que efectivamente la cantidad de dinero es consistente con la demanda. Por lo tanto, no hay evidencia de que haya un persistente exceso de dinero, más allá del requerido, persiguiendo pocos bienes y pocos dólares.

Es necesario agregar, también, que la demanda por dinero puede presentar volatilidad en un esquema donde el instrumento de política monetaria es la tasa de interés, la que se ajusta para conseguir la meta de inflación dentro del rango de 2% a 4%, centrada en 3%. Lo importante es que las expectativas y las acciones de política estén centradas dentro del rango meta de la inflación. Por lo tanto, la información obtenida directamente de los agregados monetarios es parcial, aunque por supuesto no irrelevante.

## **A modo de conclusión**

Para Chile, dadas sus características de economía pequeña, abierta al exterior y con una gran dotación de recursos naturales, la adopción de un régimen de flotación cambiaria es sin duda la elección más adecuada. La flexibilidad de este sistema evita costosos ajustes ante modificaciones en las condiciones externas e internas de la economía que requieran ajustes del tipo de cambio real. Un sistema de flotación, en conjunto con un sistema financiero sólido, evita las frecuentes crisis cambiarias, agravadas al transmitirse al sistema bancario, las cuales han afectado a muchas economías emergentes, y a las que Chile no ha sido inmune en el pasado.

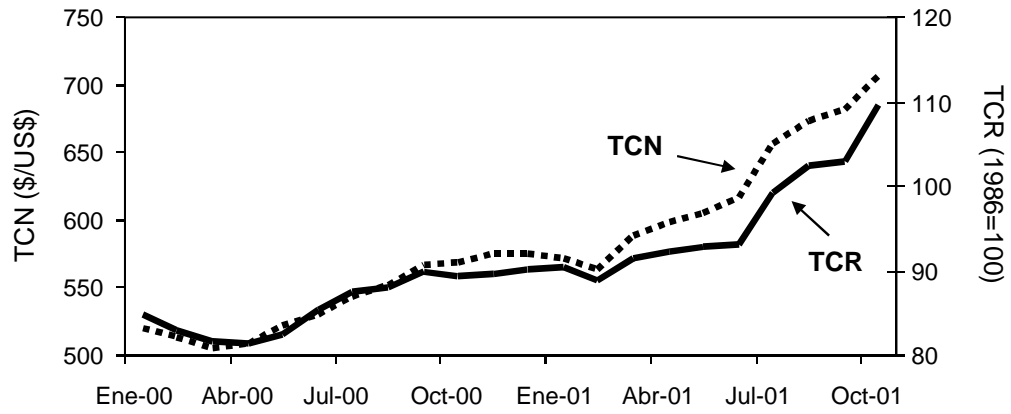
Intervenir excepcionalmente en el mercado cambiario se justifica cuando se estima que puede haber una sobrerreacción del tipo de cambio, la que puede tener repercusiones negativas sobre la inflación y en el comportamiento general de la economía. Esto ocurre por un conjunto de factores que afectan el funcionamiento ordenado de los mercados financieros, en especial en períodos de turbulencia internacional.

Las condiciones externas actuales, reflejadas en la fuerte caída de los términos de intercambio, así como la escasez de flujos de capitales y el lento crecimiento de la demanda agregada en el frente interno, dan cuenta de parte importante de la depreciación que ha sufrido el tipo de cambio real. En dos años hemos tenido una depreciación del tipo de cambio real que ha revertido una apreciación ocurrida en ocho años. En el futuro cercano, nuestro crecimiento será liderado por el sector de bienes transables, como así lo

indican las señales de precios. Sin embargo, sería un error tener un objetivo de tipo de cambio real. En muchas oportunidades se intentó, con elevados costos, doblarle la mano a la fuerza de los hechos. Desde el punto de vista de la fortaleza de nuestra economía, lo que importa es la solidez de nuestros equilibrios internos y externos, más que los niveles específicos para ciertos precios. Asimismo, necesitamos mayores grados de profundidad en los mercados financieros, y empresas más conscientes de la necesidad de cubrirse ante fluctuaciones cambiarias.

El conjunto de políticas macroeconómicas ha permitido acomodar los efectos de la depreciación real. Una política monetaria comprometida con una meta de inflación, junto a una política fiscal equilibrada, han limitado los costos inflacionarios de estos eventos, como no ha ocurrido antes en nuestra historia económica, pero como sí ocurre en economías macroeconómicamente estables y modernas. Nuestra economía es hoy una de ellas, y está en muy buena posición para absorber, aunque no evitar, las turbulencias externas. Sin embargo, estas políticas requieren del pragmatismo necesario para evitar sobrereacciones de corto plazo que producen más costos que beneficios, y en ese contexto se inscriben la intervención excepcional que el Banco Central ha estado realizando en el mercado cambiario.

**Gráfico 1**  
**Tipo de Cambio Real y Tipo de Cambio Nominal**



**Gráfico 2**  
**Evolución del Tipo de Cambio Real**

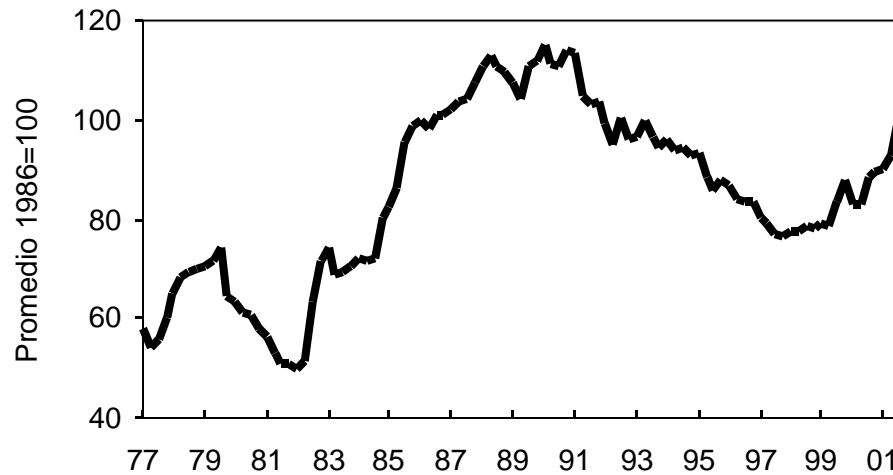
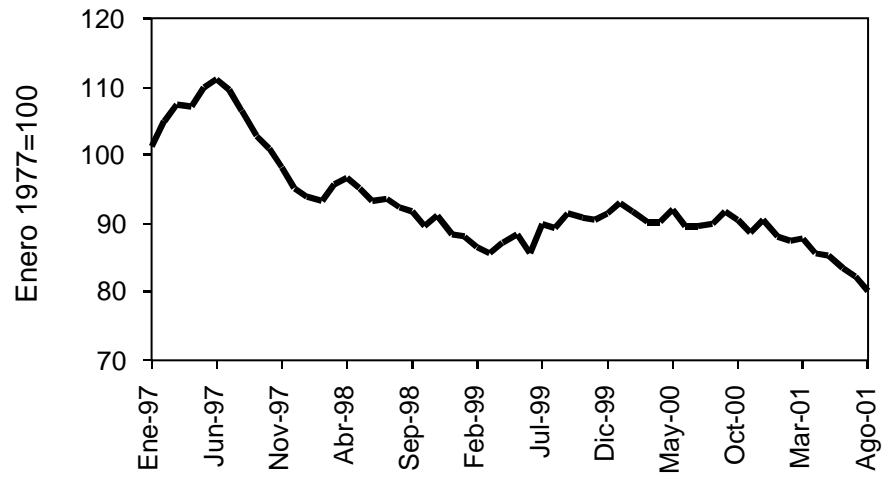
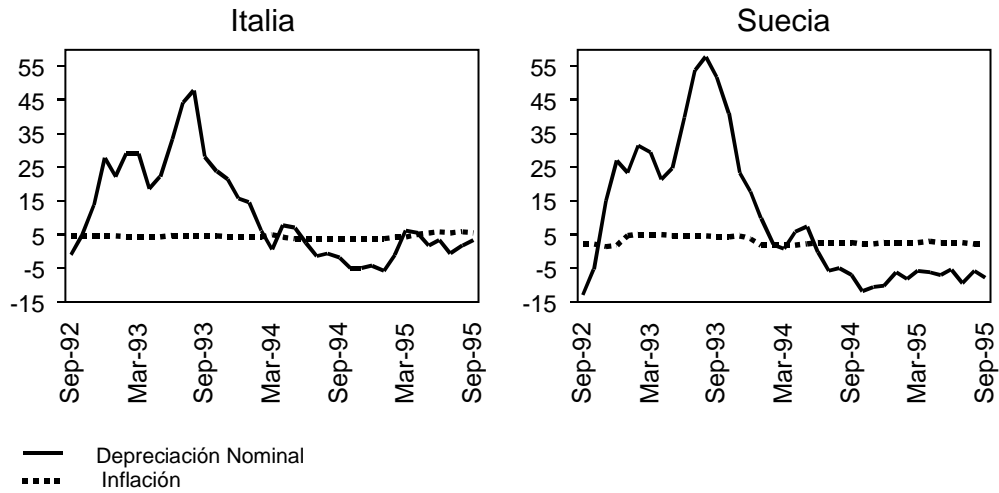


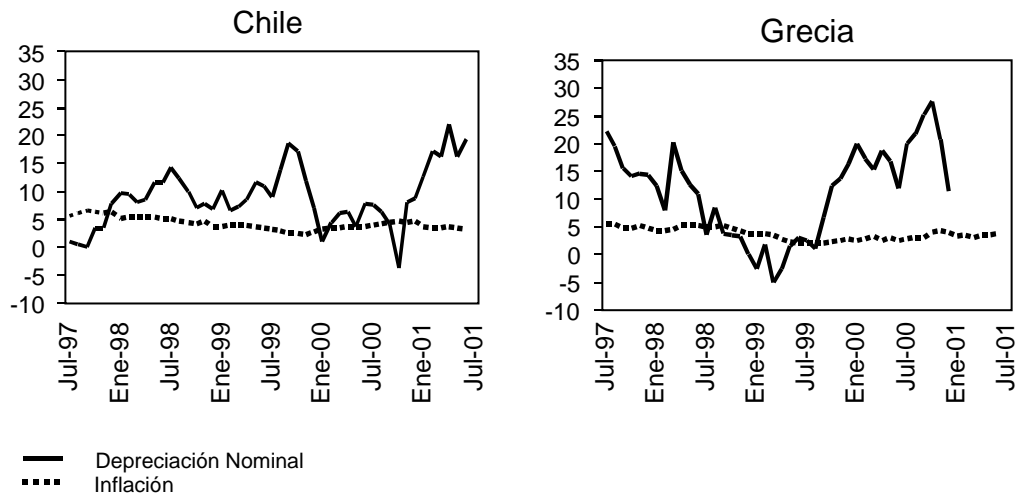
Gráfico 3  
Evolución de los Términos de Intercambio



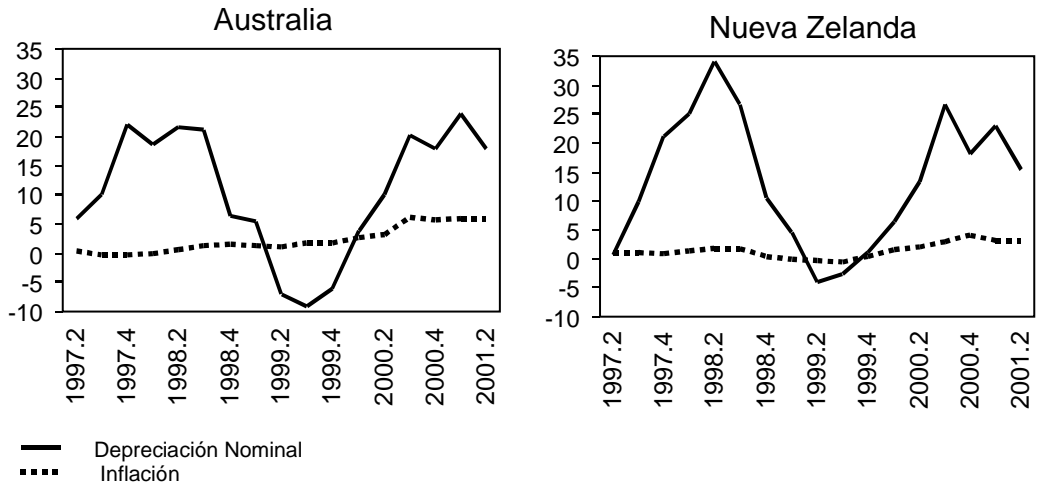
**Gráfico 4a**  
**Depreciación Nominal e Inflación**  
(Variación porcentual, datos mensuales)



**Gráfico 4b**  
**Depreciación Nominal e Inflación**  
(Variación porcentual, datos mensuales)



**Gráfico 4c**  
**Depreciación Nominal e Inflación**  
 (Variación porcentual, datos trimestrales)



**Gráfico 5**  
**Proyección de Inflación**  
 (Porcentaje de variación anual al 5 de septiembre)

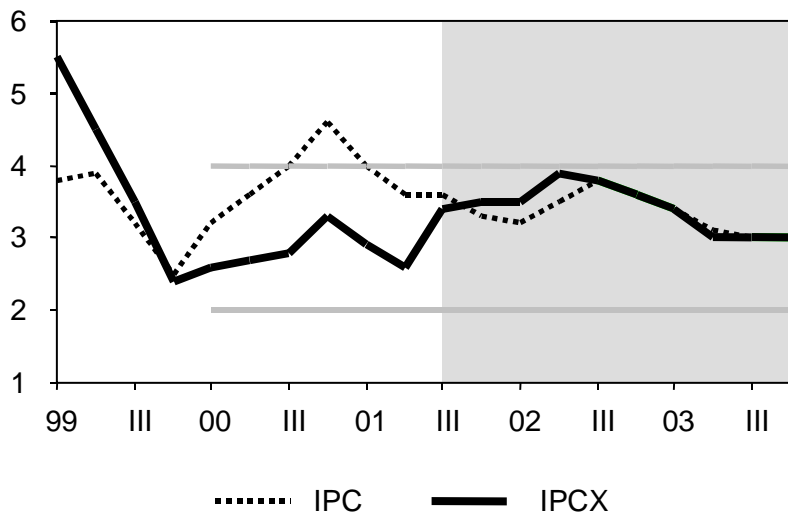


Gráfico 6  
**Dinero Real**  
 (M1A desestacionalizado)

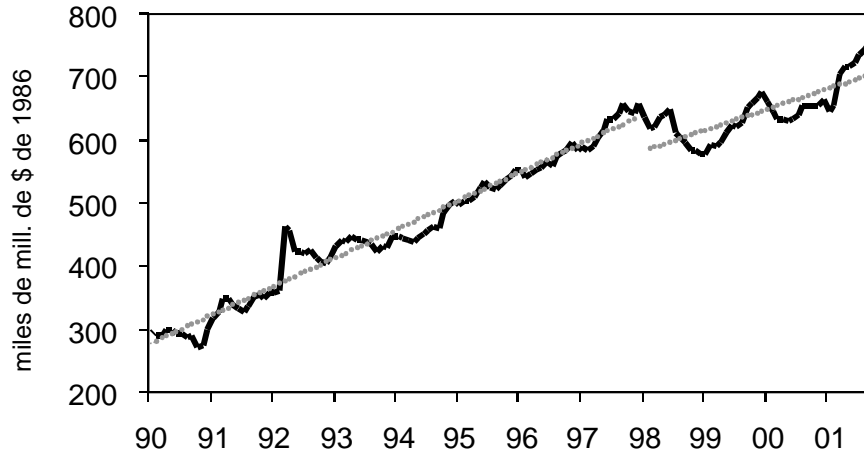


Gráfico 7  
**Demanda por Dinero**  
 (Logaritmo de M1A Real)

