

## El Momento Económico

VITTORIO CORBO

- Desde mediados de marzo los mercados financieros se han estabilizado y las condiciones financieras han mejorado, aunque siguen siendo estrechas. Por otra parte, una serie de datos recientes sugieren que, a pesar de los brotes verdes, la caída del producto en los países industriales, con la excepción de Japón, habría continuado el segundo trimestre, aunque a una tasa menor. En contraste, Asia Emergente, que con la excepción de China e India también tuvo una importante caída de producto en el cuarto trimestre del 2008, habría crecido en términos anualizados el primer trimestre de este año. A su vez, el crecimiento de China remonta con fuerza, y habría crecido en torno al 15% anualizado el segundo trimestre. En paralelo, la inflación anual sigue cayendo en el mundo.
- Las perspectivas de la economía mundial han mejorado en los últimos dos meses. EE.UU. comenzaría a mostrar crecimiento positivo (leve) en el tercer trimestre gracias al ciclo de inventarios, la estabilización del consumo privado y la estabilización del sector vivienda. En la misma línea, Asia Emergente habría tenido un importante crecimiento el segundo trimestre. Sin embargo, la Zona Euro, Europa Emergente y Asia Central continúan contrayéndose y su recuperación sería más lenta y difícil. Con todo, lo más probable es que la recuperación de la economía mundial sea lenta.
- El escenario base de modesto crecimiento de la economía mundial el año 2010, enfrenta importantes riesgos asociados a los efectos del alza del desempleo en el sistema financiero, mayores caídas en los precios de las viviendas y los efectos de los problemas de Europa Central y del Este y Asia Central en el sistema financiero europeo. Las perspectivas de los países emergentes también han mejorado en los últimos dos meses pero también enfrentan riesgos importantes: un crecimiento de los países industriales más bajo que las proyecciones de consenso, crédito bancario internacional más limitado de lo proyectado, potenciales problemas en el retiro de los estímulos macro en los países industriales, y un mayor proteccionismo de los países industriales.
- La crisis internacional sigue impactando negativamente a la economía chilena. Los sectores más afectados han sido la industria, la minería y el comercio, especialmente de durables. Sin embargo, gracias a la alta credibilidad de la política fiscal y monetaria y la solidez del sistema financiero, las autoridades económicas han podido responder a los efectos de la crisis internacional en la economía chilena con una fuerte dosis de políticas macro contracíclicas. La política fiscal respondió introduciendo un paquete fiscal del 3% del PIB y la política monetaria ha respondido con agresivas bajas de la tasa de política monetaria que han alcanzado los 775 puntos base entre octubre del 2008 y julio de este año.
- Cifras recientes muestran que en el trimestre terminado en mayo, el IMACEC ajustado por estacionalidad y días trabajados cayó a un 2,2% anualizado, con respecto al del trimestre terminado en febrero. En los próximos meses la contracción debiera seguir perdiendo fuerza gracias a los efectos de las políticas macro expansivas, la mejora en el precio de los activos financieros, las mejores expectativas de consumidores y empresarios y a una situación externa algo mejor. Por otro lado, la inflación anual ha estado cayendo con fuerza, y va a continuar cayendo en los próximos meses alcanzando valores anuales negativos en los últimos meses de este año. Frente a este escenario el Banco Central decidió en su Reunión de Política Monetaria (RPM) de julio pasado reducir la TPM al 0,50% e informar, una vez más, que en el escenario más probable, será necesario mantener una TPM baja por un período prolongado de tiempo para ayudar a reducir las brechas de capacidad y de esta forma aumentar la probabilidad de que la inflación converja a la meta en el horizonte de política, esto es, dos años. Además, el Banco central decidió complementar la baja en la TPM con medidas no convencionales para impulsar la trayectoria de tasas cortas a la baja para así darle un impulso adicional al estrechamiento de las brechas.

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

## 1. El progreso de la crisis financiera y sus efectos reales

Gracias a acciones más decididas de los bancos centrales y de los gobiernos, desde mediados de marzo los mercados financieros se han estabilizado y las condiciones financieras han mejorado. Como resultado, los problemas de liquidez y de riesgos de contraparte se reducen, el apetito por riesgo aumenta, los mercados de valores respaldados por papeles comerciales se reactiva, las volatilidades de precios de activos financieros disminuyen, los mercados de bonos de empresas con bajo riesgo mejoran y los mercados accionarios y los precios de bienes primarios se han recuperado a partir de los deprimidos valores alcanzados en los meses anteriores, aunque con caídas en el margen.

Sin embargo, las condiciones financieras siguen siendo estrechas. En particular, el crecimiento del crédito bancario sigue disminuyendo, los mercados de valores securitizados sin respaldo del sector público o de los bancos centrales sigue prácticamente paralizado y el acceso al crédito de deudores de más riesgo sigue siendo precario.

Por otra parte, una serie de datos recientes sugieren que la tasa de caída de la actividad económica se estaría reduciendo, afectada a nivel global por los efectos de la reversión del ciclo de los inventarios en el sector industrial, pero con importantes diferencias entre países y regiones. En EE.UU. el consumo privado, así como las ventas y la construcción de viviendas, estarían dejando de caer, la caída en el sector industrial podría estar llegando a su final, los precios de las viviendas moderan su caída y los indicadores de confianza empresarial han mejorado. En Asia Emergente el sector industrial se recupera y los indicadores de confianza mejoran (destacando China e India). De hecho, esta región ya está creciendo con respecto al primer trimestre. Sin embargo, en Europa la actividad no muestra señales claras de estabilización y, al igual que en EE.UU., el desempleo sigue aumentando con fuerza aunque la confianza de consumidores y empresarios repunta.

Además, los mercados financieros continúan dañados y frágiles. El deterioro de las carteras de préstamos de los bancos como resultado de la recesión anticipa que éstos continuarán en una situación difícil. En paralelo, tanto en EE.UU. como en Europa poco progreso se ha logrado en la implementación de programas de compra de activos tóxicos. Aunque la recuperación se vislumbra ahora más cercana, con un sistema financiero dañado y consumidores ajustándose, va a ser muy difícil alcanzar una recuperación robusta y sostenida. La creciente percepción en las últimas semanas de que un escenario de este tipo aumenta su probabilidad de ocurrencia, afecta los niveles y la volatilidad de los precios de los activos financieros como también los precios de los productos primarios.

Con todo, los efectos en la economía real de la crisis financiera siguieron manifestándose en el primer trimestre de este año. Así, la economía mundial volvió a caer en torno al 7% anualizado el primer trimestre de este año. Las caídas a tasas anualizadas del producto en el primer trimestre volvieron a ser espectaculares. El PIB de Japón cayó un 14,2%, después de haber caído un 13,5% en el cuarto trimestre del año pasado. El PIB de la Zona Euro cayó un 9,7% después de haber caído un 6,2% el cuarto del año pasado y el PIB de Estados Unidos cayó un 5,5% después de haber caído un 6,3% el último del año pasado. En término de niveles, desde el segundo trimestre del 2008 al primer trimestre del 2009 el PIB ha caído en torno al 7% en Japón, al 6% en Alemania, al 4% en el Reino Unido y al 3% en Estados Unidos.

A pesar de los brotes verdes, con la excepción de Japón, la caída del producto en los países industriales habría continuado el segundo trimestre, aunque a una tasa menor. En contraste, Asia Emergente, con la excepción de China e India, que también tuvo una importante caída de producto en el cuarto trimestre del 2008, ya está creciendo en términos anualizados el primer trimestre de este año. A su vez, el crecimiento de China remonta con fuerza, apoyado por agresivos programas de estímulo fiscal y monetario. Su crecimiento anualizado

aumentó de una tasa en torno al 2,0% en el cuarto trimestre del 2008 a una tasa en torno al 6,0% en el primer trimestre de este año. Cifras más recientes de producción industrial, ventas al detalle y crédito, muestran que la aceleración del crecimiento continuó durante el segundo trimestre, estimándose que habría crecido en torno al 15% anualizado. India también acelera su crecimiento y últimamente las expectativas mejoran en forma importante, debido al triunfo electoral del partido gobernante y su Primer Ministro Manmohan Singh.

En paralelo, la inflación anual sigue cayendo en el mundo. La inflación anual alcanza el -1,3% en EE.UU., el -0,1% en la Zona Euro –la tasa más baja en más de veinte años– el 2,2% en el Reino Unido, a pesar de la pronunciada depreciación de la libra esterlina, al -1,1% en Japón, y al -1,4% en China. Anticipando inflaciones anuales aún bajas hacia adelante, por crecientes holguras de capacidad y a pesar de los aumentos en los precios de bienes primarios de los últimos cuatro meses, los bancos centrales continúan reduciendo las tasas de política monetaria. Los bancos centrales de países industriales con tasas de política cercanas a cero, recurren al relajo cuantitativo para evitar entrar en procesos deflacionarios. En esto, la FED lidera el proceso.

#### Entorno externo de países emergentes mejora en el margen

Gracias a las mejores noticias de los países industriales y de China, el entorno externo del mundo emergente mejora en el margen. En particular, los países emergentes se están beneficiando de mejores condiciones financieras y de mejores precios de productos primarios.

Sin embargo, la caída de flujos de capitales es pronunciada, afectando especialmente a Europa Central y del Este y a Asia Central. Según un informe reciente del Banco Mundial<sup>1</sup>, los flujos de capitales a países emergentes cayeron al 8,6% de su PIB el año 2007, al 4,4% el 2008 y se estima que

<sup>1</sup> World Bank: Global Development Finance, 2009.

llegarían al 3,6% el 2009. Además, la mayor parte de los US\$ 1,2 trillones de deuda acumulada en el período 2003-2007 está madurando justo ahora, en que las oportunidades de renovación son reducidas y en que los *spreads* de deuda son aún altos, a pesar de la baja que han experimentado en los últimos 8 meses. Sin embargo, en los últimos dos meses los capitales han estado regresando a los países emergentes con mejores fundamentos, especialmente en Asia Emergente y América Latina.

## 2. Perspectivas de crecimiento mundial

Gracias a las políticas financieras, monetarias y fiscales, introducidas para enfrentar la estabilización de los sistemas financieros y sus efectos en la economía real, y a la mejora de la confianza, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial comienzan a mejorar. Sin embargo, en EE.UU. el alza en la tasa de desempleo a niveles más allá de lo proyectado ha abierto un debate sobre la necesidad de introducir un nuevo paquete de estímulo fiscal como también sobre la efectividad de los programas fiscales. Esta discusión es muy prematura dado que del paquete fiscal original de cerca de US\$ 800.000 millones aprobado en marzo pasado, menos de un 10% se ha ejecutado hasta ahora. Lo que es más, de aquí a fines del 2010 se ejecutaría la mitad y el resto el 2011 en adelante. Esto ilustra que programas de estímulo fiscal basados en una expansión de la inversión pública son muy lentos de implementar y no son la mejor manera de estimular la demanda agregada en momentos de recesión. Programas de transferencias a las personas de bajos ingresos y a los estados y gobiernos locales con estrechez financiera son mucho más efectivos pero más difíciles de aprobar por el sistema político.

En cuanto a perspectivas de crecimiento hay importantes diferencias entre países y regiones. Japón, que es la economía industrial más golpeada en su actividad productiva, habría tenido el segundo trimestre un crecimiento positivo del PIB, con respecto al trimestre anterior, gracias en gran parte

a la reversión del ciclo de inventarios y al repunte en el gasto interno. Por su parte, EE.UU. después de otra caída en el segundo trimestre comenzaría a mostrar crecimiento positivo (leve) en el tercer trimestre gracias al ciclo de inventarios, la estabilización del consumo privado y la estabilización del sector vivienda. En la misma línea, Asia Emergente habría tenido un importante crecimiento el segundo trimestre, empujado por la reversión del ciclo de inventarios y la recuperación del consumo interno.

Sin embargo, la Zona Euro, Europa Emergente y Asia Central continúan contrayéndose y su recuperación sería más lenta y difícil. De hecho, el Banco Central Europeo redujo recientemente sus proyecciones de crecimiento para la Zona Euro. Ahora proyecta un crecimiento en el rango del -4,1 al -5,1% el 2009 y del -1 al 0,4% el 2010. Estas proyecciones están incluso por debajo de las del Consensus Forecasts.

Con todo, el escenario base de las proyecciones de consenso para la economía mundial, presentadas en la Tabla 1, es de una fuerte contracción el año 2009, sería la mayor desde la Segunda Guerra Mundial, y una lenta recuperación el año 2010. La lenta recuperación proyectada de la economía mundial es la consecuencia de:

1. El proceso de limpieza de activos y de reducción del alto endeudamiento del sector financiero, que va a resultar en crédito bancario y financiamiento externo escaso por un período largo;
2. Un bajo crecimiento del consumo de las familias en EE.UU. y otros países industriales por la reconstrucción de su patrimonio, el alto y creciente desempleo, la reducción del endeudamiento y el menor acceso al crédito;
3. Una reducción gradual de la relación de la razón Deuda pública/PIB de los países industriales.

El Mundo Emergente, a pesar del dinamismo de China y la India, no tiene suficiente peso en el PIB mundial como para contrarrestar los efectos del

lento crecimiento de los países industriales. De hecho, China y la India representan sólo un 9,2% con PIBs medidos a tipos de cambio de mercado (TCM) y un 16,2% del PIB mundial con PIBs medidos a tipos de cambio de paridad de poder de compra (PPP). En contraste, los G7 representan un 53,1% del PIB del mundo a TCM y un 42,1% del PIB del mundo a PPP. Por lo anterior, la sostenibilidad del crecimiento de China y la India, y del mundo emergente en general, va a depender de la capacidad de los países industriales de retomar un crecimiento sostenido.

El escenario base, de modesto crecimiento de la economía mundial el año 2010, enfrenta importantes riesgos asociados a significativos escollos que enfrenta la recuperación:

1. Con el alza en el desempleo, el sector financiero puede recibir nuevos embates por problemas con créditos de consumo y de propiedades comerciales, retornando la preocupación sobre sus necesidades de capitalización;
2. Dudas sobre la solvencia fiscal pueden poner presión sobre las tasas de bonos públicos con efectos negativos en el mercado de la viviendas;
3. Mayores caídas en precios de viviendas también pueden debilitar más la base de capital de los bancos con efectos en la confianza;
4. El deterioro de los problemas financieros y de balanza de pagos de Europa Emergente y Asia Central puede tener efectos negativos sobre los sistemas financieros y la recuperación de la Zona Euro.

Una vez que la recuperación esté asentada, la atención se va a tener que centrar en cómo lograr una reducción creíble de los déficit fiscales para fortalecer la debilitada solvencia fiscal, y también, cómo evitar que las muy necesarias políticas monetarias expansivas, indispensables para enfrentar la crisis, terminen por generar un rebrote inflacionario. Cuando la recuperación ya esté firme, altos déficit fiscales van a actuar como un freno a la inversión

**Tabla 1**  
Proyecciones del Crecimiento Mundial  
(variación anual, %)

	2007	2008	2009		2010	
			FMI	CF	FMI	CF
EE.UU.	2.0	1.1	-2.6 (-2.8)	-2.8	0.8 (0.0)	1.9
Zona Euro	2.7	0.8	-4.8 (-4.2)	-4.2	-0.3 (-0.4)	0.3
Japón	2.3	-0.7	-6.0 (-6.2)	-6.6	1.7 (0.5)	1.3
Asia Emergente	10.6	7.6	5.5 (4.8)	5.0	7.0 (6.1)	6.9
China	13.0	9.0	7.5 (6.5)	7.5	8.5 (7.5)	8.4
India	9.4	7.3	5.4 (4.5)	5.8	6.5 (5.6)	7.0
América Latina	5.7	4.2	-2.6 (-1.5)	-2.4	2.3 (1.6)	2.5
Mundo (PPC)	5.1	3.1	-1.4 (-1.3)	-1.1	2.5 (1.9)	2.4
Mundo (TCM)	3.8	2.0	-2.6 (-2.5)	-2.6	1.7 (1.0)	2.0

Fuente: Consensus Forecasts, Junio 2009, Asia Pacific Consensus Forecasts, Junio 2009, Latin America Consensus Forecasts, Junio 2009. FMI: WEO Update 8 de Julio 2009 y en paréntesis WEO Abril, 2009.

privada a través de sus efectos en la tasa de interés. De otra parte, el mantenimiento de una política monetaria expansiva, cuando la recuperación ya esté estrechando las holguras de capacidad, va a aumentar las expectativas de inflación con efectos en el costo de financiamiento y en la asignación de recursos.

Para enfrentar estos riesgos, los programas de estímulo –monetarios, crediticios, inversiones del estado en áreas productivas y fiscales– van a tener que retirarse con prontitud y permitir que los mercados retomen su papel en la asignación de recursos. Lo importante en esta área es preparar una *exit strategy* y explicarla, pero no hay que apresurarse en implementarla hasta que las holguras de capacidad se estén estrechando, sino se corre el riesgo de abortar la recuperación en su albor.

Las perspectivas de los países emergentes han mejorado en los últimos cuatro meses pero enfrentan cuatro riesgos importantes. Primero, un crecimiento de los países industriales más bajo que las proyecciones de consenso. Segundo, un

crédito bancario internacional más limitado de lo proyectado como resultado del proceso de reducción del alto endeudamiento de la banca. Tercero, potenciales problemas con las *exit strategies* de los países industriales que terminen afectando los mercados financieros internacionales. Cuarto, un mayor proteccionismo de los países industriales frente al aumento en su desempleo y la prolongación de la recesión.

### 3. Perspectivas de la economía chilena

La crisis internacional sigue impactando negativamente a la economía chilena. De hecho, ésta ha impactado a nuestra economía mucho más de lo estimado inicialmente. Los principales canales a través de los cuales se ha manifestado son un deterioro de las expectativas de consumidores y empresarios y condiciones financieras y términos de intercambio menos favorables. Frente a la mayor incertidumbre y condiciones financieras menos

favorables, decisiones de inversión y de compra de durables se han postergado.

Como resultado, la demanda interna, principalmente el consumo de bienes durables y la inversión privada, redujeron con fuerza su dinamismo a partir del tercer trimestre del año pasado. Las colocaciones reales de consumo, que ya estaban perdiendo dinamismo con fuerza a partir de fines del 2006, en parte por revisiones en la evaluación de los riesgos que llevó a una política más prudente de parte de los oferentes de crédito, siguieron perdiendo dinamismo con la llegada de la crisis financiera internacional. Por su parte, las colocaciones comerciales comienzan a perder dinamismo sólo en el segundo trimestre del 2008 y las de vivienda, incluso más avanzado el 2008.

En cuanto al PIB, este mostró caídas los últimos dos trimestres del 2008 y el primer trimestre del 2009 (a tasas anualizadas del 3,6%, 7,9% y 2,5% respectivamente); como resultado, el nivel del PIB del primer trimestre es un 3,5% inferior al del segundo trimestre del 2008. Los sectores más afectados han sido la industria, la minería y el comercio, especialmente de durables.

En lo que se refiere al desempleo, éste aumenta con fuerza a partir del cuarto trimestre del año pasado alcanzando un 9,9% (ajustado por estacionalidad) en el trimestre marzo/mayo.

Gracias a la alta credibilidad de la política fiscal y monetaria y la solidez del sistema financiero, las autoridades económicas han podido responder a los efectos de la crisis internacional en la economía chilena con una fuerte dosis de políticas macro contracíclicas. La política fiscal respondió introduciendo un paquete fiscal del 3% del PIB. Como resultado, se estima ahora que lo más probable es que terminemos el año con un leve déficit estructural. La política monetaria ha respondido a las perspectivas de tener una inflación anual muy por debajo de la meta por un período pronunciado de tiempo, con agresivas bajas de la tasa de política monetaria que han alcanzado los 775 puntos base entre octubre del 2008 y julio de este año.

Cifras recientes muestran que en el trimestre terminado en mayo, el IMACEC ajustado por estacionalidad y días trabajados cayó a un 2,2% anualizado, con respecto al del trimestre terminado en febrero. En los próximos meses la contracción debiera seguir perdiendo fuerza gracias a los efectos de las políticas macro expansivas, la mejora en el precio de los activos financieros, las mejores expectativas de consumidores y empresarios y a una situación externa algo mejor.

### La inflación cae con fuerza

Por otro lado, afectada por la caída en la variación anual de los precios internacionales de *commodities* y las crecientes holguras de capacidad, la inflación anual ha estado cayendo con fuerza. La inflación anual va a continuar cayendo en los próximos meses y lo más probable es que alcance valores anuales negativos en los últimos meses de este año. De hecho, en el comunicado de su última reunión de política monetaria el Banco Central informó que este es también su escenario base en cuanto a proyecciones de inflación para los próximos meses y que se ha incrementado el riesgo de que la inflación se estabilice por debajo de la meta por un período prolongado de tiempo.

Fue frente a este escenario, que el Banco Central decidió en su Reunión de Política Monetaria (RPM) de julio pasado reducir la TPM al 0,50% e informar, una vez más, que en el escenario más probable, será necesario mantener una TPM baja por un período prolongado de tiempo para ayudar a reducir las brechas de capacidad y de esta forma aumentar la probabilidad de que la inflación converja a la meta en el horizonte de política, esto es, dos años. Además, el Banco central decidió complementar la baja en la TPM con medidas no convencionales para impulsar la trayectoria de tasas cortas a la baja para así darle un impulso adicional al estrechamiento de las brechas. Las medidas no convencionales son: (1) establecer una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para las empresas bancarias, mediante la cual otorgará liquidez a 90 y 180

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

	2007	2008	2009				2010			
			BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	4.7	3.2	-0.75; 0.25	-0.9 (-2.0; 0.3)	-1.0	-1.5 (-2.2; -0.8)	4.5-5.0	3.4 (2.0; 4.7)	2.2	3.1 (2.0; 4.4)
Consumo Privado	6.9	4.3	0.2*	0.6	-1.3	-	-	3.6	3.6	-
Inversión Total	12.0	19.5	-14.3	-10.0	-16.1	-	-	5.9	6.3	-
Bce. Sector Público	8.7	5.3	-	-3.7	-4.1	-	-	-1.3	-1.4	-
Tipo Cambio (fin período)	495.8	629.1	-	565.9**	554.8	563** (532; 600)	-	570.6**	570.9	580** (525; 620)
Inflación (dic-dic)	7.8	7.1	0.6	1.1 (-0.3; 3.0)	1.0	0.0 (-0.8; 0.9)	2.3	2.9 (2.1; 3.6)	3.2	2.5 (2.0; 3.0)

\* Se refiere al consumo total

\*\* Corresponde a fines de junio del año siguiente.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts (Junio, 2009) rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Mayo, 2009); EEE: Encuesta de Expectativas Económicas BCCH (Julio, 2009), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Julio, 2009).

días al nivel de la TPM vigente; (2) ajustar el plan de emisiones de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) a plazos menores de un año de manera coherente con la decisión anterior; y (3) suspender, por todo lo que resta del 2009, la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a Bonos Nominales del Banco Central a 2 años (BCP-2) y Pagarés Descontables del Banco Central a 1 año (PDBC-360).

La Tabla 2 presenta las proyecciones de la economía chilena para los años 2009 y 2010. Las proyecciones de crecimiento de este año están en el rango del -1,5 al 0,25% y las del 2010 en el rango del 2,2 al 5%. Las proyecciones de inflación anual a diciembre del 2009 están en el rango del 0,0 al 1,1% y las de diciembre del 2010 en el rango del 2,3 al 3,2%. El principal riesgo de las proyecciones de crecimiento para el 2010 es una recesión internacional más duradera. Los principales riesgos para la inflación son la trayectoria de los precios de *commodities* y del tipo de cambio.