



INFORME DE COYUNTURA ECONÓMICA N° 3

ABRIL 2008

Este tercer informe del taller de coyuntura económica del Instituto Igualdad constata que el año 2007 ratificó la instalación de un proceso de sustitución local en el abastecimiento de la demanda interna, con el crecimiento de las importaciones para suplir la demanda local.

El año pasado también se instaló una tendencia a la inflación, con un modelo inflacionario en operación eminentemente de oferta. En el 2008 se seguirá el proceso de importación de la inflación internacional, especialmente en el sector de los *commodities* agropecuarios. A eso hay que agregar la inflación endógena del sector eléctrico y de otros servicios regulados.

Frente a este escenario, el taller de coyuntura económica es bastante crítico de decisiones de política económica que considera excesivamente basada en análisis de corto plazo. Además, lamenta que la evolución del tipo de cambio haya producido ganancias casi exclusivas para el sector financiero, que la economía real, en particular los exportadores de productos de transformación y los productores orientados al mercado interno, tiene que soportar.

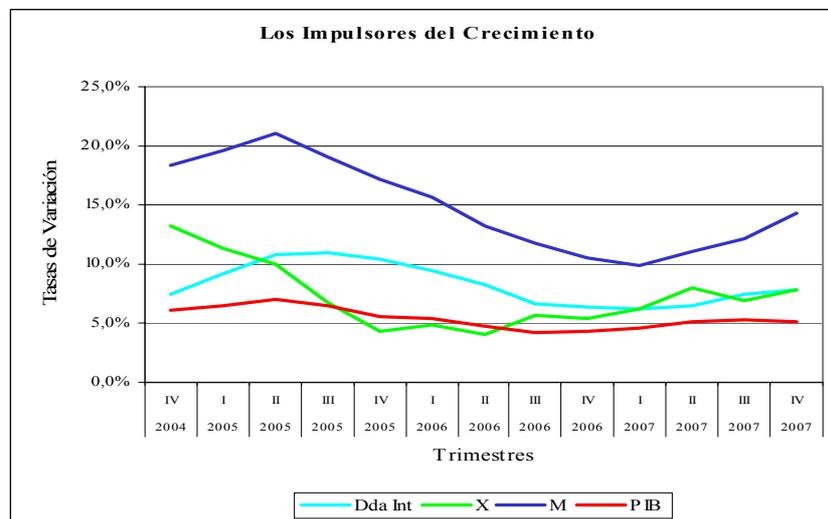
Crecimiento Económico 2007

El Prisma de la Demanda Agregada

Las cifras publicadas por el Banco Central han dejado en evidencia la marcada desaceleración del segundo semestre, sin que aún se presenten claros signos de recuperación. La dinámica de la demanda interna es la que ha prevalecido, marcando una tendencia de mediano plazo, en la que se verifica un crecimiento del gasto interno sostenidamente por sobre el crecimiento del PIB.

Año	Trim.	Dda Int	X	M	PIB
2004	IV	7,5%	13,3%	18,4%	6,0%
2005	I	9,1%	11,4%	19,6%	6,5%
2005	II	10,8%	10,0%	21,0%	7,0%
2005	III	10,9%	6,8%	19,1%	6,5%
2005	IV	10,4%	4,3%	17,2%	5,6%
2006	I	9,4%	4,9%	15,6%	5,3%
2006	II	8,2%	4,1%	13,3%	4,7%
2006	III	6,6%	5,7%	11,8%	4,2%
2006	IV	6,4%	5,5%	10,5%	4,3%
2007	I	6,2%	6,2%	9,9%	4,7%
2007	II	6,5%	8,0%	11,1%	5,1%
2007	III	7,5%	6,9%	12,1%	5,3%
2007	IV	7,8%	7,8%	14,3%	5,1%

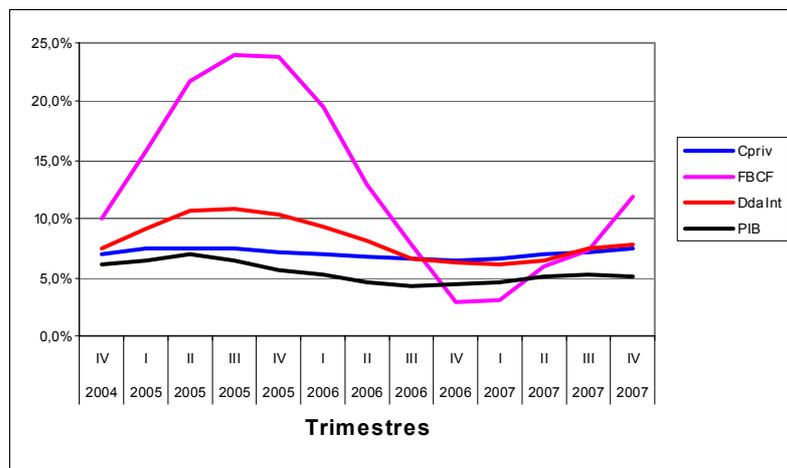
Así, el grado de apertura de la economía chilena sigue creciendo de manera cada vez más acelerada, y se ha ido confirmando también una cada vez menor capacidad de reacción del PIB a los estímulos de la demanda interna.



El Coeficiente de Oferta Importada ha seguido creciendo, debido a un flujo de productos importados que ha crecido a tasas anuales que casi triplican la variación registrada para el PIB. Este coeficiente ratifica la instalación de un proceso de sustitución local en el abastecimiento de la demanda interna, reduciendo su impacto en materia de valor agregado y creación de empleo.

Año	Trim.	Coef Oferta M
2003	IV	24,5%
2004	I	24,9%
2004	II	25,3%
2004	III	26,0%
2004	IV	26,6%
2005	I	27,2%
2005	II	27,7%
2005	III	28,2%
2005	IV	28,7%
2006	I	29,0%
2006	II	29,3%
2006	III	29,6%
2006	IV	29,9%
2007	I	30,1%
2007	II	30,5%
2007	III	30,9%
2007	IV	31,6%

Desde la perspectiva de los factores que impulsan el crecimiento, la demanda interna es la que se ha mantenido más estable en los últimos tres años, aunque se observa un comportamiento cíclico atribuible al ciclo de la inversión. El consumo privado es el que ha mantenido sostenidamente la presión sobre las importaciones, y es en esta variable que ha incidido de manera más notable la apreciación cambiaria.



El comportamiento cíclico de la inversión ha acentuado su recuperación, básicamente por un aumento sustantivo de las obras de infraestructura, y la edificación no habitacional. La fase expansiva debiera proseguir hasta el cuarto trimestre de este año, al menos, aunque se advierte una fuerte concentración en proyectos mineros y de energía, y se percibe un estancamiento de proyectos en el sector exportador no minero.

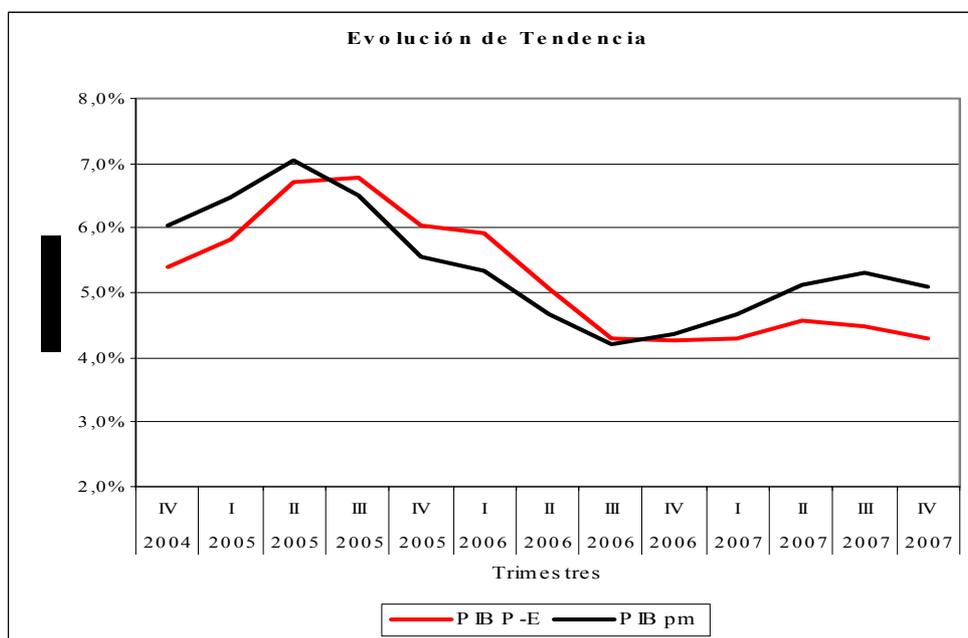
La Evolución de la Oferta Doméstica

Se mantiene la dicotomía del crecimiento, y en función de la evolución de algunas variables centrales, durante 2008 el proceso se acentuará aún más.

Evolución de Tendencia

Año	Trim.	VA Sect	PIB P-E	PIB cf	PIB pm
2004	IV	5,8%	5,4%	5,6%	6,0%
2005	I	6,3%	5,8%	6,0%	6,5%
2005	II	6,9%	6,7%	6,5%	7,0%
2005	III	6,4%	6,8%	6,1%	6,5%
2005	IV	5,5%	6,0%	5,1%	5,6%
2006	I	5,4%	5,9%	5,0%	5,3%
2006	II	4,7%	5,1%	4,4%	4,7%
2006	III	4,2%	4,3%	3,9%	4,2%
2006	IV	4,3%	4,3%	4,0%	4,3%
2007	I	4,5%	4,3%	4,3%	4,7%
2007	II	5,0%	4,6%	4,7%	5,1%
2007	III	5,1%	4,5%	4,8%	5,3%
2007	IV	4,8%	4,3%	4,4%	5,1%

VA Sect Valor Agregado Sectorial
PIB P-E PIB Pro-Empleo
PIB cf PIB a Costo de Factores
PIB pm PIB a Precios de Mercado



La tendencia ya registró la marcada desaceleración observada en el segundo semestre de 2007, que se prolongará al primer semestre del año en curso. En los últimos 10 trimestres, sólo en 3 la tasa de crecimiento ha superado el 4,4% confirmando que el primer semestre de 2007 incluyó un alto contenido de recuperación de ramas específicas de producción.

Evolución Trimestre Año Anterior

Año	Trim.	VA Sect	PIB P-E	PIB cf	PIB pm
2004	IV	7,8%	7,3%	7,6%	8,0%
2005	I	5,8%	5,7%	5,3%	5,9%
2005	II	7,0%	7,7%	6,6%	7,1%
2005	III	5,1%	6,3%	4,8%	5,0%
2005	IV	4,3%	4,5%	3,9%	4,2%
2006	I	5,2%	5,2%	4,9%	5,0%
2006	II	4,3%	4,3%	4,2%	4,4%
2006	III	3,1%	3,1%	2,7%	3,2%
2006	IV	4,6%	4,4%	4,4%	4,8%
2007	I	6,1%	5,3%	5,9%	6,2%
2007	II	6,1%	5,4%	5,8%	6,2%
2007	III	3,4%	2,7%	3,0%	3,9%
2007	IV	3,5%	3,7%	3,1%	4,0%

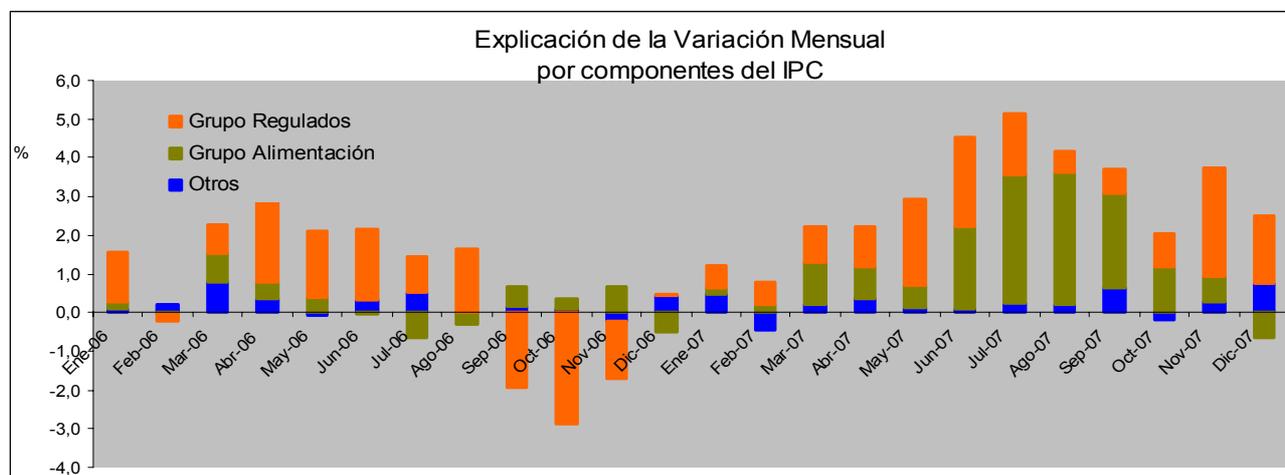
De la Inflación a la Desaceleración

Importando Inflación

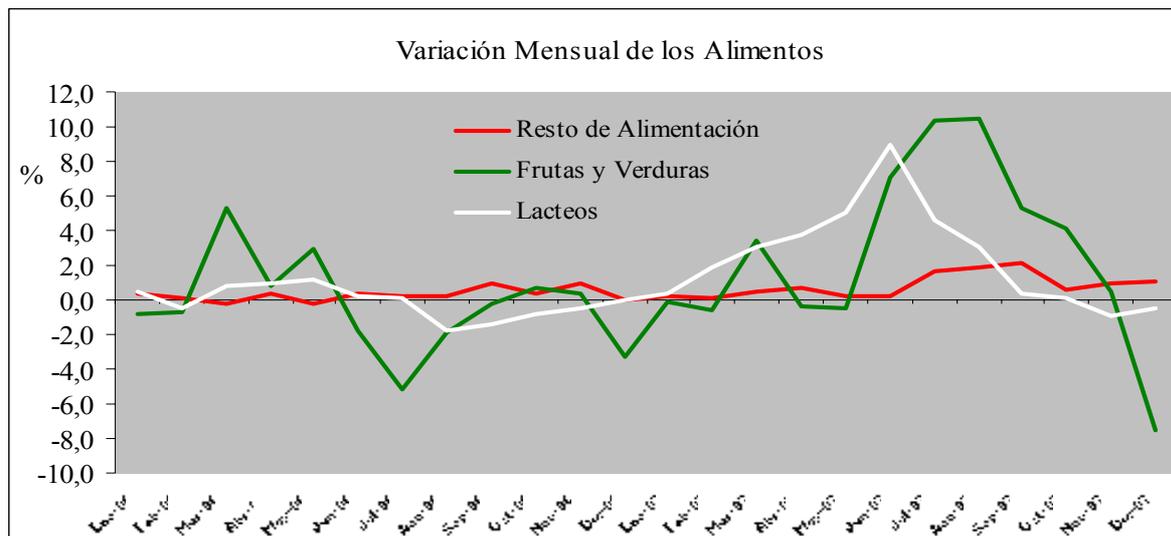
En junio de 2007 se instaló el fenómeno inflacionario en la economía doméstica, y las autoridades iniciaron un proceso de ajuste de acuerdo a la usanza acostumbrada, en la que el instrumental monetario entra en acción, y se inicia el denominado proceso de normalización monetaria, siguiendo con rezago el ajuste de tasas que Greenspan había iniciado en la Federal Reserve en Estados Unidos.

Sin embargo, el proceso inflacionario se fue agudizando, debido a ajustes en precios de commodities agropecuarios y de combustibles en los mercados mundiales. Estos ajustes fueron asimilados con gran rapidez por la economía local, que actuó según los preceptos de la paridad de importación, y precios de alimentos impactaron fuertemente el IPC, que además acusó el impacto de heladas en productos de estación.

Central en la evolución del IPC han sido los precios de combustibles y de la electricidad, los cuales además han provocado un deterioro importante de la competitividad del sector productor de medianas y pequeñas empresas exportadoras y abastecedoras del mercado local.



En el reagrupamiento de los productos del IPC, se aprecia de mejor forma que el resultado global está respondiendo a un shock de oferta, que se restringe a un reducido grupo de productos, y en el caso de la alimentación, el proceso de ajuste interno corresponde a los cambios de precios relativos de lácteos principalmente.



La mayor parte de los productos del IPC, no han tenido mayores variaciones en sus precios, y en el año, están en torno al 2,5% de variación promedio con respecto al año anterior. Sin embargo, muchos de ellos se ajustarán en el mes de marzo de 2008 porque su patrón de reajustabilidad es anual, de modo que se puede esperar un elevado IPC que debiera estar en torno al 1% en ese mes.

La pauta inflacionaria 2008

El modelo inflacionario en operación es eminentemente de oferta, y se mantendría en líneas generales lo del año 2007. Es decir, seguirá el proceso de importación de la inflación internacional, en especial de commodities agropecuarios y de combustibles, a lo que hay que agregar la inflación endógena del sector eléctrico y de otros servicios regulados.

La ecuación es relativamente simple, y se espera en consecuencia que la inflación de 2008 sea algo inferior a la de 2007, pero situada en un rango de 5,5 a 7,5% acumulada a diciembre 2008.

Política Monetaria Miope y Desaceleración

La histéresis del círculo financiero local ha presionado a la Autoridad Monetaria para generar un ajuste monetario con la excusa de una inflación desalineada en el mediano plazo, y la urgencia de actuar para contrarrestar la presión inflacionaria. Sin duda los indicadores de corto plazo, analizados de manera puntual, mostraban una economía que crecía en torno al 6%, y una irrupción repentina de alza del IPC, que en dos meses crecía más que en los primeros 5 meses del año.

El escenario de reproche a Corbo, a la cabeza del Central hasta noviembre de 2007, arreció, y se le enrostraba la baja de tasas de inicio de año, que junto a un bullado aumento del gasto público de 8,9%, conformaban una dupla muy expansiva que presionaba la inflación. Así, el Central inició una normalización monetaria, elevando consecutivamente la tasa de interés hasta converger al 6%.

Sin embargo, el ajuste en el precio de los commodities, y la turbulencia financiera observada a mediados de 2007 (que persisten hasta hoy), generaban un escenario radicalmente incierto, y luego comenzó a develarse la burbuja que afectaba al mercado bancario norteamericano. A mediados de 1999, ocurrió algo similar, con la bautizada Crisis Asiática, que fue la causante de tres años de estancamiento producto de política monetaria exagerada y total ausencia de capacidad operativa, y sólo con un rezago muy prolongado el Central siguió la baja de tasas de la Federal Reserve impulsada por Greenspan. Ahora, la historia se repite, con el agravante de acciones emprendidas que van en la dirección contrapuesta, subir la tasa de instancia, cuando la Fed inició una violenta baja que tiene conmocionados a los mercados financieros mundiales, y con una creciente volatilidad.

El accionar del Central está además anclado con una referencia de inflación de mediano plazo (a dos años) de 3%, desalineado con la mirada que tiene el resto del mundo a una en torno al 5%, al menos. Así, el rol jugado por el Central es de una inmovilidad de reflexión profunda, a la espera del milagro de un ajuste automático. Al igual que en el 99, la reacción será a destiempo, y sólo en el 2010 veremos una economía que pueda acelerar su crecimiento.

El impacto cambiario no se hizo esperar, con una pronunciada baja, y una exposición ampliada a ataques especulativos. El superávit efectivo ha sido creciente desde 2004, y el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos más abultado, con lo cual el balance de divisas ha tornado el equilibrio cambiario extremadamente inestable. En este contexto, un diferencial de tasas con respecto a USA ha sido el acicate para que el sector financiero esté realizando una intermediación con altos dividendos con un seguro cambiario casi al 100%. Los flujos de entrada por la vía de préstamos de corto plazo, han totalizado un monto cercano a los 4.000 millones de dólares, copando todo el espacio que dejó Hacienda al elaborar un presupuesto de mínima en el contexto de la regla del superávit estructural, cediendo también frente el lobby de los asesores económicos del sector financiero.

La Crisis Monetaria y Financiera endosada a la Economía Real

Tipo de Cambio: termómetro de desajustes de mediano plazo

El tipo de cambio es la variable que está concentrando todos los desaciertos derivados de una política económica excesivamente basada en análisis de corto plazo. Tanto en el ámbito fiscal como en el monetario se han generado desaciertos que se ven reflejados en el valor del tipo de cambio.

La definición del presupuesto 2008 no fue consecuente con la regla de largo plazo que establece el modelo de superávit estructural, fijándose el valor del gasto fiscal en el rango inferior, lo cual significó una menor inversión pública de alrededor de 5.000 millones de dólares. El temor al impacto cambiario inmovilizó acciones en sectores con crecientes brechas, como la educación y la salud.

Por otro lado, la política monetaria ha construido un escenario propicio para la banca, que ha generado un incremento del financiamiento interno en base a deuda externa de corto plazo, y además ha incrementado su riesgo al ganar terreno las colocaciones de consumo en las colocaciones totales. Un diferencial de 4 puntos base es excesivo para una economía abierta y pequeña como la chilena, con un mercado de capitales no desarrollado y muy poco profundo.

El fantasma del tipo de cambio no ha incomodado a los banqueros, que han aprovechado la coyuntura y han ingresado más de 3.500 millones de dólares en los últimos 6 meses, desplomando el tipo de cambio, en un contexto en el que la diferencial de tasas actúa como seguro cambiario.

Finalmente, la ganancia del sector financiero, es soportada por la economía real, aunque los impactos nuevamente son dicotómicos. Los grandes exportadores están protegidos por el ciclo de precios

favorables, de los productos primarios que se exportan, mientras que los exportadores de productos de transformación están viendo sus excedentes bajar significativamente. Los productores orientados al mercado interno sufren la fiebre de la paridad de importación, y están sometidos a una dura ganancia artificial de competitividad de los productos importados.

La economía real se ha resentido, y el crecimiento global ha dado cuenta de una desaceleración marcada a partir de octubre del 2007. La inversión de los exportadores de diversificación se ha congelado, y ello compromete la capacidad de expansión de estos sectores hasta el 2010, al menos.

Implicancias de mediano plazo de las políticas aplicadas

Se ha reconocido que el valor del dólar es preocupante, aunque veladamente se ve en la apreciación un buen elemento de contención de la inflación en el corto plazo. Sin embargo, es jugar con combustible a los pies de la hoguera.

Si el diagnóstico es de un valor de tipo de cambio apreciado en exceso, entonces la ganancia en materia de inflación asociada a la reevaluación será en breve plazo fuente de presión al alza, más aún en un contexto de paridad de importación aplicado de forma generalizada. Mientras más se prolongue la apreciación excesiva mayor será el traspaso a precios internos en la medida que los márgenes se van recuperando y generando holguras en el retail.

El lobby dirigido a modificar variables estructurales de la política fiscal se ve fortalecido, por dos vías al menos. En primer lugar, en los próximos tres meses el indicador de inflación seguirá subiendo hasta superar el 9% anualizado, debido a la baja inflación registrada hasta mayo de 2007, y las mayores alzas que se observarán en marzo y abril de este año. Ya se sabe que el indicador anualizado comenzará a retroceder a partir de junio y julio, por un mero fenómeno estadístico, con lo cual la posición vigilante del Central probablemente no cambie. Adicionalmente, el creciente superávit efectivo registrado, es un aliciente para poner en duda la estructura tributaria, con propuestas que se centran en la reducción de impuestos, cualquiera sean estos.

Así, en el mediano plazo se va gestando una dolarización de las finanzas públicas, en la medida que se va restringiendo la recaudación en pesos, e instalándose la recaudación en dólares como fuente creciente de recursos corrientes. Las mineras pagarán el impuesto a la renta y el royalty en dólares, y otros pregonan el pago del IVA a las importaciones también en dólares, con lo cual veríamos en breve plazo cerca del 50% de los ingresos corrientes del fisco que sería en moneda extranjera. El problema no es menor en el contexto de actividad con bajo crecimiento, y fragilidad de la estabilidad cambiaria, con sesgo a la baja inducido por el propio Central. Ya no sólo existirá el amarre al gasto derivado del superávit estructural, sino además sometido al trade off cambiario que aplicaría sobre los ingresos corrientes.