

## El momento económico internacional y nacional

VITTORIO CORBO

- La economía mundial sigue un baile a dos tiempos: los países industriales avanzan a un ritmo cada vez más lento tras una recuperación inicial sorprendentemente ágil, mientras que los países emergentes —sobre todo Brasil, China e India— crecen a un ritmo tan rápido que su principal preocupación es el posible sobrecalentamiento de sus economías.
- Los países industriales aún no alcanzan el nivel de producción que tenían en el primer trimestre del 2008, antes del agravamiento de la crisis, y hay una serie de problemas estructurales —finanzas públicas deficitarias, alto desempleo, endeudamiento excesivo del sector privado— que sugieren que su convalecencia será prolongada. Esto es especialmente cierto de Europa, donde miembros de la Unión Europea (Grecia, Irlanda, Portugal y España) enfrentan presiones por su nivel de endeudamiento fiscal.
- Los países emergentes están en mucho mejor pie. Brasil, China e India hoy representan el mismo peso en la economía mundial que EE.UU. (medido en paridad de poder de compra) y crecen a una tasa anual promedio del 8%. El empuje que ellos proveen, junto con las herramientas de política que les quedan a los países industriales, sugiere un crecimiento moderado para el mundo en los próximos años.
- El principal riesgo para la economía internacional es una eventual recaída en recesión de EE.UU. y la zona euro. Afortunadamente, éste no es el escenario central —más todavía si se considera que las autoridades de estos países todavía tienen herramientas para limitar el daño adicional sobre sus economías.
- La economía chilena mantiene un crecimiento saludable, gracias a una robusta demanda interna. Destacan sobre todo la fuerza con la que han crecido la inversión en maquinaria y equipos y las ventas de bienes no durables durante los últimos tres meses. Si bien estos factores dejarán de impulsar el gasto privado en el futuro, debieran ser relevados por una recuperación del sector construcción y mejores expectativas por parte de consumidores y empresarios. Esperamos un crecimiento alto, cercano al 6% anual, tanto para el 2010 como para 2011.
- La recuperación y el terremoto han llevado a un agotamiento de las brechas de capacidad más rápido que lo esperado, que se traduce en un aumento en la inflación en el margen. Esto debiera llevar al Banco Central a aumentar la tasa de política monetaria a un rango de entre 5% a 6% en los próximos 12 meses, si no más, sobre todo si la política fiscal no ayuda a pisar los frenos. Esta posibilidad, que la tasa de interés se vea forzada a subir a un nivel contractivo, junto con un posible deterioro más fuerte de las economías desarrolladas son los principales escenarios de riesgo para la economía chilena.

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

## 1. Introducción

La economía mundial sigue un baile a dos tiempos: los países industriales avanzan a un ritmo cada vez más lento tras una recuperación inicial sorprendentemente ágil, mientras que los países emergentes —sobre todo Brasil, China e India— crecen a un ritmo tan rápido que su principal preocupación es el posible sobrecalentamiento de sus economías.

La razón de fondo de esta diferencia está en los problemas estructurales que los países industriales están arrastrando: una situación fiscal deteriorada como consecuencia de la crisis financiera global, la necesidad de hacer ajustes importantes en gastos e impuestos (muchos de los cuales tienen que ver con gasto en pensiones, un tema políticamente muy sensible), un nivel alto y persistente de desempleo y un nivel de deuda excesivo del sistema financiero y de los consumidores. Estos problemas no tienen una solución fácil y superarlos va a ser un proceso lento, que limitará el crecimiento de estos países en los próximos años.

Afortunadamente, si bien hay riesgos de que el escenario para los países desarrollados empeore aún más (una nueva recesión en EE.UU. o un deterioro en la situación de Grecia, Irlanda, Portugal y España), hay factores que permiten augurar una recuperación moderada: la ausencia de inflación, bajas tasas de interés, la recuperación gradual del sistema financiero y la fuerza con que avanza el mundo emergente.

La economía chilena, por su parte, mantiene un crecimiento bastante sólido gracias a una robusta demanda interna. Las ventas reales de bienes durables y la inversión muestran un aumento especialmente fuerte durante los últimos meses, y notamos también una mejora significativa en las expectativas de empresarios y consumidores, lo que puede indicar una recuperación del mercado laboral más rápida que lo que anticipa el mercado. Hay razones para pensar que este ritmo de crecimiento se mantendrá a futuro: si bien algunos factores dejarán de tener tanta fuerza —la inversión en maquinaria y

equipos, por ejemplo—, hay otros que cobrarán más aliento en el camino, como la inversión en construcción y estructuras, y el consumo privado.

La fuerza de la recuperación ha llevado a un agotamiento de las brechas de capacidad más rápido de lo esperado, que se traduce en un aumento de la inflación en el margen y que aumenta el riesgo de que la inflación comience a alejarse de la meta. Con este cuadro, lo más probable es que el Banco Central tenga que continuar con su proceso de normalización monetaria hasta llevar la tasa de política a un nivel neutro (entre 5 y 6%) en 12 meses más —y potencialmente más arriba, dependiendo de las presiones que se generen sobre la capacidad productiva. Los principales riesgos de la economía chilena son externos (un deterioro más fuerte de la economía mundial), pero existe también la posibilidad de que mayores presiones inflacionarias fuercen al Banco Central a llevar la tasa de política por sobre su nivel neutral.

## 2. La economía mundial y sus perspectivas

La economía mundial ha recorrido un largo y tortuoso camino en los dos años que han transcurrido desde la caída de Lehman. En el trayecto se inició una recuperación anticipada, se desató una crisis de deuda pública en Europa y se ha dado una desaceleración del crecimiento en EE.UU. que se ha extendido a Europa. El paso del tiempo y la urgencia presente de estos eventos han marginado la memoria de ese 15 de septiembre y el agravamiento de la crisis financiera, pero es importante recordar que el mundo estuvo al borde del colapso del sistema financiero internacional, y que fue principalmente gracias a las medidas agresivas de los bancos centrales y autoridades fiscales de los países industriales que ello se evitó. La recuperación que vivimos hoy probablemente no se hubiera dado sin esas acciones.

Con todo, a pesar de una contracción moderada y de la recuperación actual, los principales países industriales tienen niveles de producto inferiores a

los que tenían en el primer trimestre del 2008, y aun menores que el nivel de su producto de tendencia. Los países industriales que han avanzado más en recuperar su nivel de producto del primer trimestre del 2008 son EE.UU. y Francia, y los más atrasados son el Reino Unido y Japón.

Los países desarrollados también sufren de una serie de problemas de carácter estructural, algunos de ellos como secuela de la gran recesión, que van a limitar su crecimiento por un tiempo prolongado:

- La solvencia fiscal de los países que estuvieron al centro de la crisis se ha deteriorado con fuerza como resultado de las políticas de rescate del sector financiero, de la introducción de políticas fiscales contracíclicas y de la operatoria de los estabilizadores macroeconómicos automáticos.
- Va a ser necesario tomar medidas de reducción de gastos y aumentos de impuestos, con efectos contractivos de corto plazo en la actividad, para restaurar la solvencia fiscal.
- El alto y persistente desempleo, especialmente en EE.UU., España e Irlanda, afecta la confianza de los consumidores y empresarios, con efectos en el dinamismo del gasto privado.
- La incertidumbre acerca de cómo se abordará el fortalecimiento de la solvencia fiscal y acerca del curso futuro de las políticas afecta el consumo y la inversión.
- El proceso de desendeudamiento de las familias y del sector financiero, necesario para reducir el excesivo endeudamiento que se acumuló en los años que precedieron a la crisis, tiene camino por recorrer. Esto afectará el dinamismo del crédito y del gasto privado.

La principal inquietud de los mercados ahora es que el crecimiento pierde fuerza en EE.UU., Japón y China, al mismo tiempo que las expectativas de crecimiento se deterioran en Europa. En los países industriales esta pérdida de dinamismo

es el resultado de la maduración del ciclo de reconstrucción de inventarios, y de la disminución de los estímulos fiscales. En paralelo, los factores estructurales enumerados más arriba limitarán el crecimiento futuro. Adicionalmente, China se ha visto obligada a implementar políticas contractivas para evitar el sobrecalentamiento de su economía, que pareciera haberse logrado con éxito.

La pérdida de fuerza de la recuperación no debiera sorprendernos, ya que la historia sugiere que las convalecencias de recesiones causadas por crisis financieras son prolongadas. Sin embargo, la contundencia de las medidas de política introducidas en esta ocasión debiera contribuir a que el crecimiento mundial se aleje de los patrones históricos. Así, aunque no se puede descartar la reincidencia de una recesión en EE.UU. y Europa, este no es el escenario más probable. Las últimas cifras de EE.UU. —de mercado laboral, iniciación de viviendas y ventas al detalle— son consistentes con una recuperación que continúa, pero a tasas moderadas y por debajo del crecimiento del PIB potencial, y como resultado con holguras de capacidad que continúan ampliándose, generando el riesgo de una deflación. En lo que sí hay más consenso es en que la tasa de desempleo de los países industriales se mantendrá alta por un largo tiempo, y es muy probable que siga subiendo en EE.UU. y en los países europeos más presionados por hacer ajustes fiscales (Grecia, Irlanda, Portugal y España).

Sin embargo, hay que destacar también una serie de factores que debieran impulsar un crecimiento de EE.UU. y de Europa positivo aunque modesto: (1) tasas de interés extremadamente bajas, que lo más probable es que se mantengan en niveles bajos por un período largo, que aumentarían su efectividad a medida que continúe mejorando la situación patrimonial de los bancos; (2) los países emergentes que no sufrieron problemas estructurales con la gran recesión y que se expanden como resultado del dinamismo de su gasto interno seguirán siendo un factor de estímulo de la actividad de los países industriales. En este grupo destacan China, India y Brasil, que tienen un peso del 20,5%

Tabla 1

Crecimiento Mundial  
(variación anualizada, %)

	2008	2009				2010	
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*
Estados Unidos	-6.8	-4.9	-0.7	1.6	5.0	3.7	<b>1.6</b>
Zona Euro	-7.1	-9.6	-0.5	1.7	0.7	1.3	<b>3.9</b>
Alemania	-8.5	-13.1	1.8	3.0	1.2	1.9	<b>9.0</b>
Japón	-10.3	-16.4	9.7	-0.3	3.4	5.0	<b>1.5</b>
Asia (ex - Japón)	-5.2	2.5	12.9	10.9	8.7	10.5	7.6
China	1.9	8.4	14.8	11.0	10.9	10.0	<b>7.8</b>
India	2.3	8.2	9.8	15.0	6.9	11.3	<b>8.2</b>
Corea	-16.8	1.0	9.8	13.4	0.7	8.8	<b>5.8</b>
América Latina	-8.9	-10.0	0.9	6.6	7.4	4.7	8.0
Brasil	-12.5	-5.9	6.0	8.8	9.5	11.3	<b>5.1</b>
Chile	-9.0	-3.1	-1.7	7.5	6.5	-6.0	<b>18.4</b>
México	-6.4	-25.1	0.2	10.3	10.1	-2.5	<b>13.5</b>
Mundo (PPM)	-6.4	-7.5	1.4	2.8	4.3	4.2	3.9
Mundo (PPP)	-5.9	-6.2	3.9	4.5	5.3	5.2	4.7

\* Proyecciones de JP Morgan y Barclays Capital para Asia (ex-Japón), América Latina y para el mundo.

Fuente: Eurostat y Oficinas de Estadísticas Nacionales.

(a PPC) en el PIB mundial, igual que EE.UU.; (3) en este último país las personas han aumentado su tasa de ahorro más de lo anticipado y la construcción ya está tocando fondo, con lo que estos dos factores debieran dejar de ser elementos contractivos; (4) en EE.UU. la FED ha declarado que, de ser necesario, está preparada para aumentar sus políticas expansivas; (5) el sector financiero de los países que estuvieron en el epicentro de la crisis muestra importantes avances en la reducción de su apalancamiento y en mejorar su situación patrimonial; (6) todo apunta a que la desaceleración de China ya se completó, con una tasa de crecimiento que se ubica entre el 9 y el 10% anualizado.

En cuanto al comportamiento de los mercados internacionales en los últimos dos meses destacamos lo siguiente: primero, el aumento en los *spreads* de deuda soberana, respecto de los bonos alemanes, de Grecia, Irlanda y Portugal. Esto ha estado asociado a los problemas para cumplir con los programas de ajuste fiscal en el caso de Grecia y Portugal y con un pronóstico de que el costo del rescate del sistema financiero en Irlanda terminará superando las estimaciones anteriores. Los aumen-

tos de los *spreads* de su deuda soberana elevan el costo fiscal de estos países. Segundo, la disminución de la volatilidad en los futuros de acciones (índice VIX). Por último, el alza que han seguido experimentando los precios de productos primarios (esta vez liderados por el maíz, en menor medida por el trigo, y en lo más reciente el algodón), presionados por la demanda de los países emergentes y por problemas de oferta asociados a los ciclos tradicionales de precios de productos agrícolas.

Con respecto al crecimiento de la economía mundial, después de superar el 5% anualizado durante el último trimestre del 2009 y el primer trimestre del 2010, usando ponderaciones de PPC, éste se desaceleró a una tasa en torno del 4,5% en el segundo trimestre (Tabla 1). Las proyecciones apuntan a que este crecimiento se reduciría a un nivel en torno a un 3% en el segundo semestre de este año.

Aunque las proyecciones apuntan a que el crecimiento de los países industriales y de la economía mundial se moderaría en los próximos trimestres y el 2011, hay una gran varianza en las proyecciones individuales para el 2011, especialmente para

Tabla 2

Proyecciones de Crecimiento Mundial  
(variación anual, %)

	2009	2010			2011		
		FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	-2.6	3.3 (3.1; 2.7)	3.3	2.7 ↓	2.9 (2.6; 2.4)	2.9	2.4 ↓
Zona Euro	-4.1	1.0 (1.0; 1.0)	0.7	1.6 ↑	1.3 (1.5; 1.6)	1.3	1.4 =
Japón	-5.3	2.4 (1.9; 1.7)	2.5	3.0 ↓	1.8 (2.0; 2.2)	2.1	1.3 ↓
Asia (ex-Japón)	5.9	9.2 (8.4; 7.9)	8.7	8.8 ↑	8.1 (8.3; 8.0)	8.0	7.7 =
China	9.1	10.5 (10.0; 10.0)	9.5	9.9 =	9.6 (9.9; 9.7)	8.7	9.0 =
India	7.4	9.4 (8.8; 7.7)	8.4	8.3 ↓	8.4 (8.4; 7.8)	8.0	8.3 ↓
América Latina	-1.7	4.8 (4.0; 3.7)	4.3	5.4 ↑	4.0 (4.0; 3.8)	3.9	4.0 ↑
Brasil	-0.2	7.1 (5.5; 4.7)	6.0	7.5 ↑	4.2 (4.1; 3.7)	4.2	4.4 =
México	-6.5	4.5 (4.2; 4.0)	4.3	4.7 ↑	4.4 (4.5; 4.7)	4.0	3.6 ↓
Mundo (PPP)	-0.8	4.6 (4.2; 3.9)	4.3	4.4 ↑	4.3 (4.3; 4.3)	4.3	3.9 =
Mundo (TCM)	-2.6	3.6 (3.2; 3.0)	3.3	3.7 ↑	3.4 (3.4; 3.4)	3.3	3.1 ↓
Comercio Mundial	-11.3	9.0 (7.0; 5.8)	6.3		6.3 (6.1; 6.3)	6.7	

Fuente: Consensus Forecasts, Septiembre 2010; Asia Pacific Consensus Forecasts, Septiembre 2010; Latin America Consensus Forecasts, Septiembre 2010; FMI: WEO, Update Julio 2010 y en paréntesis WEO, Abril 2010 y Enero 2010, respectivamente; Banco Mundial: Global Economic Prospects, Junio 2010.

EE.UU. y la zona euro. Proyecciones actualizadas de crecimiento para este año y el próximo aparecen en la Tabla 2 de este documento.

¿Dónde están los principales riesgos? Aunque el escenario central sigue siendo uno de crecimiento en EE.UU., la zona euro y la economía global a una tasa por debajo del crecimiento potencial, existe el riesgo de que EE.UU. y los países del sur de Europa vuelvan a caer en recesión. Dada la incertidumbre sobre el crecimiento, el mercado seguirá muy volátil y sensible a las noticias relacionadas con la actividad y con la solvencia soberana de algunos países europeos. Por el otro lado, con inflaciones subyacentes bajas en EE.UU., Japón y la zona euro, y amplias holguras de capacidad, los riesgos de inflación en los países industriales están sesgados a la baja y, por lo tanto, no se pueden descartar nuevas medidas en EE.UU. y la zona euro para reducir el riesgo de una prolongada deflación. Por lo anterior, lo más probable es que en estos países las tasas de interés se mantengan bajas por un período largo

—aun más largo que lo que reflejan los precios de mercado.

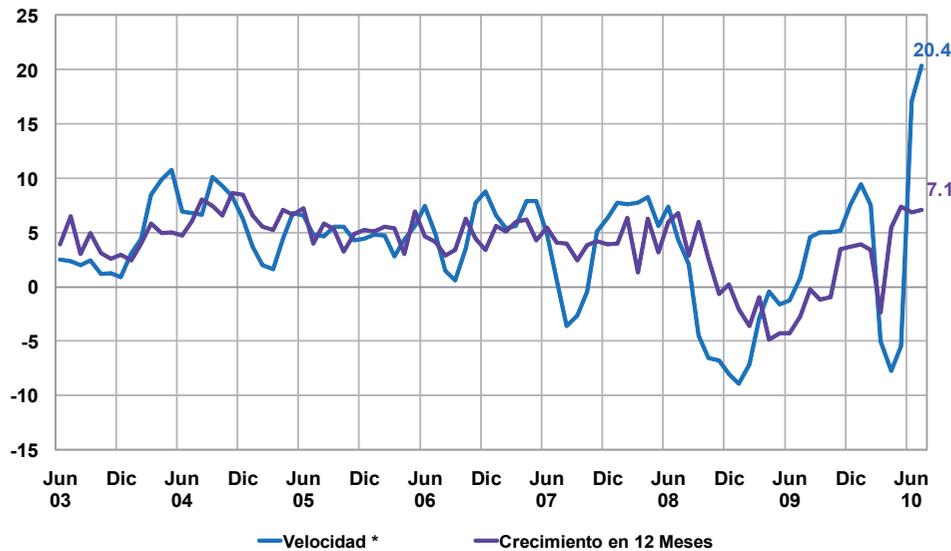
### 3. Desarrollos Recientes y Perspectivas de la Economía Chilena

La economía chilena sigue en un ciclo expansivo que está siendo alimentado por políticas fiscales y monetarias favorables, buenos precios para el cobre y otros productos de exportación, y mejores expectativas empresariales y, en lo más reciente, también de los consumidores. Las cifras de julio indican que la economía sigue creciendo con fuerza: el Imacec mostró un aumento de 20,4% anualizado durante el trimestre móvil terminado en julio, muy por encima de las expectativas de mercado (Gráfico 1). Los sectores que muestran mayor dinamismo son el comercio minorista y mayorista, transporte y comunicaciones, y energía. En contraste, la construcción continúa deprimida y debiera ser un importante impulsor de la actividad agregada cuando se

Gráfico 1

Imacec

(Tasa de variación anualizada de promedios móviles trimestrales, %)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

avance en los programas de reconstrucción y de obras concesionadas.

La demanda interna es una de las fuentes de este crecimiento, sobre todo por el lado de consumo privado e inversión. Las ventas reales de bienes durables crecieron a una tasa anual del 42% en el trimestre móvil terminado en julio, y las ventas de bienes no durables en torno al 14%. La inversión en maquinaria y equipos aumentó cerca de 65% real anual en el segundo trimestre de este año y, como contrapartida, las importaciones en dólares de bienes de consumo y de bienes de capital crecieron a una tasa promedio cercana al 60% y 35% anual, respectivamente, en los últimos tres meses terminados en agosto. En el mercado laboral, las distintas mediciones muestran que el empleo crece y que los salarios reales siguen aumentando en torno al 2,4% anual.

Con respecto al sistema financiero, las condiciones crediticias se han seguido normalizando. El incremento de los créditos de consumo y a empresas se sigue acelerando, y los créditos hipotecarios crecen sobre el 10% anual.

El crecimiento de la demanda debiera continuar, si bien a tasas algo más reducidas en el margen, durante los próximos meses. El crecimiento del consumo privado seguirá favorecido por el aumento de la masa salarial real (salarios reales por empleo), la menor tasa de desempleo y el menor grado de incertidumbre en la economía. Las expectativas de los consumidores debieran seguir repuntando con la continuación de la mejora en el mercado laboral y con la mayor actividad que debiera tomar el sector de la construcción. La inversión experimentará un menor dinamismo en su componente de maquinaria y equipos, ya que se está completando la reconstrucción privada asociada al terremoto, pero debiera mostrar mayor dinamismo en su componente construcción y estructuras a medida que se implementen los planes de reconstrucción públicos.

El crecimiento del PIB anual debiera tener mayor ritmo en el segundo semestre de este año, impulsado por mejores expectativas, buenos precios de bienes primarios de exportación, una política monetaria expansiva y una mayor actividad de la construcción. Por el lado de los sectores produc-

Tabla 3

Variables Macroeconómicas de Chile  
(variación anual, %)

	2009	2010				2011			
		BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	-1.5	(5.0-5.5)	5.2	4.8	5.3	(5.5-6.5)	5.8	5.7	6.0
			(4.6; 5.6)		(5.1; 5.6)		(5.0; 6.3)		(5.5; 6.5)
Demanda Interna	-5.9	16.1	-	-	-	6.2	-	-	-
Con. privado	0.9	8.3*	7.6	6.8	-	5.3*	6.0	7.2	-
Inversión total	-15.3	21.2	17.7	21.5	-	13.6	11.8	14.9	-
Bce. Sector Púb.	-4.4	-	-2.2	-2.1	-	-	-1.0	-1.3	-
Tipo Cambio (fin período)	506.4	-	510.2***	531.9	511**	-	520.2***	546.6	525**
					(488; 527)				(478; 545)
Inflación (dic-dic)	-1.4	3.9	3.5	3.4	3.3	3.2	3.3	2.9	3.1
			(3.0; 3.8)		(2.9; 3.7)		(3.0; 4.0)		(3.0; 3.5)

\*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, 2010) rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Septiembre, 2010); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (Septiembre, 2010), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Septiembre, 2010).

tivos, continuará el dinamismo del comercio y las comunicaciones, y en el sector construcción se debería empezar a ver los efectos positivos del mayor gasto en reconstrucción, el que tomaría aún más fuerza en el 2011.

En materia de precios, la inflación anual está repuntando en el margen. Así, como se espera que las holguras de capacidad se cierren mucho antes que lo anticipado, el Banco Central se verá obligado a continuar con su proceso de normalización de la política monetaria para evitar que la inflación se aleje de su meta en forma persistente. Como resultado, la tasa de política monetaria debería llegar a niveles neutrales en los próximos 12 meses —esto es, entre el 5,5 y el 6%. Sin embargo, existe el riesgo de que, sin la colaboración de la política fiscal, la tasa de política tenga que superar la tasa neutral, generando presiones de apreciación en el tipo de cambio.

En mi escenario central, el crecimiento de este año estará en el rango del 5 al 6%, y el del próximo año estará entre el 6 y el 7%. En cuanto a la

inflación, ésta bordeará el 3,5% anual a diciembre de este año y estará en el rango del 3 al 3,5% a diciembre del 2011. Lo más probable es que el tipo de cambio termine el año en el rango de 480 a 520 pesos por dólar.

Los principales riesgos que enfrenta nuestra economía radican en el entorno externo. La desaceleración más pronunciada y duradera de EE.UU. y el aumento de los riesgos fiscales/financieros en Europa (Grecia, Irlanda y Portugal) abren la posibilidad de escenarios más negativos. En el entorno interno, el principal riesgo es que el crecimiento de la demanda doméstica no se desacelere en los próximos trimestres, estrechando más las brechas de capacidad productiva y generando un mayor nivel de inflación que el previsto —lo cual casi seguramente llevaría a ajustes adicionales en la tasa de política monetaria.

La Tabla 3 resume las principales proyecciones de distintas fuentes para la economía chilena para este año y el próximo.