

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE CHILE

Presentación de don Vittorio Corbo,
Presidente del Banco Central de
Chile, en Clase Magistral efectuada
en la Universidad de los Lagos en
Puerto Montt.

27 de julio de 2005

La economía chilena continúa la fase de expansión iniciada en la segunda mitad del 2004, con un crecimiento del producto que supera al del producto potencial. En cuanto a la inflación de tendencia, de acuerdo con lo previsto, ésta se aproxima gradualmente hacia el centro del rango meta, a pesar del aumento más pronunciado del IPC por la incidencia de las alzas de los combustibles y de los aumentos poco usuales de los precios de algunos bienes perecibles y ciertas tarifas reguladas. Este cuadro macroeconómico ha estado apoyado por condiciones monetarias claramente expansivas, un entorno externo favorable, y un adecuado marco de políticas macroeconómicas.

Escenario Externo

El entorno externo favorable incluye un crecimiento mundial alto, aunque inferior al sorprendente 2004, términos de intercambio (razón de precios de exportaciones a precios de importaciones) que mejoran incluso con respecto a los altos valores alcanzados el año pasado, y condiciones financieras que se mantienen auspiciosas a pesar del avance del ciclo de normalización de las tasas de interés de los EE.UU. De hecho, para muchos observadores y autoridades, el bajo nivel que han alcanzado las tasas de interés de largo plazo en ese país se ha convertido en un acertijo.

Después de una desaceleración del crecimiento mundial a comienzos del segundo trimestre, éste ha retomado fuerzas. El crecimiento sigue impulsado por EE.UU., China, India y el resto de Asia emergente. En contraste, Europa continúa mostrando un crecimiento muy débil, mientras que Japón mejora en el margen. En cuanto a América Latina, después de un buen año 2004, se está observando ahora una moderada desaceleración en su crecimiento.

El crecimiento de EE.UU. ha retomado fuerza después de haber mostrado debilidad hacia fines del primer trimestre, impulsado por las favorables condiciones financieras, mejoras en el mercado laboral y buenas expectativas de empresarios y hogares. El crecimiento de la demanda interna es liderado por el consumo privado y por la expansión de la inversión en viviendas. Más recientemente se observa también un mayor dinamismo de las exportaciones. Sorprende la fortaleza de la demanda en EE.UU., pese a los altos precios que ha alcanzado el petróleo.

En el caso de China, el impulso a su crecimiento se deriva de su exitosa integración a la economía global, que está resultando en un fuerte crecimiento de la inversión y de sus exportaciones. Este crecimiento se propaga en forma creciente hacia el consumo interno. India, por otra parte, sigue cosechando los frutos de las reformas implementadas durante la última década.

Europa, con sus rigideces en importantes mercados, sigue mostrando grandes dificultades para adaptarse a un mundo cada vez más globalizado. En el corto plazo, el lento crecimiento está asociado principalmente a una demanda interna que sigue muy débil, mientras las exportaciones comienzan a mostrar mayor dinamismo (especialmente en Alemania). En cuanto a Japón, después de haber terminado el 2004 prácticamente estancado, evidencia ahora un mayor dinamismo, principalmente en el consumo y la inversión, mientras las exportaciones comienzan a dar señales de mayor fortaleza.

En suma, las perspectivas futuras muestran un cuadro en que la economía mundial perdería cierto empuje este año y el próximo, después de haber crecido el 2004 a su mayor tasa en treinta años. Pero incluso así, la economía mundial crecería en el bienio 2005-2006 bastante por encima de lo que creció en promedio en la década de los noventa.

En el caso de las materias primas -incluido el petróleo-, el alto dinamismo de la economía mundial, especialmente de importantes consumidores como EE.UU., China e India, unido a una baja respuesta de corto plazo de la oferta, han determinado aumentos importantes en los precios. Para Chile, esto ha resultado en altos precios tanto para los productos mineros, especialmente el cobre, como también para el petróleo. El efecto neto de estos efectos es que los términos de intercambio han vuelto a mejorar este año. En la medida que la actividad mundial mantenga un crecimiento robusto, las perspectivas son

que el precio del cobre seguirá alto, aunque probablemente irá reduciéndose en el tiempo por la incorporación de nuevos proyectos y los consiguientes aumentos en producción. En lo que se refiere al petróleo, las perspectivas son ahora que los precios se van a mantener altos por un tiempo prolongado, con el riesgo adicional de nuevos incrementos a partir de los altos precios imperantes.

En cuanto a las condiciones financieras internacionales, éstas se han mantenido favorables con tasas de largo plazo bajas, buen acceso a los mercados y bajos spreads de deuda, pese a los aumentos que han registrado las tasas de interés de corto plazo. Este cuadro es el resultado, en parte, de la alta liquidez imperante en los mercados financieros internacionales, lo que a su vez es el reflejo de políticas monetarias expansivas en los principales países industriales. Este ambiente ha sido propicio para la refinanciación de pasivos de países emergentes en condiciones financieras más favorables, situación que los países han aprovechado y que ha resultado en una mejora generalizada en las clasificaciones de riesgo del mundo emergente por parte de las agencias clasificadoras. Este escenario financiero favorable ha comenzado, muy gradualmente, a revertirse a medida que EE.UU. continúa con su política de normalización pausada de su política monetaria. En la zona euro y en Japón, los mercados por ahora esperan que el retorno a una política monetaria menos acomodaticia no se inicie sino hasta entrado el 2006. Asociado al avance de la normalización de la política monetaria de los países industriales, es probable que se dé también un aumento tanto en las tasas de interés a mayores plazos como en los spreads que pagan los países y empresas de menor clasificación de riesgo.

Condiciones Internas

En el escenario interno destacan las favorables condiciones financieras, resultado de la evolución de las tasas de interés internacionales y de una política monetaria doméstica que, aunque en proceso de normalización, sigue siendo claramente expansiva. Así, las tasas de interés de los bonos nominales –para igual plazo– están por debajo de los promedios observados el año pasado, aunque han subido en las últimas semanas. Los movimientos de las tasas de interés de largo plazo han seguido de cerca la evolución de las tasas de instrumentos similares en los países industriales, especialmente de EE.UU.. En tanto, las tasas de los documentos indexados del Banco Central a cinco y diez años

(BCU-5 y BCU-10) son menores al promedio de los últimos dos años, aunque han remontado después de alcanzar mínimos históricos. El comportamiento de las tasas indizadas es el resultado de las trayectorias de las tasas nominales y la normalización del premio de compensación inflacionaria. En lo que se refiere al financiamiento a personas y empresas, el costo de los créditos de consumo y líneas de financiamiento de corto plazo ha aumentado en línea con los aumentos de la tasa de política monetaria, mientras que el costo de los créditos y financiamiento de largo plazo permanece relativamente estable. Con todo, el crédito continúa mostrando una fuerte expansión.

Con el auspicioso escenario externo y las favorables condiciones financieras que enfrenta, la economía chilena ha continuado su ciclo expansivo, tanto a nivel de los hogares como de las empresas. Los hogares se benefician de un mercado laboral más activo y condiciones de financiamiento, especialmente para créditos hipotecarios, muy favorables. En contraste, sufren los efectos de los elevados precios del petróleo, que reducen su ingreso disponible real. Las empresas se benefician con mercados externos e internos que se mantienen dinámicos, mayores utilidades y positivas condiciones financieras. Además, las empresas que producen bienes primarios se benefician de los altos precios de sus productos. Al igual que en el caso de los hogares, las empresas sufren las consecuencias de los elevados precios de los combustibles, que incrementan sus costos.

Por el lado de la demanda, destaca el sorpresivo dinamismo que continúa mostrando la inversión, especialmente en maquinaria y equipos. Esta expansión se fundamenta en las buenas condiciones que enfrentan las empresas, el agotamiento creciente de los excesos de capacidad que emergieron en los años de bajo crecimiento, y las positivas expectativas económicas. El consumo privado se expande en línea con las mejoras en el mercado laboral, las buenas condiciones financieras, y expectativas de los consumidores que se mantienen estables.

En cuanto a los volúmenes exportados, éstos se expanden empujados por el crecimiento de la economía mundial, los buenos precios internacionales y la exitosa inserción global de Chile, la que se ha visto favorecida en los últimos años por acuerdos comerciales con importantes mercados externos, especialmente EE.UU. y Europa.

En lo que se refiere a la actividad agregada, ésta se expandió 5,8% anual durante el primer trimestre y 6,4% en el bimestre abril-mayo, gracias al alto dinamismo del comercio, la industria y la construcción. La expansión del comercio ha ido de la mano del repunte observado en las importaciones de bienes de consumo, así como del consumo privado y las ventas industriales. La mayor actividad industrial ha estado asociada a la expansión de las ramas ligadas a la exportación y al consumo. El sector construcción continúa expandiéndose a tasas cercanas al 10% anual, reflejando en plenitud las favorables condiciones macroeconómicas y financieras.

Los sectores ligados a recursos naturales han tenido un desempeño dispar. Por una parte, la generación de electricidad incrementa su contribución al crecimiento del producto gracias a una mayor generación hídrica y una restricción de gas argentino inferior a la proyectada. Por otra, la minería muestra un débil crecimiento, reflejo de que las empresas no tienen holguras de capacidad y los nuevos proyectos en ejecución sólo madurarán hacia el 2006-2007. La pesca ha mantenido tasas de crecimiento negativas fundamentalmente por la escasez de recursos.

La evolución de la actividad y de la demanda interna muestra que los riesgos internos para el desempeño de este año, que identificamos hace solo algunos meses en nuestro Informe de Política Monetaria, se han ido disipando. A comienzos de mayo evaluamos que la situación de abastecimiento energético de corto plazo podía influir negativamente en las posibilidades de crecimiento. Asimismo, aunque se esperaba un repunte importante del consumo, esto era solo una proyección, la que no estaba exenta de riesgos, dado que los inventarios eran relativamente altos. Quedaba por confirmarse la mayor tracción de la demanda interna. Gracias al mantenimiento de un inusitado dinamismo de la inversión, a la materialización de la expansión del consumo privado, al mantenimiento de un entorno externo favorable -pese a los elevados precios del petróleo-, y a las mejores condiciones hidrológicas, el escenario de crecimiento de corto plazo es promisorio.

En este cuadro macroeconómico dinámico, el empleo crece por sobre el 4% en 12 meses y su incremento anualizado, en lo que va del año, supera también el 4%. Como ha sido identificado por otros, el empleo de mejor calidad relativa es el que se expande más

vigorosamente en la actualidad. A nivel de sectores, el empleo ligado a servicios y transporte lidera la expansión del empleo desestacionalizado. En contraste, el empleo industrial continúa con una recuperación lenta (aunque la buena noticia es que detuvo su contracción). En cuanto a la tasa de desempleo, ahora que se estabiliza la tasa de participación laboral y que el empleo cobra un fuerte dinamismo, ésta comienza a mostrar un ciclo claramente descendente.

Perspectivas para la Inflación

En cuanto a la inflación, tal como se esperaba, ésta comienza a repuntar hacia el centro del rango meta, dejando atrás varios trimestres de tasas excesivamente bajas. Varios factores están detrás de esta tendencia: las alzas de los combustibles asociadas a los mayores precios internacionales del petróleo, las alzas anormales de algunos bienes perecibles, y los aumentos de ciertas tarifas reguladas. En su conjunto estos mayores precios empujaron al alza la inflación del IPC y, en menor medida, la inflación subyacente IPCX que excluye los combustibles y algunas frutas y verduras. Como resultado, la dinámica de estas dos medidas de inflación supera las proyecciones que se tenían hace solo algunos meses, incluidas las del propio banco central. En contraste, las variaciones del índice IPCX1 (IPCX sin tarifas reguladas y otros precios indexados) están aproximadamente en línea con lo previsto y con la reducción de las brechas de capacidad, ahora que ya se completan varios trimestres con un crecimiento del producto por encima del producto potencial.

Hacia delante, los recientes aumentos del IPC terminarán por tener algunos efectos de segunda vuelta tanto en el IPCX, que actualmente llega a 2,4% anual, como en el IPX1, que aún se encuentra por debajo de 2%, lo cual afectará la dinámica de estas dos variables por algún tiempo. Parte de estos efectos ya se incluían en nuestras proyecciones anteriores. De otra parte, las mejoras en el mercado laboral y la reducción de la jornada laboral comienzan a reflejarse en aumentos salariales. Sin embargo, estos aumentos se han visto compensados por aumentos de productividad horaria, gracias a lo cual los costos unitarios del trabajo se mantienen contenidos.

Como siempre, existe un alto grado de incertidumbre respecto de cómo será el desempeño efectivo de la economía. En este momento la incertidumbre está

principalmente asociada al desarrollo del entorno externo. Las principales fuentes de incertidumbre en este frente se relacionan a: (i) los efectos últimos de los altos precios del petróleo, e incluso de nuevos aumentos, por encima de los ya altos precios que observamos, sobre la actividad y los mercados financieros mundiales; (ii) que se dé un ajuste abrupto en el elevado déficit en cuenta corriente de EE.UU., debido a una reducción también abrupta de su financiamiento externo, con efectos en las paridades internacionales y en las tasas de interés de largo plazo; y (iii) los efectos eventuales de los ahora más permanentes riesgos geopolíticos y de terrorismo.

En el frente interno, los principales riesgos se relacionan con la manera como se transmitirán hacia la tendencia inflacionaria de mediano plazo los distintos *shocks* de precios que hemos observado y la evolución de los distintos factores de costo. Un factor particularmente importante, que hemos destacado en ocasiones anteriores, se refiere a los costos laborales unitarios, tanto en lo que respecta a la trayectoria que muestre la productividad horaria a medida que se desarrolle el ciclo expansivo actual, como a la evolución de los salarios.

Consideraciones Finales

El escenario central descrito anteriormente contempla una economía que se expande a una tasa que supera su crecimiento potencial (lo que permite que se vayan copando las holguras) y aumentos de la inflación del IPC que, se espera, tendrá algunos efectos de segunda vuelta. Estos dos efectos se van a terminar manifestando en las medidas de inflación de tendencia por algún período de tiempo. Esto requerirá que el Banco Central continúe reduciendo el estímulo monetario claramente expansivo aún presente en la economía. Esta es la única manera de hacer sostenible en el tiempo este ciclo positivo. Como es habitual, y como lo ha manifestado el Consejo en los comunicados de las reuniones de política monetaria, el Banco Central se mantendrá atento para asegurar que la inflación se mantenga en torno al centro del rango meta en el horizonte habitual de la política monetaria.

Una inflación baja y predecible es la mayor contribución que el Banco Central puede hacer tanto para el crecimiento de largo plazo de la economía, como para mantener su capacidad de utilizar una política contra-cíclica cuando las circunstancias lo ameriten.