

## El momento económico internacional y nacional

VITTORIO CORBO

- La economía mundial continúa dejando atrás la peor recesión del período de post-guerra. Hace un poco más de un año los mercados financieros estaban paralizados, los consumidores y empresarios habían entrado en pánico, el comercio y el PIB Mundial caían con fuerza y la pesadilla de otra Gran Depresión parecía una realidad. Es sorprendente como han cambiado las cosas desde entonces gracias a las intervenciones audaces de los bancos centrales y de los gobiernos de los países industriales. Las condiciones financieras globales prácticamente se han normalizado. El comercio y el PIB Mundial se han expandido con fuerza a partir del tercer trimestre del 2009 y la recuperación alcanza a todas las regiones del mundo. Entre los países emergentes destaca el dinamismo de Asia y de América Latina. La mejora de la economía mundial llegó más rápido y con más fuerza de lo esperado.
- Sin embargo, la recuperación de los países industriales ha estado impulsada principalmente por factores de carácter temporal, la reconstrucción de inventarios y los efectos de los programas de estímulo monetario, fiscal y crediticio. Crecer sostenidamente a una tasa por sobre el 2% anual en los países industriales requiere del empuje del consumo privado y la inversión. Este empuje no es seguro: los consumidores enfrentan una situación difícil, las empresas tienen exceso de capacidad y dificultades en acceder al crédito, y los sectores vivienda y construcción están en mal estado. Los países de la Zona Euro enfrentan además presiones en los mercados de deuda pública. En contraste, la recuperación de Asia emergente es más robusta: no sólo se apoya en políticas de estímulo, sino que también en una expansión importante de la demanda interna. Lo mismo sucede, aunque con menos fuerza, en América Latina.
- Con todo, aunque la probabilidad de una recuperación en forma de W se ha reducido significativamente, lo más probable es que la recuperación de los países industriales sea a una tasa moderada y muy por debajo de las tasas de crecimiento del período 2003-2007.
- En cuanto a la inflación, ésta se mantiene baja y por debajo de la meta en los países industriales, mientras que está en alza en países emergentes que están más avanzados en la recuperación y que ya están enfrentando holguras de capacidad muy reducidas. El alza en la inflación se ha visto exacerbada por el aumento pronunciado que han experimentado los precios de productos primarios en los últimos 12 meses.
- Por su parte, la economía chilena inició una vigorosa recuperación en el tercer trimestre del 2009 la que estaba tomando más fuerza a comienzos de este año, hasta el golpe del terremoto el 27 de febrero. Este, aparte de su efecto en vidas y en sufrimiento humano, destruyó parte del stock capital del país. Según las últimas estimaciones, esto debiera causar una caída en torno al 1,6% en la capacidad productiva. Ya que la economía estaba operando con un importante exceso de capacidad, los efectos de corto plazo en el producto estarán dominados por los efectos del sismo en el uso de la capacidad productiva existente. Estos efectos se concentrarían en los próximos tres a cuatro meses. La actividad de la segunda mitad de este año y de los próximos tres años estará determinada, en gran medida, por el curso que siga la economía mundial, por el tamaño del programa de reconstrucción, su ejecución en el tiempo y la forma que tome su financiamiento. Con todo, lo más probable es que la economía crezca este año algo menos de lo proyectado antes del terremoto y que el crecimiento de los próximos tres años reciba un fuerte impulso del proceso de reconstrucción y de las reformas pro-crecimiento que pueda llevar a cabo la administración entrante. El masivo programa de reconstrucción abre la oportunidad para que el reemplazo del capital destruido se haga con capital más eficiente lo que permitiría lograr una mejora en la capacidad productiva mayor a la asociada sólo a la mayor inversión.

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

## 1. El Crecimiento Mundial y sus Perspectivas

Después de crecer a una tasa anualizada del 2,2% en el tercer trimestre del 2009, la primera tasa de crecimiento positivo después de cuatro trimestres consecutivos de caídas, EE.UU. creció a una tasa anualizada del 5,6% en el cuarto trimestre. Este crecimiento fue empujado principalmente por la re- acumulación de inventarios, que contribuyó con 3,8 puntos porcentuales al crecimiento. Este crecimiento debiera perder fuerza ahora que el proceso de ajuste de inventarios se está completando y que los efectos de los programas de estímulo se están disipando. En Asia Emergente, salvo en China e India, el crecimiento pierde fuerza después de la vigorosa recuperación iniciada en el segundo trimestre. En la Zona Euro, después del tímido crecimiento del segundo y tercer trimestre del 2009, el cuarto trimestre prácticamente se estancó.

En contraste, China continúa creciendo a tasas sobre el 10%. Esto ha obligado a la autoridad a introducir políticas restrictivas para evitar un sobrecalentamiento de su economía. Por su parte, India enfrenta un problema distinto. La agricultura, que representa el 18% del PIB, tuvo un muy mal cuarto trimestre del 2009 a causa de un severo shock de oferta por la poca agua caída —un muy mal monzón—, lo que afectó el crecimiento total. El resto de la economía sigue creciendo fuerte, empujada por el mejor entorno externo, políticas macro expansivas y mejoras en expectativas por la profundización de las reformas.

En cuanto a Europa, aumenta la preocupación de los mercados por la sustentabilidad de sus cuentas públicas. El deterioro fiscal de los últimos años ha llevado a un pronunciado aumento en la razón de deuda pública a PIB (Gráfico 1), dada la evolución esperada del producto y de las cuentas fiscales en los próximos años, las proyecciones son de un mayor deterioro de la solvencia fiscal en los próximos años, especialmente en Grecia, Portugal, España e Italia. Como resultado, los spreads de deuda de estos países, con respecto a la tasa de los bonos alemanes, están aumentando. En el caso particular de Grecia, estos spreads han subido del orden de

los 300 puntos base desde septiembre del 2008. Para un país con una deuda pública a PIB en torno al 120%, esto resulta en régimen en un aumento en el gasto fiscal de 3,6 puntos porcentuales del PIB por año, mas que los costos fiscales anuales de la reconstrucción de los daños del terremoto por los próximos cuatro años en Chile. La situación de Grecia tensiona a la Zona Euro y abre todo un debate sobre la necesidad de fortalecer el marco institucional de Europa para evitar situaciones como las actuales. La oposición alemana a un rescate de Grecia llevó la discusión a la necesidad de que Grecia recurra al Fondo Monetario Internacional (FMI) para lograr un programa de apoyo a su ajuste, programa que también va a contar con el apoyo de la Unión Europea.

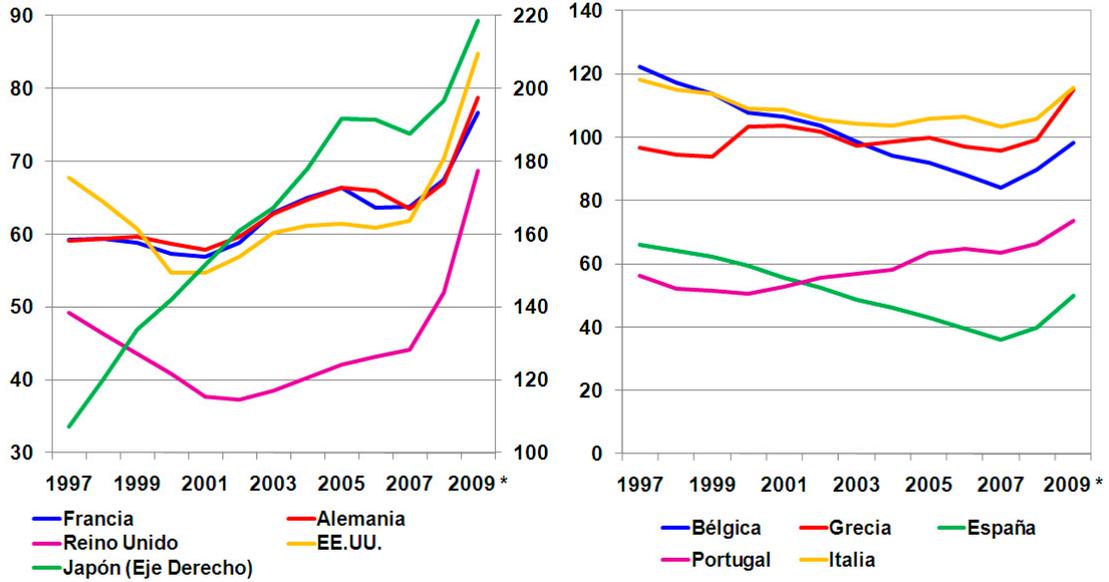
Dada la evolución reciente de la economía mundial —una recuperación en el segundo semestre del 2009 por encima de lo proyectado— las proyecciones de crecimiento mundial para el 2010 se han estado revisando al alza para EE.UU., Japón, China, India y América Latina. En contraste, las proyecciones de crecimiento para la Zona Euro se han estado corrigiendo a la baja (Gráfico 2 y Tabla 1).

Después de crecer sobre el 4% el último trimestre del 2009, la recuperación de la economía mundial se moderaría en los próximos trimestres cuando se completen los efectos del ciclo de reconstrucción de inventarios y se agote el efecto de los programas extraordinarios de estímulo. De ahora en adelante, el crecimiento de los países industriales estará condicionado por la dinámica del crecimiento del gasto privado. Pero este dinamismo sería reducido. Los consumidores se encuentran muy afectados por el alto y persistente desempleo, el lento crecimiento del ingreso, el limitado acceso al crédito y la necesidad de recomponer sus balances. El dinamismo de la inversión privada estará afectado por las amplias brechas de capacidad, el alto endeudamiento de las empresas y condiciones financieras menos favorables.

También hay una cierta preocupación sobre la sustentabilidad de mediano plazo de la recuperación de la economía mundial. En particular, las perspectivas de un débil crecimiento de la demanda privada en EE.UU. y la Zona Euro, mientras se

**Gráfico 1**

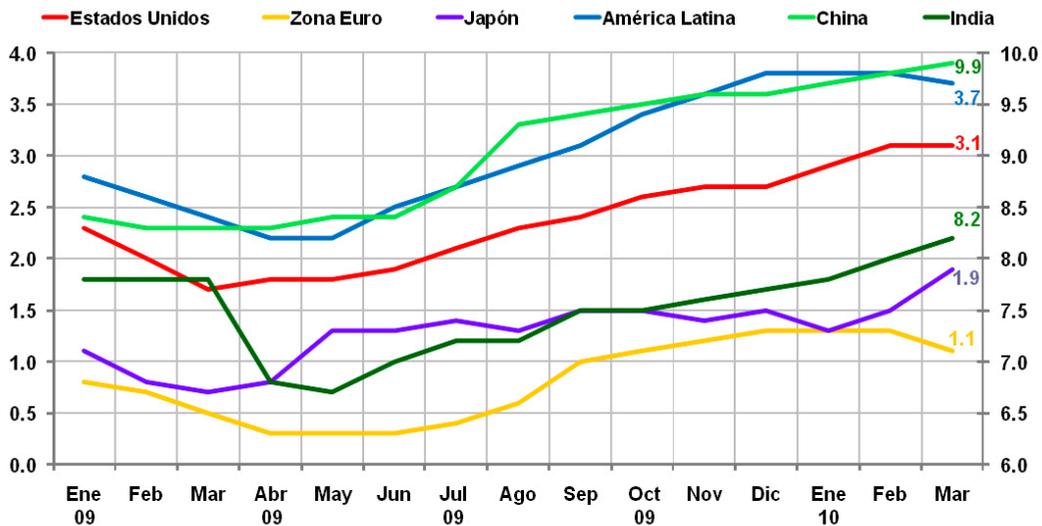
Deuda Bruta del Gobierno General  
(% del PIB)



\* Datos del 2009 de Bélgica, España y Portugal corresponde a la Deuda al Tercer Trimestre del 2009.  
Fuente: FMI, World Economic Outlook Database, Octubre 2009; Eurostat, Government Finance Statistic.

**Gráfico 2**

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



Fuente: Consensus Forecasts.

completa el ajuste de los consumidores y de las empresas, hará difícil la mantención del modelo de crecimiento exportador de China y el resto de Asia Emergente. Al mismo tiempo, la sustentabilidad del crecimiento de EE.UU. y la Zona Euro, excepto Alemania, va a requerir de una contribución importante de las exportaciones netas. Para que esto se materialice, China y Alemania tienen que aumentar el gasto interno en relación a su producto, esto es, disminuir sus superávits en cuenta corriente, a través de estimular la demanda interna. Esto requiere un cambio de política en estos países, que en el caso de China pasa por permitir una apreciación de su moneda. Con una economía donde las brechas de capacidad se han agotado y la inflación está en alza, la apreciación de la moneda china aliviaría las presiones inflacionarias. Hasta ahora las autoridades chinas han respondido con medidas encaminadas a restringir el crecimiento del crédito solamente, argumentando que la recuperación mundial es aún muy débil y que una moneda depreciada les permite mantener el dinamismo de los sectores transables. Sin embargo, ahora que tendrán que iniciar también un ciclo de alzas de tasas, los crecientes ingresos de capitales y la aceleración de la inflación los va a obligar a permitir una apreciación de su moneda. De no avanzarse en esta dirección la sustentabilidad del crecimiento mundial estará en riesgo y las tensiones, por una parte, entre China y los países industriales y, por otra, entre Alemania y el Resto de la Zona Euro irán aumentando.

Un legado importante de esta crisis es un sector financiero aún débil y una solvencia fiscal bajo gran cuestionamiento, especialmente en los países industriales. Los sectores financieros de los países industriales están siendo presionados por los mercados y los reguladores para que disminuyan su apalancamiento, lo que redundará en una contracción del crédito justo cuando los mercados de capitales están enfrentando demandas de financiamiento de las empresas que compiten con las demandas por financiamiento del sector público.

Por otra parte, las perspectivas de las finanzas públicas y del crecimiento de los países industriales apuntan a un cuadro de deterioro pronunciado en la solvencia de estos países si no se comienzan a

articular desde ya programas de ajuste fiscal para recuperar la solvencia fiscal en el mediano plazo. Los aumentos en los spreads de deuda en los países donde este problema es más pronunciado comienzan a obligar a introducir programas de ajuste fiscal cuando aún no emergen de la recesión.

## 2. La Economía Chilena y sus Perspectivas

La economía chilena comenzó a recuperarse de su primera recesión en una década en Mayo del año pasado. La recuperación ha estado siendo liderada por una combinación de efectos favorables: una mejora en términos de intercambio, una menor incertidumbre global, condiciones financieras internacionales y nacionales favorables, y políticas internas expansivas y contra-cíclicas. Como resultado, la economía creció a tasas anualizadas en torno al 6% anual en los últimos dos trimestres del 2009. La recuperación continuó tomando fuerza en los primeros dos meses de este año: de hecho, en el trimestre móvil terminado en Enero de este año el IMACEC creció a una tasa del 9,1% anualizado comparado con el trimestre móvil terminado en Octubre del 2009. En paralelo, la demanda interna se ha ido recuperando empujada por la reconstrucción de inventarios y la recuperación del consumo privado. Esto último se refleja en un aumento continuo en los últimos ocho meses en las variaciones anualizadas de los promedios trimestrales de las ventas minoristas, tanto en su componente de consumo de durables como de no durables.

Este auspicioso escenario macro se estaba viendo reforzado por las expectativas que abría la inauguración de una nueva administración que tenía en su agenda remover los obstáculos a los aumentos de productividad para dar un salto en el crecimiento. El terremoto del 27 de febrero pasado ha alterado este cuadro muy favorable con pérdidas humanas, pérdidas materiales y un shock sicológico. El terremoto representa un shock negativo de oferta que destruye de un plumazo, según las cifras entregadas por el Ministerio de Hacienda, algo menos del 4% de la infraestructura productiva (16.816 millones de dólares a costo de reposición a

lo cual hay que restarle lo que ya está depreciado). De acuerdo a la contribución del stock de capital al producto, esto corresponde a una caída de la capacidad productiva del país, o PIB potencial, del orden del 1,6%. Esta caída se va a revertir en el tiempo con una mayor inversión —la reconstrucción pública y privada de este y los próximos años— y una mejora en productividad.

La mejora en productividad no es despreciable dado que la reconstrucción se puede hacer con tecnología del año 2010 y también con ajuste en la estructura de la infraestructura pública y privada, tomando en cuenta que con la información que tenemos hoy lo óptimo no es reponer la misma estructura que se destruyó. Esto es especialmente importante en la reconstrucción de la infraestructura pública de viviendas, hospitales y escuelas, ítems que constituyen también la parte mayoritaria de la destrucción de infraestructura.

Por otro lado, debe tenerse presente que los efectos en la actividad de una reducción de un 1,6% en el producto potencial debieran ser acotados en una economía que hoy se encuentra con una importante brecha de producto (diferencia entre el nivel del PIB potencial y el PIB efectivo). Sin embargo, los sectores que estaban operando a plena capacidad y han sufrido daños y los sectores que han tenido dificultades para operar aunque no han experimentados destrozos van a sufrir caídas de producción. Estos efectos se debieran concentrar en estos meses, mientras se repara la infraestructura, se restablecen los servicios básicos y se ejecutan inversiones críticas.

Los sectores más afectados son la pesca, la producción industrial (madera aserrada, celulosa, acero y vinos) y el sector propiedad de vivienda. Con la excepción del sector propiedad de vivienda los sectores más afectados son todos productores de bienes transables.

Es posible afirmar que el país está mejor preparado que en cualquier otro momento de su historia para enfrentar las demandas de la reconstrucción con su propio esfuerzo y recursos. Primero, el buen manejo macro de los últimos años lo encuentra con una solvencia fiscal y solvencia país inmejorable,

sólidas instituciones, una inflación baja y una economía muy bien integrada al resto del mundo. Sin embargo, todo esto no quita que el terremoto nos empobreció.

El sector privado puede acometer la reconstrucción con apropiado acceso a los recursos de financiamiento. Las grandes empresas tienen acceso a los mercados de capitales internos y externos muy favorecidos por el bajo riesgo país y las muy bajas tasas de interés internas y externas. No obstante, el Estado tiene un rol importante que jugar en apoyar el acceso de las PYMES a estos recursos. Los gastos de emergencia, estimados en 1.117 millones de dólares, se financiarían mayoritariamente con reasignaciones presupuestarias.

Las pérdidas de la infraestructura pública por el terremoto se estiman en 10.500 millones de dólares. Se proyecta que la reconstrucción se llevaría a cabo en los próximos 4 años. Una parte se financiaría con el cobro de seguros de 1.250 millones de dólares y el resto con una combinación de endeudamiento externo e interno, el uso de una parte de los ahorros acumulados por el sector público en el FEES, ventas de acciones en empresas públicas y alza de impuestos.

En el diseño del programa de reconstrucción del sector público va a ser tan importante como el monto total su distribución en el tiempo y la forma que tome su financiamiento. Esto es importante para no terminar creando efectos pronunciados en precios claves de la economía (tasas de interés y tipo de cambio real) que podrían afectar la recuperación de los sectores transables.

Con respecto a la evolución más probable de la actividad, después de una caída a partir de marzo, ésta debiera iniciar un repunte importante en el segundo semestre asociado a los efectos de los programas públicos y privados de reconstrucción. Los efectos macro de los programas de reconstrucción debieran ser más pronunciados los años 2011 y 2012. Con todo, la economía debiera crecer este año unas cinco décimas menos de lo proyectado a mediados de febrero y en el 2010 hasta un punto por encima de lo estimado con anterioridad. La Tabla 2 presenta una variedad de proyecciones macro para la economía chilena.

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

	2009	2010			2011		
		FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	-2.4	2.7 (1.5)	2.5	3.1 =	2.4 (2.8)	2.7	3.0 =
Zona Euro	-4.0	1.0 (0.3)	1.0	1.1 ↓	1.6 (1.3)	1.7	1.5 =
Japón	-5.2	1.7 (1.7)	1.3	1.9 ↑	2.2 (2.4)	1.8	1.6 ↑
Asia (ex-Japón)	6.5	8.4 (7.3)	8.1	7.9 ↑	8.4 (8.1)	8.2	7.4 =
China	8.7	10.0 (9.0)	9.0	9.8 ↑	9.7 (9.7)	9.5*	9.1 =
India	7.0	7.7 (6.4)	7.6	8.0 ↑	7.8 (7.3)	8.0	7.9 =
América Latina	-2.3	3.7 (2.9)	3.1	4.0 ↑	3.8 (3.7)	3.6	3.7 ↓
Mundo (PPP)	-0.8	3.9 (3.1)	3.5	3.6 ↑	4.3 (4.2)	4.0	3.6 =
Mundo (TCM)	-2.5	3.0 (2.3)	2.7	3.2 ↑	3.4 (3.4)	3.2	3.3 =

Fuente: Consensus Forecasts, Marzo 2010; Asia Pacific Consensus Forecasts, Febrero 2010; Latin America Consensus Forecasts, Marzo 2010; FMI: WEO, Enero 2010 y en paréntesis WEO, Octubre 2009; Banco Mundial, Global Economic Prospects, Enero 2010 (\*actualizado el 17/3/2010).

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

	2009	2010				2011		
		BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	-1.5	(4.5-5.5)	4.6	5.2	4.5	5.3	4.5	5.4
			(3.5; 5.5)		(3.3; 5.3)	(4.5; 6.1)		(4.5; 6.0)
Con. privado	0.9	3.5*	4.2	3.3	-	5.1	3.1	-
Inversión total	-15.3	8.2	13.1	10.1	-	11.2	8.5	-
Bce. Sector Púb.	-4.5	-	-2.5	-0.7	-	-0.8	1.7	-
Tipo Cambio (fin período)	506.4	-	513.5***	548.2	515**	530.7***	573.0	530**
					(500; 536)			(494; 550)
Inflación (dic-dic)	-1.4	2.5	3.7	3.2	3.5	3.2	3.7	3.0
			(2.9; 4.5)		(2.9; 4.0)	(3.0; 4.5)		(3.0; 3.5)

\* 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).

¿Es una paradoja que con el terremoto lo más probable es que crezcamos más el próximo año que lo anteriormente estimado? Por supuesto que la respuesta es no para una economía que tenía una importante brecha de capacidad y que tiene la capacidad para financiar una reconstrucción bien calendarizada. Sin embargo, el proceso no será fácil y en el transcurso de la reconstrucción pueden generarse cambios importantes en precios relativos claves como tipo de cambio real y tasas de interés que se pueden moderar con la combinación de financiamiento que se elija para la reconstrucción de la infraestructura pública y con políticas que promuevan una mayor respuesta de oferta, una mayor competencia y mercados flexibles. Hay que tener presente también que parte importante de esta mayor producción no representará mayor bienestar

porque es para reemplazar capacidad productiva que se destruyó con el terremoto.

Finalmente, en cuanto a la inflación, ésta se va a incrementar en los próximos meses y las presiones inflacionarias también van a ser mayores el próximo año de lo que se estimaba antes del terremoto. Esto se debe en parte a problemas de oferta, y también por el estrechamiento previsto en las brechas de capacidad—más rápido que el proyectado con anterioridad. Por lo tanto, el Banco Central se verá obligado a mantenerse atento para retirar el estímulo monetario a una velocidad que asegure que la tendencia inflacionaria se mantenga en torno al 3%. El mantenimiento de la estabilidad es la mayor contribución que puede hacer el Banco Central para facilitar la reconstrucción del país y el crecimiento de largo plazo.