

El momento económico internacional y nacional

Septiembre 2011

VITTORIO CORBO

- En los últimos dos meses, las perspectivas de crecimiento de los países avanzados se han deteriorado. La crisis de deuda soberana de la Zona Euro se agudiza y la banca se debilita. Cuatro factores han contribuido a explicar este negativo escenario: (1) revisión a la baja del crecimiento de los últimos tres años en EE.UU.; (2) sorpresivo bajo crecimiento en el segundo trimestre tanto en EE.UU. como en la Zona Euro y cifras débiles en los últimos dos meses; (3) problemas estructurales de países avanzados han resultado más difíciles de abordar de lo pensado; y (4) deterioro en el liderazgo político en EE.UU. y la falta de decisión de los gobiernos europeos para controlar la crisis de deuda.
- Algunas medidas para resolver la crisis de deuda en Europa son: (1) implementar ajustes fiscales y reformas estructurales en Grecia, Italia, Portugal y España para así mejorar las perspectivas de crecimiento y las presiones en sus mercados de deuda (en proceso); (2) una política monetaria más expansiva por parte del BCE y un mayor estímulo fiscal en los países que tienen espacio para hacerlo: Alemania, Holanda y Austria; (3) condicional al punto (1), una compra más agresiva de bonos de Italia y España por parte del BCE (comenzó a comprar bonos pero no sabemos hasta dónde está dispuesto a llegar) y la aprobación de el aumento del fondo de rescate y de su autorización para comprar deuda de los países en dificultades; (4) una gran tolerancia de la sociedad a los ajustes y sacrificios que van a demandar las reformas estructurales y los años de austeridad.
- Algunas medidas para estimular el crecimiento en EE.UU. son: (1) una combinación de ajuste fiscal creíble de mediano plazo con mayores estímulos de corto plazo; y (2) programas que aceleren el ajuste del sector inmobiliario, especialmente apoyando a las familias que tienen una deuda hipotecaria que supera el valor de su vivienda. Lamentablemente, con una relación hostil entre el Ejecutivo y el Congreso, es difícil ser optimista en este frente. La FED es la única institución capaz de intentar seguir innovando para evitar el regreso a la recesión.
- En paralelo, varias economías emergentes que crecían sobre su potencial, han estado introduciendo políticas restrictivas, lo que ha estado reduciendo su crecimiento en el margen. Estos países enfrentan ahora un entorno externo menos favorable, mayor volatilidad de los flujos de capitales y depreciación de sus monedas lo que será contractivo en el margen.
- En este escenario, las proyecciones de crecimiento para el 2011 se han estado corrigiendo a la baja, especialmente para EE.UU., China, India y Brasil. Lo mismo ocurre para las proyecciones de crecimiento para el 2012. Si la crisis en Europa pasa a mayores, los países más afectados serían los avanzados, Europa Central y del Este, Asia Emergente y América Latina, en ese orden.
- Chile ha estado creciendo con fuerza apoyado por: (1) términos de intercambio favorables; (2) políticas macro aún expansivas para esta etapa del ciclo (balance cíclicamente ajustado alcanzaría un déficit en torno al 1,6% del PIB); (3) amplio acceso a financiamiento externo y bajas tasas de interés internacionales; y (4) expectativas empresariales optimistas.
- En el corto plazo, los principales riesgos que enfrenta la economía chilena son las que muestra el entorno externo. La mejor defensa que tenemos frente al deterioro de la situación externa es la credibilidad del Banco Central, la solvencia fiscal y la fortaleza de nuestro sistema financiero.

Vittorio Corbo. Investigador Asociado Senior, Centro de Estudios Públicos.

1. Introducción

La economía internacional ha entrado en una etapa muy difícil caracterizada por la reducción de las perspectivas de crecimiento de los países avanzados y aumentos en la probabilidad de regreso a recesión en algunos países de la Zona Euro y, por consiguiente, menores precios de commodities y expectativas de crecimiento de los países emergentes y en desarrollo. Pero eso no es todo, también se observa una agudización de la crisis de deuda soberana de la Zona Euro, lo que ha aumentado la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

Sin embargo, los países emergentes y en desarrollo –48% del PIB mundial– que han presentado señales de sobrecalentamiento han estado abocados en los últimos meses a moderar el crecimiento que ponía en riesgo su estabilidad de precios. Actualmente, dado las perspectivas de débil crecimiento y los problemas de la crisis de solvencia en los países avanzados, estos países pueden terminar con condiciones más adversas en sus mercados de exportación y enfrentar salidas de capitales en busca de la seguridad.

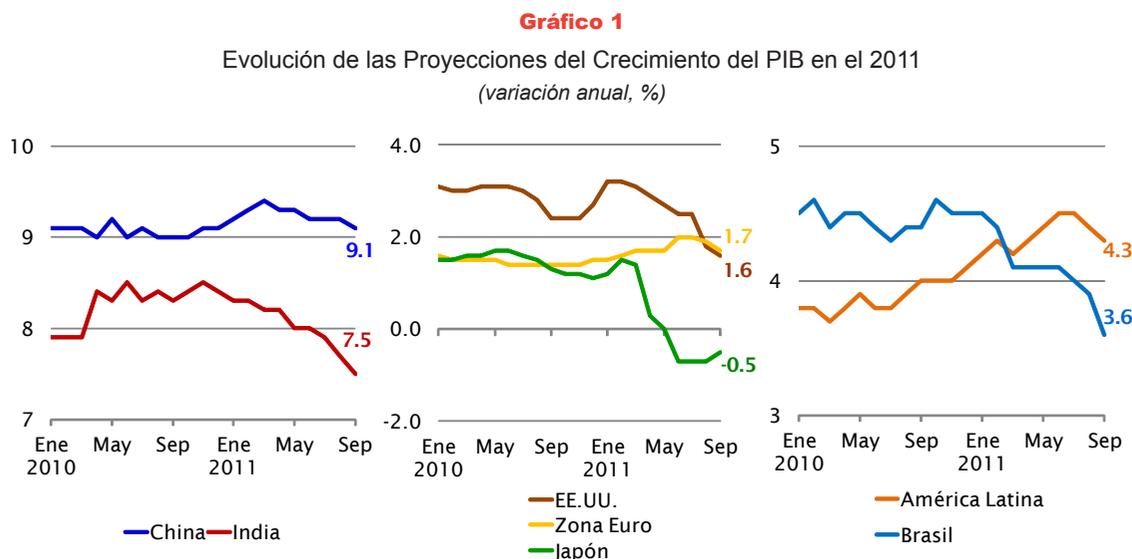
En el ámbito local, hasta el segundo trimestre de este año la economía chilena continuó creciendo con fuerza apoyada en favorables términos de intercambio, políticas macro aún expansivas para esta etapa del ciclo, un amplio acceso a financiamiento externo y a un costo bajo y expectativas empresariales optimistas.

En las siguientes secciones profundizaré sobre los problemas que actualmente enfrentan las economías desarrolladas, la coyuntura que afecta a los países emergentes y las opciones de políticas disponibles. Además, analizaré la evolución reciente de la economía chilena y sus perspectivas de crecimiento en el corto plazo.

2. El entorno externo se deteriora y la incertidumbre aumenta

La economía internacional ha entrado a otra etapa muy difícil: (1) las perspectivas de crecimiento de los países avanzados se deterioran afectando negativamente a los precios de commodities y a las perspectivas de crecimiento de los países emergentes y en desarrollo; y (2) la crisis de deuda soberana de la Zona Euro se agudiza –con Grecia al borde del default y golpeando con fuerza a Italia, el país con mayor stock de deuda pública de la Zona y en menor medida a otros países de la unión monetaria–, como resultado, aumenta la incertidumbre en los mercados de deuda y en los mercados financieros impactando a la banca europea, especialmente a la que tiene importante tenencias de bonos soberanos de los países que han registrado aumentos importantes en los spreads de sus bonos soberanos.

Dos factores están detrás de esta coyuntura. Primero, una serie de shocks ocurridos en el transcurso del año: el terremoto en Japón, la crisis de Medio Oriente y África del Norte y efectos negativos más profundos y duraderos que los esperados en el crecimiento de EE.UU. y de la Zona Euro, en la primera mitad de este año, producto del deterioro de la crisis de deuda soberana en Europa. Y como si esto fuese poco, la confianza de los mercados en la capacidad de los liderazgos políticos de EE.UU. y de la Zona Euro para enfrentar eventuales entornos menos favorables se ha visto debilitada como resultado de dos eventos. Por un lado, el triste espectáculo del sistema político de EE.UU. al enfrentar la aprobación del alza en el límite de endeudamiento del gobierno y la consecuente baja en la clasificación de la deuda pública por parte de S&P. Por el otro, la incapacidad del sistema político de la Zona Euro de implementar el programa de apoyo a Grecia, Irlanda y Portugal aprobado el 21 de Julio



Fuente: Consensus Forecasts.

pasado y de presentar una estrategia clara para fortalecer la confianza en su sistema monetario. Como resultado, ahora se proyecta un crecimiento más débil en EE.UU. del que se proyectaba hace algunos meses, aumenta la probabilidad de que varios países de la Zona Euro vuelvan a caer en recesión y aumenta considerablemente la incertidumbre sobre las proyecciones de crecimiento. (Gráficos 1 y 2).

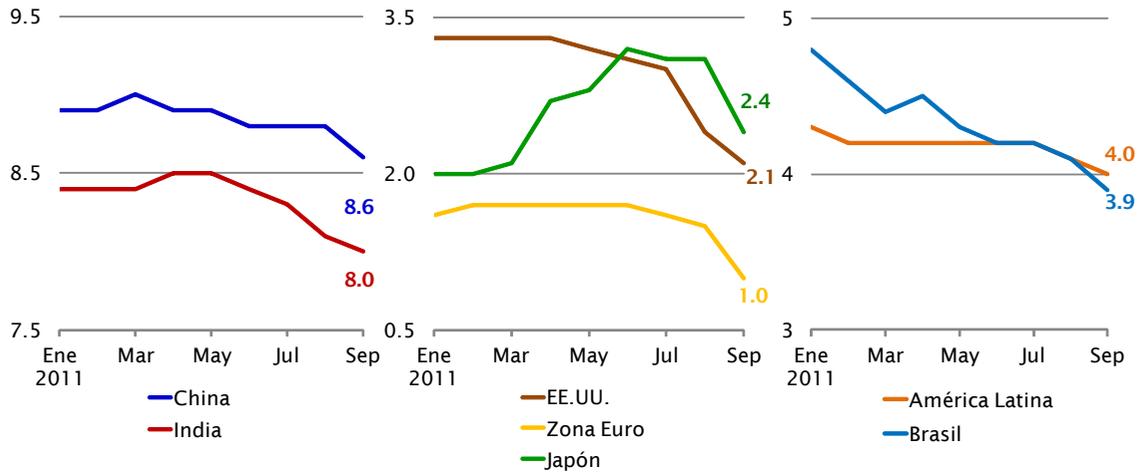
Segundo, y el shock más importante, es la profundización de la crisis de deuda soberana en la Zona Euro. Grecia sigue siendo el país más complicado por el tamaño de su deuda con relación a su producto, la magnitud del ajuste y las reformas pro-crecimiento que tiene que llevar a cabo, y por la baja capacidad de implementación de las medidas comprometidas en el primer plan de rescate. Como resultado, a juzgar por los spreads de sus bonos, los mercados le asignan una alta probabilidad de que necesitará una restructuración de su deuda con un importante descuento. La discusión ahora no es si va a necesitar o no una reducción de su abultada deuda sino que si ésta será ordenada o desordena-

da. Además, los mercados de deuda soberana de Italia, España, Portugal e Irlanda han sido golpeados por las noticias de las dificultades de Grecia y por la incapacidad del gobierno italiano de articular un programa de ajuste creíble y capaz de reducir su déficit y al mismo tiempo crear las condiciones para estimular el crecimiento. De hecho, el programa anunciado por el gobierno de Berlusconi tiene mucho de alza de impuestos, poco de baja de gasto público e incluso menos aún de reformas estructurales pro-crecimiento en los mercados laborales y en la libertad de emprendimiento en los mercados de bienes y servicios. Por lo tanto, sus efectos en crecimiento –el principal problema de Italia– debieran ser negativos. Así, debido también en parte a esto, S&P redujo la clasificación de sus bonos.

Si bien una desaceleración en los países desarrollados ya es una mala noticia, un desenlace de la crisis de deuda soberana en la Zona Euro con efectos nocivos en sus sistemas monetario y financiero es un escenario mucho más complicado. Este no se puede descartar. La combinación de

Gráfico 2

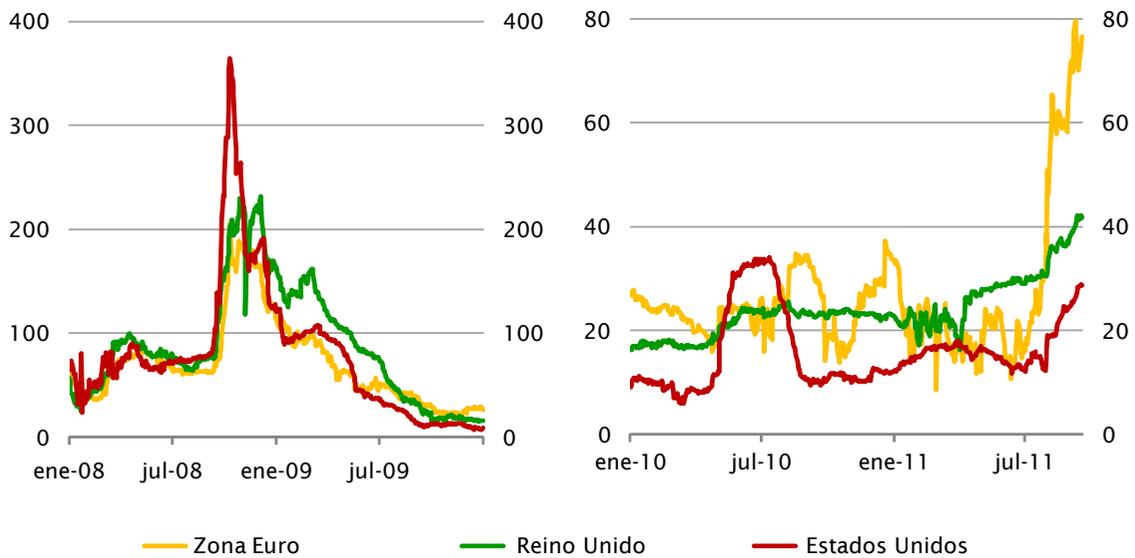
Evolución de las Proyecciones del Crecimiento del PIB en el 2012
(variación anual, %)



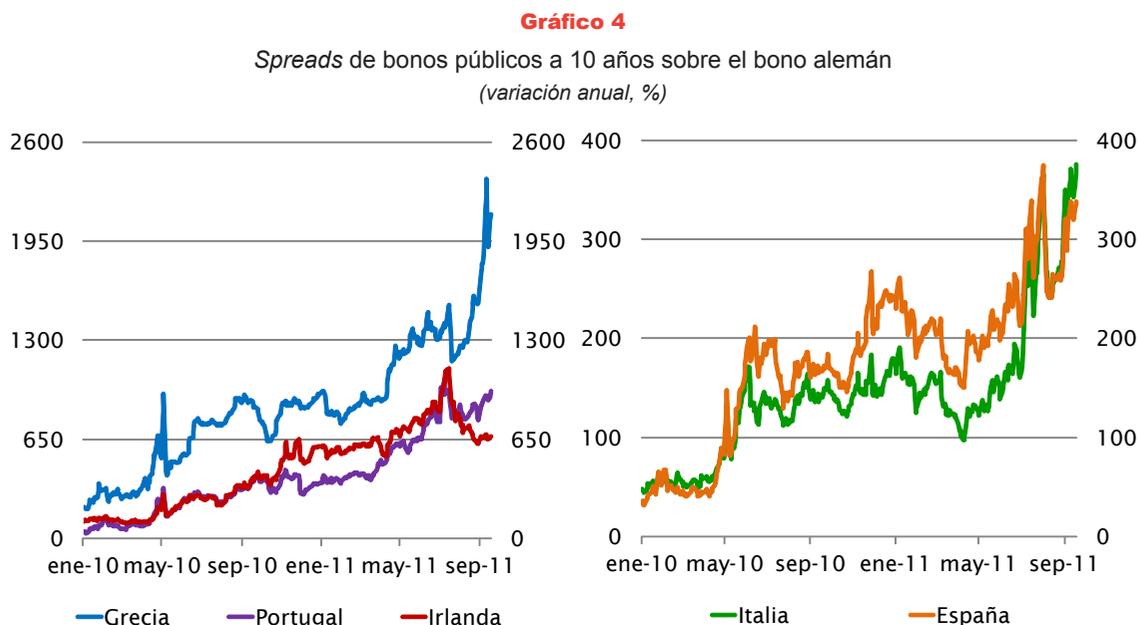
Fuente: Consensus Forecasts.

Gráfico 3

Spreads entre la LIBOR y Overnight Index Swaps
(Puntos base)



Fuente: Bloomberg, 20 de septiembre del 2011.



ambos eventos magnifica sus efectos aislados. En particular, sus efectos en el sector financiero y en el crecimiento global serían importantes. Como resultado aumenta la volatilidad, los mercados financieros se estresan, los bancos aumentan su demanda por liquidez y restringen el crédito, los mercados accionarios sufren importantes caídas, especialmente las acciones bancarias y caen los precios de commodities (Gráficos 3 y 4). Todo ello va a terminar afectando negativamente el crecimiento de los próximos trimestres.

En contraste, los países emergentes y en desarrollo, que representan un 48% del PIB mundial, han estado abocados en los últimos meses a moderar un acelerado crecimiento que ponía en riesgo su estabilidad de precios, justo en momentos en que los precios de los productos primarios estaban en alza. Esto los obligó a introducir programas de ajuste macro, especialmente monetarios y crediticios, los que juntos a la desaceleración del crecimiento

de los países avanzados y la caída en precios de los commodities, están contribuyendo a lograr una moderación en la actividad y reducir las presiones inflacionarias que buscaban sus autoridades. Sin embargo, dado los problemas de crecimiento y de crisis de solvencia de los países avanzados, estos países pueden terminar con condiciones más adversas en sus mercados de exportación y enfrentar salidas de capitales en busca de la seguridad.

2.1 Opciones para resolver la crisis de deuda en Europa

Para detener la crisis de deuda soberana de Europa se requieren acciones mucho más decididas. Estas incluye llevar a cabo los ajustes necesarios en los países afectados para retomar el crecimiento y fortalecer la solvencia fiscal y, además, el apoyo decidido al sistema monetario por parte de las instituciones y gobiernos de la Zona Euro que tienen la capacidad para hacerlo (Alema-

nia, Holanda y Austria). En los países que tienen la opción, los ajustes fiscales se deben aplicar con mayor énfasis en medidas creíbles con efectos de mediano plazo pero legisladas ahora y no en medidas que aceleren el ajuste en el corto plazo. Por su parte, las instituciones de la Zona Euro tienen espacio para iniciativas estabilizadoras las cuales incluyen: aceleración en la aprobación del aumento y la mayor flexibilidad del fondo de rescate aprobado el 21 de julio pasado y una política monetaria mucho más expansiva del Banco Central Europeo -la única institución con la capacidad para emitir euros y para reaccionar en forma rápida- a través de una baja en la tasa de interés y un programa de relajo cuantitativo que premie a los países miembros que están cumpliendo con sus programas de ajustes y reformas pro-crecimiento y que tienen una alta probabilidad de mantener su solvencia. Esta política se requiere tanto para contrarrestar los efectos de los ajustes fiscales como para estabilizar los mercados de deuda soberana y el sistema financiero. Además, también será necesario fortalecer la capitalización de los bancos, especialmente de los más expuestos a la deuda soberana cuyos spreads han experimentado importantes aumentos.

Pero esto no es todo, los líderes políticos de Alemania tienen que convencer a su población que aumentar el fondo de rescate incluso más allá de los 440.000 millones de euros acordado en julio para apoyar a los países y a los sistemas financieros puede ser una muy buena inversión para evitar tanto la desintegración del euro como una gran recesión en la Zona Euro, la cual tendría también costos económicos altísimos para Alemania. Una vez apoyado este fondo va a ser necesario también apalancarlo ya sea dándole un carácter de banco pudiendo acceder al financiamiento del BCE o ya sea otorgando un seguro a la deuda de los países con dificultades. La necesidad de aprobar este pro-

grama y de apalancarlo tomó una parte importante de las discusiones del fin de semana pasado en las reuniones anuales del Banco Mundial y el FMI en Washington.

2.2 Opciones para estimular el crecimiento en EE.UU.

En Estados Unidos, en la parte fiscal, se necesita una combinación de un ajuste creíble de mediano plazo con un sesgo pro-crecimiento con un mayor estímulo de corto plazo que contrarreste los efectos recesivos del término de los programas de estímulos legislados en años anteriores. Además, dada la precaria situación del sector inmobiliario y de los propietarios de casas endeudados con hipotecas de mayor valor al de su vivienda, ayudaría también programas encaminados a aliviar su situación, lo que conllevaría un aumento en la movilidad del trabajo y contribuiría a reducir el nivel y la duración del desempleo. Por el lado monetario, la FED tiene aún herramientas para hacer contribuciones marginales con el fin de evitar que la economía vuelva a la recesión.

Las proyecciones de crecimiento en este escenario incierto aparecen en la Tabla 1. Estas proyecciones tienen un escenario base en el cual la crisis europea se estabiliza y lo que nos ayudaría a seguir creciendo pero con un crecimiento modesto para esta etapa del ciclo y menor que el que proyectaba hace sólo unos meses. En estas proyecciones destacan la fuerte revisión a la baja del crecimiento de EE.UU. tanto para este año como para el próximo. Los riesgos de estas proyecciones están marcadamente sesgados a la baja: de profundizarse aún más la crisis de deuda/financiera los países más afectados serían los avanzados, seguidos de los países emergentes de Europa Central y del Este, Asia Emergente y América Latina, en ese orden.

Tabla 1

Proyecciones del crecimiento mundial
(variación anual, %)

	2009	2010	2011			2012		
			FMI	BI	CF	FMI	BI	CF
Estados Unidos	-3.5	3.0	1.5 (2.5; 2.8; 3.0)	1.6 ↓	1.6 ↓	1.8 (2.7; 2.9; 2.7)	2.0 ↓	2.1 ↓
Zona Euro	-4.3	1.8	1.6 (2.0; 1.6; 1.5)	1.7 =	1.7 ↓	1.1 (1.7; 1.8; 1.7)	0.9 ↓	1.0 ↓
Japón	-6.3	4.0	-0.5 (-0.7; 1.4; 1.6)	-0.4 ↑	-0.5 ↑	2.3 (2.9; 2.1; 1.8)	2.1 ↓	2.4 ↓
Asia (ex-Japón)	6.2	9.6	7.9 (8.1; 8.1; 8.0)	7.4 ↓	7.6 ↓	7.6 (7.9; 7.9; 8.4)	7.1 ↓	7.4 ↓
China	9.2	10.3	9.5 (9.6; 9.6; 9.6)	9.0 =	9.1 ↓	9.0 (9.5; 9.5; 9.5)	8.4 ↓	8.6 ↓
India	6.8	10.1	7.8 (8.2; 8.2; 8.4)	7.7 ↓	7.5 ↓	7.5 (7.8; 7.8; 8.0)	8.2 ↓	8.0 ↓
América Latina	-1.7	6.1	4.5 (4.6; 4.7; 4.3)	4.4 ↓	4.3 ↓	4.0 (4.1; 4.2; 4.1)	3.8 =	4.0 ↓
Brasil	-0.6	7.5	3.8 (4.1; 4.5; 4.5)	3.6 ↓	3.6 ↓	3.6 (3.6; 4.1; 4.1)	4.0 =	3.9 ↓
México	-6.2	5.4	3.8 (4.7; 4.6; 4.2)	3.9 ↓	3.8 ↓	3.6 (4.0; 4.0; 4.8)	3.1 ↓	3.4 ↓
Mundo (PPP)	-0.7	5.1	4.0 (4.3; 4.4; 4.4)	3.6 ↓	3.8 ↓	4.0 (4.5; 4.5; 4.5)	3.6 ↓	3.8 ↓
Mundo (TCM)	-2.3	4.0	3.0 (3.4; 3.5; 3.5)	2.5 =	3.0 ↓	3.2 (3.7; 3.7; 3.6)	2.5 =	3.2 ↓
Comercio Mundial	-10.7	12.8	7.5 (8.2; 7.4; 7.1)			5.8 (6.7; 6.9; 6.8)		

Fuentes: Consensus Forecasts, Septiembre 2011; Asia Pacific Consensus Forecasts, Septiembre 2011; Latin America Consensus Forecasts, Septiembre 2011; FMI: WEO, Septiembre 2011 y en paréntesis Update Junio 2011; Abril 2011 y Update Enero 2011, respectivamente; Bancos de Inversión: J.P.Morgan; Barclays Capital y Deutsche Bank.

3. Perspectivas para la Economía Chilena

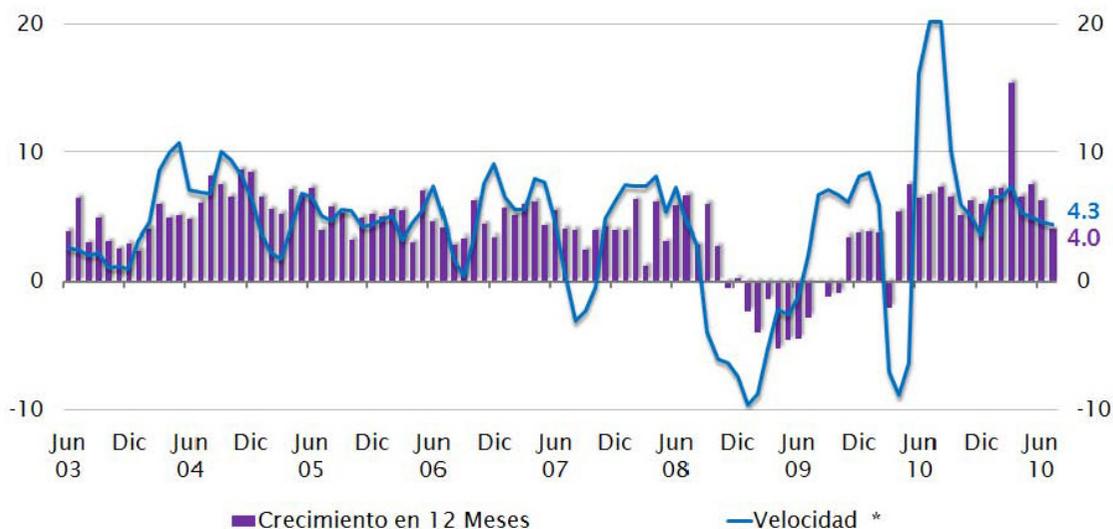
Hasta el segundo trimestre de este año, la economía chilena continuó creciendo con fuerza apoyada en favorables términos de intercambio, políticas macro aún expansivas para esta etapa del ciclo —el balance cíclicamente ajustado alcanzaría un déficit en torno al 1,5% del PIB este año—, un amplio acceso a financiamiento externo y a un costo bajo y expectativas empresariales optimistas.

En lo más reciente, la demanda interna perdió algo de dinamismo afectada, principalmente, por la desaceleración en el crecimiento de la demanda de bienes durables dado que ya se habría completado una parte importante del ajuste del stock efectivo hacia el stock deseado. Sin embargo, la inversión

sigue aumentando como se evidencia en el aumento de la importación de bienes de capital en la serie desestacionalizada.

En el lado de la actividad, el IMACEC de julio creció 4,0% anual por debajo de las perspectivas del mercado y cayó 0,3% en términos desestacionalizados. (Gráfico 5). En el análisis sectorial, se destaca el dinamismo que ha ido tomando el sector construcción impulsada hasta ahora, principalmente, por la construcción privada pero en los próximos trimestres se debiera ver favorecida también por la construcción pública y por una expansión en la construcción de obras concesionadas. El sector comercio también se mantiene dinámico, pero la actividad minera se ha reducido como resultado de huelgas y conflictos sindicales experimentados en algunas empresas y el deterioro en la ley de los

Gráfico 5
Imacec (%)



* Tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

minerales. Por su parte, la industria manufacturera también mostró un resultado menor al esperado.

En cuanto al mercado laboral, éste sigue dinámico con importante creación de empleo, baja tasa de desempleo y aumentos significativos en los salarios reales (alrededor de 3,5% anual), lo que unido a las favorables condiciones de financiamiento mantiene el fuerte crecimiento del crédito y apoya el dinamismo del gasto interno.

Respecto a las expectativas de los consumidores, el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) correspondiente a Agosto volvió a caer permaneciendo por siete meses consecutivos en el tramo pesimista. Por su parte, la confianza del sector empresarial, medida a través del Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) también se reduce, pero aún se mantiene en el tramo optimista.

En cuanto a la inflación, después del alza que experimentó a comienzos de año, la inflación ob-

servada se ha movido entorno al 3% anual en los últimos meses y las expectativas inflacionarias han descendido ayudadas por la caída en el precio de los combustibles y las oportunas alzas en la tasa de política monetaria que introdujo el Banco Central para controlar los efectos de segunda vuelta de las alzas en los precios de combustibles y alimentos.

En el mercado financiero local, las tasas de interés de los bonos del Banco Central han caído al igual que las tasas rendimientos de los bonos soberanos de países con sólida solvencia fiscal como resultado de un vuelco hacia la calidad. Además, aún con la mayor incertidumbre en la economía internacional, el Gobierno logró colocar bonos soberanos en pesos y en dólares en condiciones favorables, a tasas inferiores a las emisiones realizadas en el 2010.

En cuanto a política monetaria, con el deterioro de la situación internacional y el aumento de

Tabla 2
Chile: Variables Macroeconómicas
(variación anual, %)

	2010	2011				2012				2013 FMI
		BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE	
PIB	5.2	(6.25-6.75)	6.4 (5.6; 6.7)	6.7	6.5 (6.0; 6.6)	(4.25-5.25)	4.6 (3.8; 5.5)	4.8	4.7 (4.0; 5.1)	4.5
Demanda Interna	16.4	9.1	-	-	-	4.5	-	-	-	-
Con. privado	10.4	8.2*	8.3	10.2	-	4.9*	5.4	5.7	-	-
Inversión total	18.8	14.4	14.2	14.1	-	7.1	8.6	9.4	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.4	-	1.3	0.6	-	-	1.0	1.1	-	1.5
Tipo Cambio (fin período)	468.4	-	483.5***	469.0	480** (460; 500)	-	494.9***	478.6	490** (467; 521)	-
Inflación (dic-dic)	3.0	3.3	3.4 (2.9; 4.3)	3.8	3.3 (3.0; 3.6)	2.9	3.0 (2.5; 3.5)	3.6	3.0 (2.8; 3.3)	3.0
Tasa de Desempleo (%)	8.4	-	-	6.9	-	-	-	6.5	-	7.2
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.9	-1.0	0.2 (-0.8; 4.6)	-0.5	-	-2.1	-0.2 (-3.2; 6.2)	-1.1	-	-1.7

* Se refiere al consumo total. **Corresponde a fines de Agosto del año siguiente. ***Corresponde a fines de Septiembre del año siguiente.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts (Septiembre, 2011), media y rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Septiembre, 2011); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (Agosto, 2011), mediana, deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Septiembre, 2011); FMI, WEO Septiembre 2011.

la probabilidad de volver a una recesión, el Banco Central decidió mantener la tasa de política y eliminar el sesgo de su política monetaria. Además, en su último IPOM usa como hipótesis que en su escenario base de proyecciones la tasa de política se mantendría en el corto plazo en los valores actuales. Esta es una información condicional al escenario base. De empeorar en forma significativa el entorno externo con respecto al escenario base, el Banco Central tiene la credibilidad y el espacio para utilizar una política monetaria contracíclica. Sin embargo, los precios financieros ya anticipan importantes recortes en la TPM en los trimestres venideros, lo que se ve prematuro. Además, las encuestas de expectativas muestran una dispersión mayor a la normal con respecto al nivel de la TPM

esperado para el próximo año. Esto es consistente con la alta incertidumbre con respecto al desarrollo del entorno externo.

Con respecto a la política fiscal, los parámetros extraídos de las recomendaciones de los comités de expertos para el 2012 son un crecimiento potencial del PIB de 4,9% (4,8% para este año) y de 3,02 dólares por libra para el precio tendencial del cobre (2,59 para este año). El crecimiento final en el gasto público real está condicionado a la meta del Balance Cíclicamente Ajustado que se fije la autoridad en su trayectoria de convergencia hacia la meta de -1,0% para el 2014.

En mi escenario central, el crecimiento del PIB en el 2011 se ubica algo por encima del 6,5% y entre el 4,2 y el 5,0% en el año próximo. Por su parte,

la inflación anual a diciembre debiera cerrar en torno al 3,5% este año y entre el 3 y el 3,5% en el 2012.

En el corto plazo, los principales riesgos que enfrenta la economía chilena son las que muestra el entorno externo y son los que ya analizamos en la sección anterior. Ante estos riesgos, la mejor defensa que tenemos frente al deterioro de la situación externa es la credibilidad del Banco Central, la solvencia fiscal y la fortaleza de nuestro sistema financiero. Ayuda también la concentración de nuestras exportaciones en el mercado asiático, pero no hay forma de ser inmunes.

En la parte interna, la demanda sigue creciendo a una tasa que de no moderarse puede poner en peligro la estabilidad de precios, en momentos en que el mercado laboral ya está mostrando señales de estrechez.

Por su parte, el deterioro de la situación política, de mantenerse en el tiempo, va a terminar afectando el ambiente de negocios, la confianza de los consumidores y el crecimiento económico de mediano plazo.