

## El momento económico internacional y nacional

VITTORIO CORBO

- Los mercados financieros de corto plazo y los mercados de crédito han continuado normalizándose, y los precios de activos siguen aumentando. Sin embargo, todavía no hemos recuperado los niveles de actividad, empleo y exportaciones que había antes de la crisis. Es probable que las altas tasas de desempleo persistan durante varios años.
- Los mercados de crédito de corto plazo se han estabilizado y muestran un comportamiento normal, tanto en niveles de precios como en volatilidad, y los mercados de bonos han mejorado notablemente. Los mercados accionarios han mostrado buenos rendimientos gracias a la recuperación económica, las bajas tasas de interés internacionales y un mayor apetito por riesgo. Los más beneficiados han sido los de países emergentes, los que también han experimentado presiones a la apreciación de sus monedas.
- La industria financiera continúa con problemas. Las restricciones crediticias han disminuido en el margen, pero siguen siendo uno de los principales obstáculos a una recuperación más rápida. Los segmentos más afectados son los créditos de consumo, créditos a Pymes y créditos a propiedades comerciales.
- El crecimiento mundial sigue siendo liderado por el mundo emergente. Buena parte de la recuperación se explica por la reversión del ciclo de inventarios y las políticas monetarias y fiscales extraordinarias implementadas durante la crisis.
- Si bien las proyecciones de crecimiento mundial para el 2010 han aumentado sostenidamente, siguen existiendo factores de riesgo que ponen en duda la fuerza, fortaleza y sustentabilidad a mediano plazo de la recuperación. Uno de los factores de riesgo es el retiro prematuro de los planes de estímulo implementados durante la crisis. Adicionalmente, hay dudas sobre qué ocurrirá cuando el ciclo de inventarios se normalice.
- La inflación subyacente se ha mantenido muy baja a nivel internacional dado el alto desempleo y las brechas de capacidad, pero la inflación medida ha comenzado a aumentar impulsada por el alza en los precios internacionales de combustibles, alimentos y materias primas. Esto se ha dado especialmente en países emergentes.
- En el trimestre terminado en noviembre la economía chilena creció a una tasa anualizada del 4,3% con respecto al trimestre móvil anterior, impulsada principalmente por la recuperación internacional y las políticas macroeconómicas contra-cíclicas. En particular, se nota una mejora en la demanda interna y en los indicadores de confianza. Es probable que la recuperación se intensifique en los próximos meses. Las proyecciones de crecimiento para el 2010 están entre 4,2%-5,5%, y lo más probable es que termine en torno al 5%.
- La tasa de desempleo se mantiene alta, por sobre el 9%, pero ha bajado sostenidamente en los tres últimos trimestres móviles. La composición del empleo se ha deteriorado, sin embargo, con una mayor proporción de empleos por cuenta propia, que suelen ser precarios.
- La inflación subyacente se mantiene muy baja, en parte por la apreciación del peso y las holguras de capacidad. El IPC cerró el año con una caída anual de 1,4%. Al igual que en otros países emergentes, el aumento en precios internacionales ha reducido el ritmo de caída de la inflación medida, pero igual es probable que tome tiempo en volver a niveles del 3%. Lo más factible es que la normalización de la política monetaria no empiece antes del tercer trimestre de este año. Las proyecciones de inflación para el 2010 están entre 2,5%-3,1%, y lo más probable es que termine entre 2,0 y 2,5%.

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

Los mercados financieros de corto plazo y los mercados de crédito han continuado normalizándose durante los últimos meses, mientras que los precios de bienes primarios, las bolsas accionarias y el crecimiento mundial han seguido recuperándose desde su punto más bajo alcanzado el cuarto trimestre de 2008. A pesar de este progreso, queda mucho camino por recorrer para recuperar los niveles de actividad, de empleo y de volúmenes de exportaciones existentes antes de la crisis y para tener una industria financiera sana que apoye el crecimiento. El legado de altas tasas de desempleo pareciera que persistirá por varios años. Además, a pesar de la recuperación que han mostrado los países industrializados a partir del segundo trimestre de 2009, la producción industrial de los principales países de este grupo todavía está entre un 10 y un 20% por debajo de los niveles alcanzados en enero de 2007. En la misma dirección, los volúmenes exportados han recuperado los niveles de dicho mes sólo en EE.UU. y están todavía más de un 10% por debajo en Japón, la Zona Euro y Canadá.

En cuanto a la industria financiera, los mercados de crédito continúan con problemas: los grandes bancos todavía tienen importantes pérdidas por reconocer y tienen que continuar con la reducción de sus balances. Esto crea condiciones crediticias poco favorables que tendrán efectos negativos en la trayectoria futura de la actividad y el empleo.

En los principales países desarrollados han surgido diferencias en cuanto a la fuerza de su recuperación durante los últimos meses. EE.UU. habría terminado el año con una aceleración de su crecimiento anualizado en el cuarto trimestre, mientras que el crecimiento de la Zona Euro y Japón habría seguido siendo bajo.

Con amplias holguras de capacidad y alto desempleo, la inflación subyacente se mantiene muy baja tanto en los países industrializados como en los países emergentes. Sin embargo, el aumento pronunciado en los precios internacionales en dólares de los combustibles, las materias primas y los alimentos ha llevado a que la inflación medida comience a aumentar, especialmente en los países emergentes que están más avanzados en su recuperación. Este repunte en los precios de productos

primarios desde los deprimidos valores alcanzados en marzo de 2009 ha estado impulsado por el fuerte crecimiento de China, la depreciación del dólar, las bajas tasas de interés internacionales y problemas de oferta en algunos productos específicos.

## 1. Los mercados financieros internacionales y la actividad económica mundial

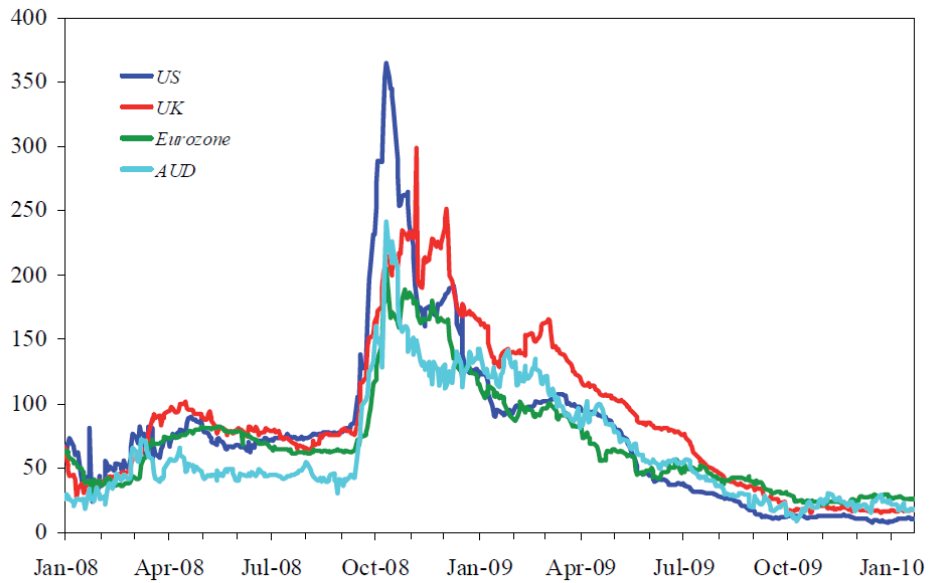
La normalización de los mercados financieros de fondos de corto plazo ha continuado: los spreads entre las tasas LIBOR y los overnight index swaps y la volatilidad de los precios de activos se han estabilizado en niveles considerados como más normales, y los mercados de papeles comerciales a 30 días muestran rendimientos levemente por encima de la tasa de política (Gráficos 1 y 2).

Con respecto a renta fija, los mercados de crédito en EE.UU. muestran spreads similares a los observados en enero de 2007 para empresas triple A. Los spreads para empresas triple B y empresas de alto riesgo también han caído de manera significativa en el último año: las primeras están unos 150 pips por sobre los spreads correspondientes de enero de 2007, y las últimas 300 pips sobre su valor en ese período (Gráfico 3). Estos spreads pueden indicar una nueva actitud con respecto al riesgo crediticio, el cual estaba notoriamente subvaluado antes de la crisis.

En paralelo, los precios de acciones también han seguido aumentando, apoyados en la continua recuperación económica, las bajas tasas de interés internacionales y el mayor apetito por riesgo. Los mercados accionarios más beneficiados han sido los de países emergentes, algunos de los que recuperaron sus niveles antes de la crisis. Las fuerzas anteriores, unidas a los mejores precios de productos primarios, han generado presiones a la apreciación cambiaria de las monedas de los países emergentes en general, y de los exportadores de productos primarios en particular.

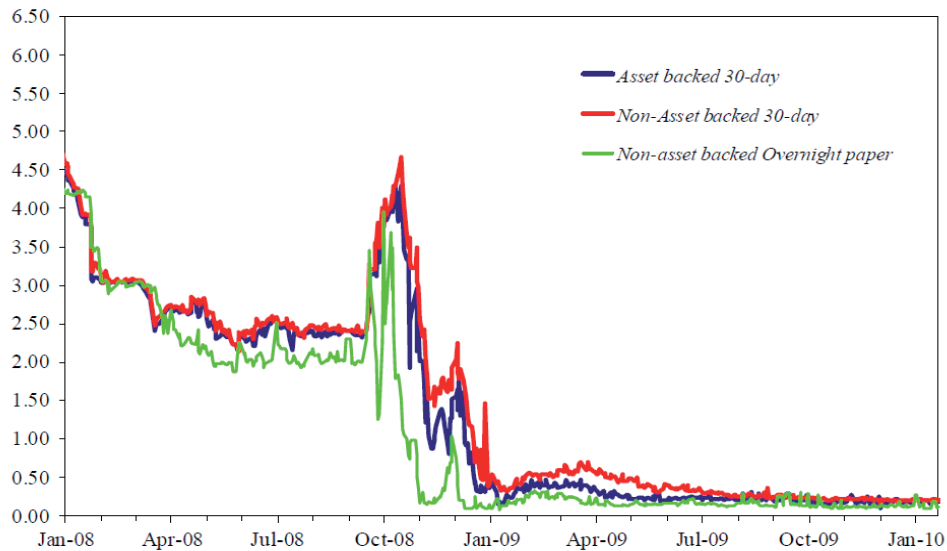
La situación de la industria financiera sigue siendo frágil a pesar de la mejora en los mercados financieros. Por un lado, el empinamiento de la cur-

**Gráfico 1**  
Spreads entre la LIBOR y Overnight Index Swaps  
(puntos base)



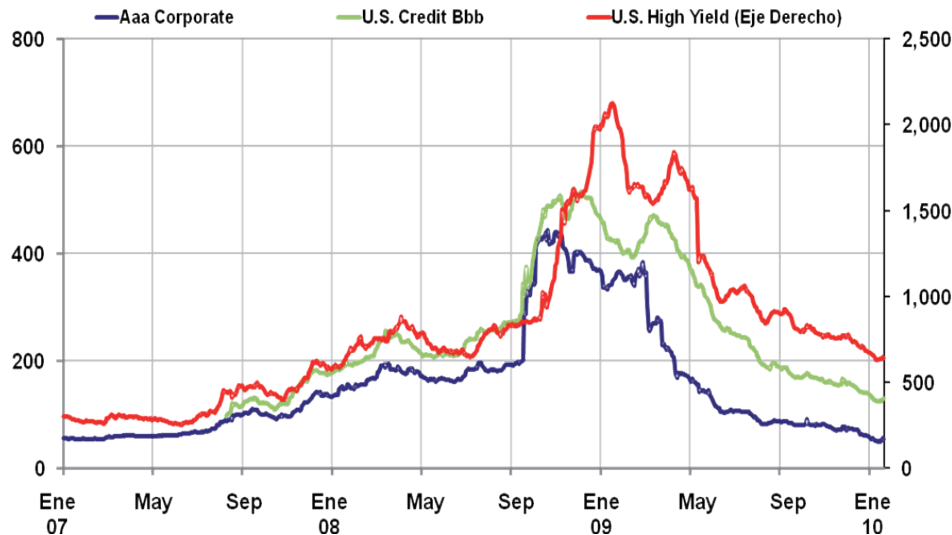
Fuente: Bloomberg, 19 de enero del 2010.

**Gráfico 2**  
Rendimientos de Papeles Comerciales en EE.UU.



Fuente: Bloomberg, 19 de enero del 2010.

**Gráfico 3**  
Spreads de Bonos Corporativos  
(puntos base)



Fuente: Barclays, 19 de enero del 2010.

va de rendimiento durante los últimos meses le ha permitido a los bancos comerciales y de inversión generar importantes flujos de ingresos, los cuales les han posibilitado absorber parte de las pérdidas relacionadas con la crisis. Adicionalmente, la mejora en los mercados de deuda y los mercados accionarios también ha tenido un efecto positivo al brindarles acceso a capital y deuda. Por el otro lado, la situación patrimonial de los bancos sigue siendo débil en un momento en que los mercados financieros y los reguladores les exigen —o les exigirán— más capital y liquidez y en que todavía quedan montos importantes de pérdidas que reconocer.

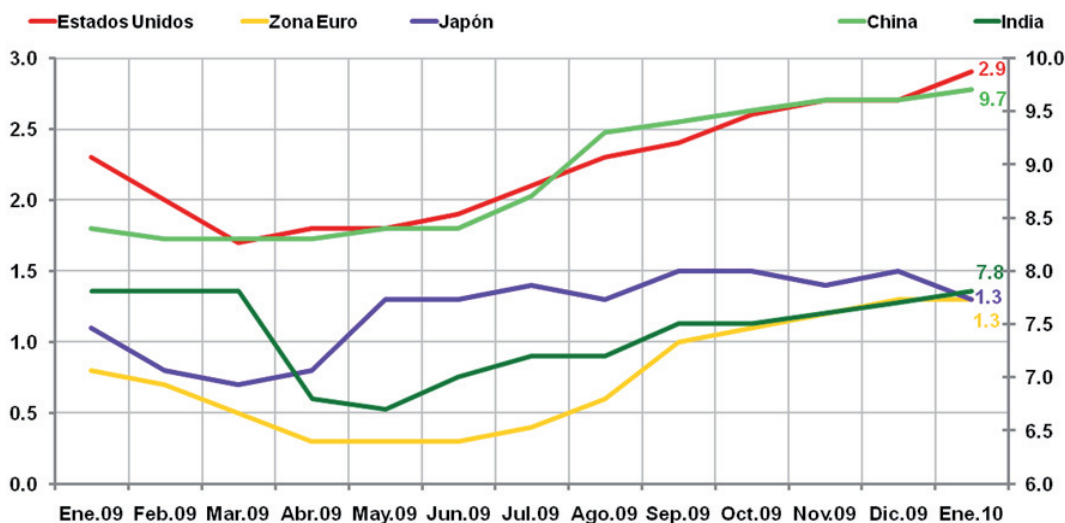
En EE.UU. y la Zona Euro las encuestas de sus bancos centrales muestran que las condiciones de otorgamiento de crédito siguen siendo estrechas, aunque han mejorado en el margen. Lo anterior, junto con cambios en la demanda por crédito, han llevado a caídas anuales en los volúmenes de crédito bancario en ambos casos. En cuanto a segmentos específicos del mercado de crédito, los que presentan más dificultades son los mercados de crédito de consumo, los créditos a Pymes y el crédito a propiedades comerciales. Ha habido un

aumento importante en el nivel de cartera vencida de este último tipo de crédito tanto en EE.UU. como en Europa, lo que está generando efectos negativos en bancos regionales y locales.

En lo que se refiere a la actividad económica, las medidas extraordinarias introducidas por las autoridades monetarias y financieras del mundo desarrollado lograron estabilizar al sistema financiero, detener la caída del comercio mundial, reducir la incertidumbre y mejorar la confianza. La reversión de estas fuerzas sigue impulsando la recuperación de la economía mundial, en particular la recuperación inicial de Asia Emergente que ha seguido su curso, extendiéndose a más países industrializados y, en forma gradual, al resto del mundo emergente y en desarrollo. En esta parte del mundo destacan los casos de China y Brasil.

Como resultado, EE.UU. habría crecido en el cuarto trimestre en torno al 5% anualizado, mientras que la Zona Euro y Japón en torno al 2%. En el mundo emergente, el crecimiento de Asia se habría reducido a algo más del 6% anualizado, con China mantenido su crecimiento y con India experimentando una fuerte caída por problemas muy puntuales

**Gráfico 4**  
Proyecciones de Crecimiento para 2010  
(mes de la proyección, %)



Fuente: Consensus Forecasts.

en su sector agrícola como resultado de muy bajas lluvias. Por su parte, América Latina habría crecido nuevamente sobre el 5% anualizado en el cuarto trimestre como resultado de la aceleración en el crecimiento de Perú, Brasil y Chile, mientras que Argentina y Venezuela habrían estado prácticamente estancados y México habría crecido poco. Europa Emergente habría acelerado su crecimiento a una tasa anualizada en torno al 5% gracias a la aceleración del crecimiento en la República Checa, Polonia, Hungría y Rusia. En forma agregada, utilizando tipos de cambio de mercado, la tasa de crecimiento del PIB mundial habría pasado del 3% anualizado en el tercer trimestre a una tasa entre el 3,5 y el 4% en el cuarto.

La recuperación de la economía mundial del cuarto trimestre ha sido el resultado de la reversión del ciclo de inventarios —alimentada en parte por niveles de consumo e inversión que, aún bajos, resultaron ser más altos que lo esperado— y de los efectos de las políticas de estímulo monetario, crediticio y fiscal.

## 2. Perspectivas de crecimiento mundial

Basado en la evolución reciente de la economía mundial y las perspectivas futuras, las proyecciones de crecimiento mundial para el año 2010 se han seguido corrigiendo al alza para EE.UU., China e India. En contraste, las proyecciones de crecimiento para la Zona Euro se han estabilizado, y las de Japón se han ajustado a la baja (Gráfico 4). Las proyecciones de crecimiento mundial se presentan en la Tabla 1.

Con la recuperación algo más asentada, la discusión se ha ido trasladando desde la necesidad de introducir nuevos estímulos para apuntalar la recuperación a la necesidad de comenzar a preparar estrategias de retiro gradual de los estímulos monetarios, crediticios y fiscales implementados para detener la crisis financiera, con el fin de evitar una aceleración de la inflación o la formación de nuevas burbujas en los precios de activos.

Sin embargo, a pesar de la importante mejora en la economía mundial, persisten dudas sobre la fuerza, la fortaleza y la sustentabilidad de mediano

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

|                 | 2008 | 2009 | 2010       |     |       | 2011       |     |      |
|-----------------|------|------|------------|-----|-------|------------|-----|------|
|                 |      |      | FMI        | BM  | CF    | FMI        | BM  | CF   |
| Estados Unidos  | 0.4  | -2.4 | 1.5 (0.0)  | 2.5 | 2.9 ↑ | 2.8 (3.5)  | 2.7 | 3.1  |
| Zona Euro       | 0.7  | -3.9 | 0.3 (-0.4) | 1.0 | 1.3 = | 1.3 (1.4)  | 1.7 | 1.6  |
| Japón           | -0.7 | -5.3 | 1.7 (0.5)  | 1.3 | 1.3 ↓ | 2.4 (2.2)  | 1.8 | 1.5  |
| Asia (ex-Japón) | 7.3  | 6.1  | 7.3 (6.1)  | 8.1 | 8.1 ↑ | 8.1 (8.3)  | 8.2 | 7.8  |
| China           | 9.0  | 8.6  | 9.0 (7.5)  | 9.0 | 9.7 ↑ | 9.7 (10.2) | 9.0 | 9.1  |
| India           | 7.3  | 6.8  | 6.4 (5.6)  | 7.6 | 7.8 ↑ | 7.3 (6.9)  | 8.0 | 7.9  |
| América Latina  | 4.2  | -2.3 | 2.9 (1.6)  | 3.1 | 3.8 = | 3.7 (3.5)  | 3.6 | 3.8  |
| Mundo (PPP)     | 3.0  | -0.9 | 3.1 (1.9)  | 3.5 | 3.5 ↑ | 4.2 (4.3)  | 4.0 | n.d. |
| Mundo (TCM)     | 1.8  | -2.2 | 2.3 (1.0)  | 2.7 | 3.0 ↑ | 3.4 (3.5)  | 3.2 | n.d. |

*Fuente:* Consensus Forecasts, enero 2010; Asia Pacific Consensus Forecasts, enero 2010; Latin America Consensus Forecasts, diciembre 2009; FMI: WEO, octubre 2009 y en paréntesis WEO, abril 2009.

plazo de la recuperación que exigen prudencia para evitar un retiro prematuro de los estímulos que pueda terminar deteniendo el proceso de recuperación. Estas dudas se han visto exacerbadas en las últimas semanas por cifras recientes que muestran cierta pérdida de dinamismo en la recuperación inicial de Japón y la Zona Euro y, al mismo tiempo, un mercado laboral que vuelve a debilitarse en los EE.UU.

Las dudas tienen que ver también con el tipo de crecimiento que hemos tenido en los meses recientes. En sus etapas iniciales la recuperación ha resultado de la reversión del ciclo de inventarios, y de niveles de demanda agregada algo mejores que en los meses anteriores, favorecida por los efectos de las medidas de estímulos macro. Pero el ciclo de inventarios va a correr su curso y las medidas de estímulo son sólo de carácter transitorio. Para que la recuperación se afiance, se necesita que el consumo y la inversión privada retomen dinamismo propio en los países industriales. Pero en esta área hay problemas: los consumidores en los EE.UU. y en los principales países europeos enfrentan mercados laborales deprimidos —con efectos en los sala-

rios reales y en la probabilidad de tener y mantener un empleo—, una situación patrimonial deteriorada y condiciones de acceso al mercado crediticio más difíciles. En paralelo, los empresarios se encuentran con amplias brechas de capacidad y las Pymes con condiciones crediticias menos favorables. Estas condiciones anticipan un dinamismo del consumo y de la inversión privada muy débil para los próximos trimestres, despertando dudas sobre la fortaleza del crecimiento de la economía mundial en el segundo semestre de este año y en el año 2011, cuando la reversión del ciclo de inventarios ya haya recorrido su curso y los efectos de los estímulos fiscales se vayan disipando.

Pero aún hay más factores de riesgo. Uno de los legados de la crisis son las bajas tasas de interés en EE.UU., Japón y la Zona Euro, las que pueden estar generando burbujas en mercados de activos, con efectos en la estabilidad financiera en algunos mercados. Otros factores de riesgos son los altos déficits fiscales en varios países industriales. Estos han provocado dudas sobre la solvencia fiscal de estos países, aumentando los premios por riesgo, lo que lleva a una peligrosa dinámica de deuda.

Esto ya lo estamos viendo con fuerza en Grecia, y en menor medida en Portugal, pero también es una preocupación creciente en los casos de EE.UU., el Reino Unido y España, tres países con déficit fiscales que este año volverán a superar el 10% del PIB.

Otra preocupación es la necesidad imperiosa de avanzar en la reforma de la regulación y la organización del sector financiero para reducir las probabilidades de crisis financieras en los próximos años. Cualquier reforma final que contribuya a fortalecer la gestión de sus riesgos tendrá que enfrentar los problemas de incentivos al interior de los bancos, deberá aumentar los requerimientos de capital a niveles más conmensurables con los riesgos del sector y el ciclo económico y deberá crear un sistema de regulación y supervisión más riguroso. Estas reformas reducirán los riesgos de crisis financieras, pero también llevarán a una industria financiera con una menor capacidad para prestar y con costos del crédito que serán más altos.

En el mediano plazo la sustentabilidad del crecimiento mundial va a requerir un cambio importante en la composición de la demanda mundial para paliar el menor dinamismo de la demanda interna de EE.UU. y otros países industriales que no han completado sus ajustes. Será necesario un aumento de la demanda interna en aquellos países que han tenido importantes superávits en cuenta corriente en estos años (China, Alemania, Japón y países exportadores de petróleo en el Medio Oriente).

En el frente inflacionario hay dos fuerzas contrapuestas operando que afectan la inflación total. Por un lado, las amplias brechas de capacidad y el alto desempleo presionan a la baja a las inflaciones subyacentes. Por el otro, la fuerte recuperación en los precios en dólares de los productos primarios (110% el petróleo, 85,3% los productos industriales y 15,1% los alimentos, todos en términos anuales) empujan al alza las inflaciones totales. En los países industriales con expectativas de inflación bien ancladas y con amplias brechas de capacidad y alto desempleo las alzas en la inflación debieran ser sólo temporales y muy asociadas a los precios de combustibles y de alimentos. En contraste, los países emergentes más avanzados en la recupe-

ración, donde las brechas de capacidad se están estrechando y el desempleo disminuyendo, van a tener que ser más cuidadosos con su política monetaria para evitar un aumento en la inflación que termine afectando la tendencia inflacionaria llevándola a valores por encima de la meta que se han fijado sus autoridades.

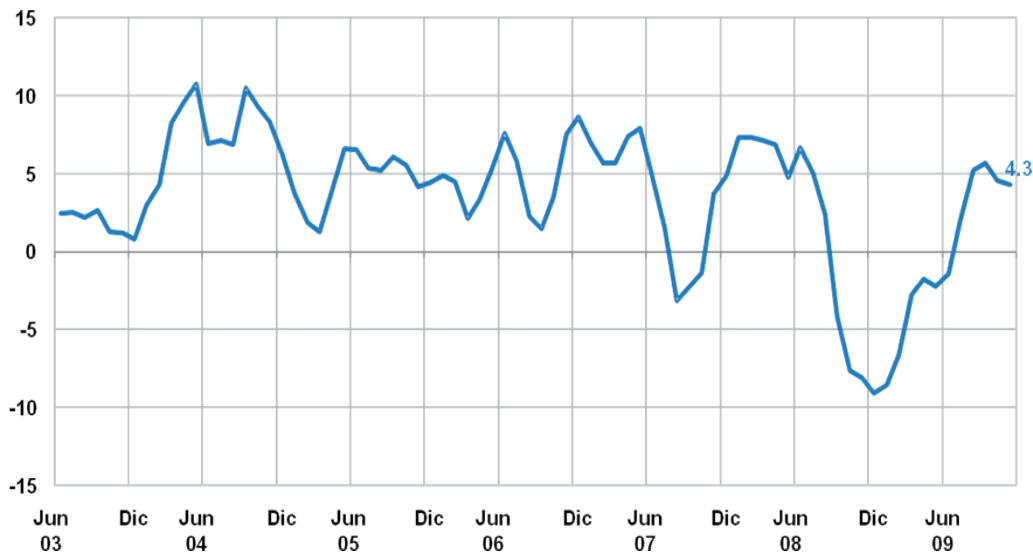
### 3. La economía chilena toma más fuerza

La economía chilena se ha estado recuperando a partir de mayo del año pasado. Esta recuperación ha sido el resultado de la mejora en términos de intercambio, la mejora en las condiciones financieras internacionales y las políticas macroeconómicas contra-cíclicas introducidas para paliar los efectos de la crisis financiera internacional.

En cuanto a los indicadores de actividad, el IMACEC retomó su crecimiento en octubre y noviembre, después de una leve caída en Septiembre (mes a mes desestacionalizado). Como resultado, la economía está creciendo a una tasa anualizada en torno al 4,3% anual (Gráfico 5). En paralelo, el crecimiento en 12 meses alcanzó niveles positivos en noviembre por primera vez después de 13 meses.

La demanda interna también ha retomado un crecimiento anual positivo, impulsada principalmente por la reversión del ciclo de inventarios y el aumento de los volúmenes exportados. Las importaciones de bienes han aumentado en los últimos registros. En el comercio, las ventas minoristas alcanzaron niveles observados a mediados del 2008. Así también, los indicadores de confianza han repuntado en los últimos meses y se encuentran en el tramo de expectativas expansivas.

La tasa de desempleo, si bien se mantiene sobre el 9%, ha bajado en los tres últimos trimestres móviles, impulsada por los programas de empleo público que se han introducido para paliar los efectos de la crisis. Sin embargo, la composición del empleo sigue siendo un problema ya que el empleo asalariado sigue cayendo en 12 meses y el empleo por cuenta propia —que tiene una buena parte de trabajos precarios— sigue aumentando en la última medición por sobre el 4% anual.

**Gráfico 5****IMACEC***(tasa de variación anualizada de promedios móviles trimestrales, %)*

*Nota:* Serie desestacionalizada.

*Fuente:* Banco Central de Chile.

En cuanto a las perspectivas, lo más probable es que la recuperación se intensifique en los próximos meses, impulsada por una serie de fuerzas favorables: los efectos expansivos de la política monetaria, la continuación del ciclo de reconstrucción de inventarios, el efecto riqueza y expectativas del alza en los precios de las acciones, las mejores expectativas de consumidores, el mejor entorno externo y las mejores expectativas empresariales asociadas a la elección de un Presidente que ha resaltado su preocupación por remover las barreras al crecimiento.

En cuanto a la inflación, la medición subyacente se mantiene muy baja, ayudada por la apreciación del peso y las crecientes holguras de capacidad. El IPC cerró el año con una caída anual de 1,4%. Sin embargo, la caída de la inflación total anual se ha ido reduciendo en parte por los aumentos en los precios internacionales en dólares de los combustibles y de los alimentos. No obstante, la tendencia inflacionaria va a tomar tiempo en regresar al 3% por la existencia de amplias brechas de capacidad. En estas circunstancias, lo más probable es que la

normalización de la política monetaria no se inicie antes del cierre del segundo trimestre.

Las proyecciones de crecimiento e inflación para el año 2010 aparecen en la Tabla 2. Las proyecciones de crecimiento están en el rango del 4,2% al 5,5% y las de inflación dic.-dic. desde un 2,5% a un 3,1%. Lo más probable es que el crecimiento termine en torno al 5% y la inflación entre el 2 y 2,5% dependiendo principalmente de la evolución de los precios internacionales de bienes primarios, en especial de los combustibles, y la paridad peso dólar. El crecimiento del año 2010 puede estar por sobre el 5% si las mejores expectativas de consumidores y empresarios resultan en una demanda interna que crece más de lo proyectado. Los riesgos a la baja del crecimiento están principalmente asociados a sorpresas negativas en la evolución del entorno externo.



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

|                              | 2009  | 2010      |            |       |            | 2011       |       |            |
|------------------------------|-------|-----------|------------|-------|------------|------------|-------|------------|
|                              |       | BC        | LACF       | EIU   | EEE        | LACF       | EIU   | EEE        |
| PIB                          | -1.9  | (4.5-5.5) | 4.8        | 4.2   | 4.6        | 4.6        | 4.6   | 4.7        |
|                              |       |           | (3.5; 5.7) |       | (4.1; 5.4) | (3.5; 5.5) |       | (3.9; 5.3) |
| Con. privado                 | 0.5   | 3.5*      | 4.4        | 2.6   | -          | 4.9        | 3.5   | -          |
| Inversión total              | -16.1 | 8.2       | 9.4        | 10.1  | -          | 8.7        | 9.5   | -          |
| Bce. Sector Púb.             | -3.6  | -         | -1.1       | -0.9  | -          | -0.1       | 1.5   | -          |
| Tipo Cambio<br>(fin período) | 506.4 | -         | 503.6      | 511.6 | 510**      | 523.4      | 522.6 | 525**      |
|                              |       |           |            |       | (483; 530) |            |       | (488; 550) |
| Inflación (dic-dic)          | -1.4  | 2.5       | 2.6        | 3.1   | 2.5        | 3.0        | 3.0   | 3.0        |
|                              |       |           | (1.8; 3.2) |       | (1.9; 2.9) | (2.5; 3.5) |       | (2.8; 3.1) |

\* Se refiere al consumo total

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

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts (diciembre, 2009) rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (diciembre 2009); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (enero, 2010), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (enero, 2010).