

El momento económico internacional y nacional

Marzo 2011

VITTORIO CORBO

- La economía mundial se ha recuperado más rápidamente que lo anticipado durante los últimos meses. EE.UU. creció 2,8% durante el último trimestre del 2010, Alemania 1,5%, y la Zona Euro como un todo 1,1%, a pesar de la crisis de solvencia fiscal por la que están pasando algunos de sus miembros.
- Las proyecciones de crecimiento apuntaban a que los países industriales (salvo por Japón) seguirían un sendero de crecimiento sólido, pero moderado, durante el 2011 y el 2012, con tasas sobre el 3% para EE.UU. y sobre 1,5% para la Zona Euro. El panorama de los países emergentes era aún mejor, con un crecimiento esperado de casi 8% para Asia Emergente y de sobre el 4% para América latina.
- La inestabilidad política en el Medio Oriente y Norte de África (MENA) y el terremoto en Japón le han quitado fuerza a este cuadro. Las proyecciones de crecimiento de la economía mundial para el 2011 se están revisando a la baja, pero todavía no es posible cuantificar con precisión el efecto final de estos eventos. Si no empeoran, el alza en el precio del petróleo debiera ser temporal, Japón se recuperará con fuerza, y el daño a la economía mundial será menor.
- Si bien la economía mundial sigue en buen pie, hay ahora cuatro fuentes importantes de riesgo: un deterioro de la estabilidad política de grandes productores de petróleo en MENA, un deterioro de la crisis nuclear en Japón, un agravamiento de los problemas de solvencia fiscal y bancarios en Europa, y un fuerte aumento de las presiones inflacionarias en países emergentes.
- La economía chilena ha vuelto a mostrar un fuerte crecimiento. Los sectores más activos han sido comercio, transporte y electricidad, gas y agua (EGA). El sector construcción, por su parte, ha comenzado a recuperarse y las expectativas del sector han mejorado de manera importante. La fuerza de la demanda interna llevará a un crecimiento en torno al 6% para el 2011 si no se materializan los riesgos importantes a la economía mundial.
- La inflación ha cobrado fuerza a causa del agotamiento de brechas de capacidad y el alza de los precios internacionales de productos primarios. La inflación anual a diciembre del 2011 estará en torno al 4,5%. Para evitar que las expectativas de inflación se alejen más de la meta, el Banco Central deberá seguir elevando la tasa de política monetaria hasta normalizarla. Las expectativas de mercado sugieren que la TPM terminará el año en torno a 5,75%.
- El tipo de cambio está siendo presionado por la respuesta del Banco Central a la inflación, términos de intercambio favorables, buenas perspectivas de crecimiento y un gasto fiscal dinámico. Lo más probable es que termine el año en un rango de 470 a 510 pesos por dólar. Intentar aumentar su nivel sería una lucha difícil en contra de los fundamentos económicos.

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

1. Introducción

La recuperación de la economía mundial avanzaba a un ritmo mayor al anticipado hasta estas últimas semanas, en que hemos vivido inesperados y profundos cambios en el Medio Oriente y el Norte de África (MENA) y un terremoto, tsunami y contaminación nuclear en Japón. Es todavía muy difícil cuantificar con precisión los efectos de estos eventos en el crecimiento económico mundial, dado que están en pleno desarrollo. La principal fuente de incertidumbre es el riesgo de contaminación nuclear.

Entre los países avanzados no era solamente EE.UU. que sorprendía con un buen dinamismo: la recuperación de Alemania se estaba extendiendo a la mayor parte de la Zona Euro —excepto a los países periféricos que continúan insertos en problemas de solvencia fiscal— dejando atrás la crisis vivida en mayo y junio del 2010. En contraste, los efectos negativos de la fortaleza del yen y una nueva crisis política en el gobierno mantenían bajas las perspectivas de crecimiento para Japón. Por otro lado, las economías emergentes mantenían su fuerte crecimiento. Algunos de ellos, como Brasil, China, Corea e India, ya mostraban claros signos de sobrecalentamiento que los estaban obligando a retirar las políticas macroeconómicas expansivas que aún estimulan sus economías.

Como consecuencia de esta mayor recuperación económica mundial y de los problemas de oferta, los precios de productos primarios han registrado considerables alzas —notoriamente en alimentos y petróleo— lo que ha llevado a un aumento en la inflación medida en varios países. Este problema se agrava en los países emergentes sin holguras de capacidad y con tasas de crecimiento mayores al potencial.

Pero este escenario ha cambiado en forma importante con los acontecimientos recientes en MENA y en Japón, los que llevarán a un alza adicional en el precio del petróleo y aumentan la incertidumbre global, lo que a su vez afectará las

perspectivas de crecimiento de la economía mundial por lo menos en los próximos meses.

En cuanto a la economía chilena, después de una leve desaceleración a fines del 2010, la actividad retomó su dinamismo a inicios de este año con un fuerte crecimiento de la demanda interna y con el liderazgo de los sectores construcción, transporte y servicios. En los próximos meses las perspectivas de crecimiento del producto seguirá siendo favorecido por el dinamismo del consumo y la inversión.

En materia inflacionaria, los últimos registros indican un aumento constante en las distintas medidas de inflación, por lo que —dado el aumento en el precio de los combustibles y de los alimentos, el cierre en las holguras de capacidad, el menor desempleo y las buenas perspectivas de crecimiento para este año— el banco central deberá continuar con el proceso de normalización de la política monetaria para evitar un desanclaje más permanente en las expectativas de inflación. Sin embargo, para que el peso del ajuste no recaiga solo en las tasas de interés será necesario también que se reduzca la expansividad de la política fiscal.

Con respecto al nivel del tipo de cambio nominal, con términos de intercambio favorables —apoyados por el alto dinamismo de China e India— y buenas perspectivas de crecimiento, el tipo de cambio real no tiene espacio para aumentar y cualquier intento de hacerlo implica una lucha muy difícil contra los fundamentos.

A continuación se detalla el actual escenario de la economía mundial y sus perspectivas de crecimiento, mientras que en la tercera y última parte de este documento se analiza la coyuntura nacional.

2. Perspectivas de la economía mundial

En los últimos meses la economía mundial nos había sorprendido con una recuperación más vigorosa de lo que los fundamentos nos habían llevado a esperar. Sin embargo, este cuadro se está

viendo afectado por los inesperados y profundos cambios en MENA y por los efectos de la catástrofe en Japón. Si bien podemos delinear algunas de las consecuencias de estos *shocks*, es difícil cuantificar con precisión los efectos que tendrán en el crecimiento mientras estos procesos aún se estén desarrollando.

Entre los países que nos habían sorprendido con la fuerza de su recuperación destacaba EE.UU., donde los efectos expansivos del ciclo de inventarios y de los estímulos fiscales estaban decayendo y dándole espacio a un crecimiento sostenido del consumo privado y de la inversión en maquinarias, equipos y en programas y servicios de computación. Las proyecciones sugerían que esto se traduciría en un crecimiento económico moderado, a una tasa que no sería suficiente para permitir una reducción importante en el desempleo considerando los problemas que persisten en el sector vivienda, y el alto nivel de endeudamiento de los hogares y de pequeñas y medianas empresas.

Este dinamismo no se limitaba a EE.UU. La recuperación de Alemania se estaba extendiendo a la mayor parte de Europa a pesar de los momentos difíciles que el continente enfrentó en mayo y junio del 2010, cuando la debilidad de los sectores financieros y los problemas de solvencia fiscal de algunos países periféricos —Grecia, Irlanda, Portugal y España— remecieron la confianza en la Zona Euro. Estos países periféricos continúan navegando una situación muy difícil: tienen altos niveles de endeudamiento, y la precariedad de su solvencia lleva a que las tasas de interés que los mercados financieros exigen sean prohibitivamente altas. Grecia e Irlanda siguen teniendo los problemas más pronunciados en este sentido, pero la situación de Portugal también se está haciendo insostenible: las tasas de interés de los bonos del gobierno superan el 7,5% anual y la economía está en recesión. Afortunadamente, España ha logrado diferenciarse del resto gracias a las tardías pero importantes reformas que ha introducido su gobierno para fortalecer

la solvencia del sector público y facilitar el ajuste de su economía.

En contraste, Japón, que tuvo una caída en el PIB en el cuarto trimestre del año pasado, estaba siendo afectado por la fortaleza del yen y una persistente crisis política que paralizaba a su gobierno. Como resultado, sus perspectivas de crecimiento eran bajas.

Por su parte, el mundo emergente mantenía su fuerte crecimiento. Algunos países importantes por su peso en la economía mundial ya mostraban claros signos de sobrecalentamiento, que los estaba obligando a introducir políticas macro menos expansivas. Entre estos destacan los casos de Brasil, China, Corea e India.

La fuerza de la recuperación de los países avanzados y el alto dinamismo que mantenían los países emergentes, unidos a algunos problemas de oferta asociados a sequías, inundaciones e incendios, habían estado presionando con fuerza los precios de los productos primarios y, en particular, los alimentos y al petróleo.

Este cuadro favorable de la economía mundial se ha deteriorado en forma inesperada a causa de los eventos en MENA, y por el terremoto y posterior tsunami y crisis nuclear en Japón.

Los eventos en MENA han dado lugar a un salto de 25 dólares por barril en el precio del petróleo Brent desde que se desató la crisis en Túnez y han aumentado la incertidumbre sobre la estabilidad de esos países y el precio del petróleo. Existe preocupación no sólo por cuál será la evolución futura del precio del petróleo, sino también por cómo posibles *shocks* adicionales y la inestabilidad política en la región pueden afectar la economía mundial. El mayor riesgo, hasta ahora de probabilidad baja, es que la ola de descontento político haga tambalear a Arabia Saudita, el mayor productor de petróleo del mundo (con una capacidad productiva de 12 millones de barriles diarios, comparados con 1,8 millones en Libia), país que comparte algunas características institucionales con otros que han sido afectados.

En cuanto a la catástrofe en Japón —la tercera economía más grande del mundo que representa un 8,7% del PIB mundial a tipo de cambio de mercado— es difícil dimensionar la magnitud de sus efectos debido a que no conocemos todavía la seriedad de los problemas de contaminación nuclear que está viviendo. Si la crisis nuclear se logra contener, los efectos del terremoto y maremoto serían acotados y limitados en el tiempo. La región afectada representa del 7% del PIB y dentro de esta la más afectada sólo el 4%. Estudios preliminares estiman las pérdidas causadas por el terremoto y maremoto en una cifra entre los 150 y los 200 mil millones de dólares, algo menos del 4% del PIB. Esta cifra supera a las pérdidas estimadas por el terremoto de Kobe del año 1995 y es menor a las pérdidas estimadas del terremoto y maremoto del año pasado en Chile. Japón tiene la capacidad técnica, los recursos financieros y la fortaleza de una población con una ética de trabajo muy fuerte para salir adelante con el proceso de reconstrucción. Se requiere reconstruir infraestructura pública y apoyar a aquellas personas que necesiten ayuda para recuperar sus vidas, lo que implica un alto gasto fiscal. A primeras luces esto pareciera un problema serio, ya que las finanzas públicas de Japón son precarias: la deuda pública bruta es más de dos veces el PIB, más de tres veces el nivel de la de España. Sin embargo, el sector privado japonés es el principal tenedor de esta deuda y Japón como un todo es un acreedor neto del resto del mundo: de hecho, es el principal acreedor a nivel mundial. Lo más probable es que para financiar el esfuerzo de mayor gasto público asociado a la reconstrucción se recurra a un alza de impuestos para así no poner más peso sobre la deuda pública.

Desafortunadamente, con la destrucción de la capacidad de generación de energía nuclear, la recuperación de la oferta energética va a tomar tiempo y en el corto plazo requiere un racionamiento eléctrico, lo que unido a la destrucción del terremoto y maremoto va a afectar en forma importante la pro-

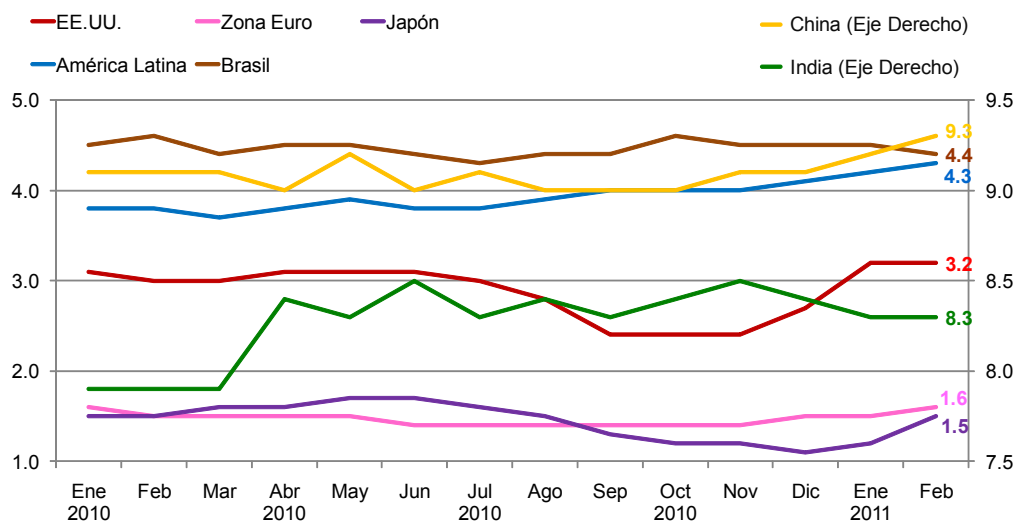
ducción de los próximos meses. Dada la integración de las actividades industriales a través de países, especialmente en Asia, sus efectos se harán sentir a nivel regional. De otra parte, el reemplazo de la energía nuclear que ha quedado inutilizado y la expansión futura de producción de electricidad se va a basar principalmente en combustibles fósiles, lo que impulsará la demanda de energías fósiles, creando un impacto adicional en el precio del petróleo. Pero todos estos debieran ser factores transitorios que redundarían en uno o dos trimestres de caída de PIB en Japón y efectos muchos más acotados en la economía de la región y en la economía mundial. En los trimestres siguientes, la economía de Japón, y en menor medida de la región, debieran mostrar un gran dinamismo asociado a los efectos del proceso de reconstrucción. La reconstrucción implicará también un nuevo impulso a la demanda por transporte marítimo y metales básicos con efectos en sus precios.

Con todo, si la contaminación nuclear se logra contener y si el precio del petróleo Brent se queda en torno a los US \$115 el barril, principalmente por los efectos de la crisis en MENA, los efectos en el crecimiento mundial debieran ser moderados: entre tres y cinco décimas de menor crecimiento en los países industriales y entre dos y tres décimas de menor crecimiento en los países emergentes. Este efecto sería algo menor que el causado por aumentos anteriores en el precio del petróleo ya que dadas las amplias holguras de capacidad en los países avanzados, esta vez su política monetaria no tendría que reaccionar con mucha fuerza. Pero además debemos considerar los posibles efectos de una mayor incertidumbre global por los problemas en MENA y Japón, que se suman a otras debilidades importantes en la economía mundial como los problemas de solvencia fiscal de Europa y la fragilidad que aún muestra el sistema financiero europeo.

En cuanto a la inflación, el alza reciente en el precio del petróleo y el aumento en los precios de los alimentos estaba generando un alza en la

Gráfico 1

Proyecciones de crecimiento mundial
(Variación anual, %)



Fuente: Consensus Forecasts.

inflación medida a nivel mundial. Las reacciones de los bancos centrales en el mundo desarrollado han sido bastante distintas. En EE.UU., donde la FED orienta su política monetaria para mantener la tendencia inflacionaria algo por debajo del 2% anual y la inflación subyacente se encuentra en torno al 1% anual, sus autoridades han manifestado que mientras se mantengan amplias brechas de capacidad, incluyendo un alto desempleo, la política monetaria se mantendrá expansiva. En contraste, en la Zona Euro, donde la meta de inflación se basa en la inflación medida y ésta alcanza al 2,4% anual (que supera la meta de lograr una inflación cercana pero por debajo del 2%) el BCE da señales que está pronto a iniciar un proceso de alza de tasas. Desde mi punto de vista, antes de la crisis de Japón esta no era una política adecuada y, por lo tanto, ahora lo es incluso menos.

Por otra parte, en los países emergentes con estrechas holguras de capacidad y que crecen a tasas superiores al crecimiento del producto potencial, el alza reciente en el precio del petróleo está exacerbando los problemas de inflación y los obligará

a implementar políticas macro menos expansivas para mantener la tendencia inflacionaria en torno a su meta. Este es el caso de China, India, Corea, Brasil, Chile, Colombia, Perú y otros. Los cuatro primeros representan un significativo peso en la economía mundial.

Así, el monto y la velocidad de los ajustes monetarios en la Zona Euro y en los países emergentes con riesgo de sobrecalentamiento se tendrán que revisar a la luz de los acontecimientos recientes en MENA y Japón, y sus efectos tanto en la economía mundial como en los precios de los productos primarios.

Consistente con el cuadro que había estado mostrando la economía mundial hasta febrero, las proyecciones de crecimiento mundial para este año se habían estado revisando al alza. Como se muestra en el Gráfico 1 y la Tabla 1, las principales correcciones al alza se han hecho para EE.UU. y América Latina. Estas proyecciones se van a estar revisando a la baja en los próximos meses para tomar en cuenta los efectos de la crisis en MENA y el desastre en Japón. Estas proyecciones tienen

Tabla 1
Proyecciones de crecimiento mundial
(variación anual, %)

	2010	2011			2012		
		FMI	BI	CF	FMI	BI	CF
Estados Unidos	2.8	3.0 (2.3; 2.9; 2.6)	3.1	3.1	2.7	3.5	3.3 =
Zona Euro	1.7	1.5 (1.5; 1.3; 1.5)	1.9	1.7 ↑	1.7	1.9	1.7 =
Japón	3.9	1.6 (1.5; 1.8; 2.0)	1.5	1.4	1.8	1.9	2.1
Asia (ex-Japón)	9.2	8.1 (8.0; 8.1; 8.4)	7.9	7.9 =	8.4	7.6	7.8 =
China	10.3	9.6 (9.6; 9.6; 9.9)	9.4	9.4 ↑	9.5	8.9	9.0
India	8.6	8.4 (8.4; 8.4; 8.4)	8.5	8.2	8.0	8.7	8.4 =
América Latina	6.0	4.3 (4.0; 4.0; 4.0)	4.3	4.3 ↑	4.1	3.9	4.2 ↓
Brasil	7.5	4.5 (4.1; 4.2; 4.1)	4.1	4.4 ↓	4.1	4.3	4.6 ↓
México	5.5	4.2 (3.9; 4.4; 4.5)	4.2	4.3 ↑	4.8	3.3	4.0 ↑
Mundo (PPP)	4.7	4.4 (4.2; 4.3; 4.3)	4.3	4.2 =	4.5	4.4	4.2 =
Mundo (TCM)	4.0	3.5 (3.3; 3.4; 3.4)	3.4*	3.5 =	3.6	3.5*	3.6 =
Comercio Mundial	12.0	7.1 (7.0; 6.3; 6.1)			6.8		

Fuente: Consensus Forecasts, Febrero 2011; Asia Pacific Consensus Forecasts, Febrero 2011; Latin America Consensus Forecasts, Febrero 2011; FMI: WEO, Update Enero 2011 y en paréntesis WEO, Octubre 2010, Update Julio 2010 y WEO, Abril 2010, respectivamente; BI: Bancos de Inversión J. P. Morgan; Barclays Capital y Deutsche Bank, Marzo 2011.

una serie de riesgos, todos a la baja, los que se relacionan a:

- un recrudescimiento de la crisis del MENA;
- un deterioro de los problemas nucleares en Japón;
- un deterioro de los problemas de solvencia fiscal y bancarios de Europa, y
- un aumento en las presiones inflacionarias más allá de lo proyectado en los países emergentes que les obligue a introducir políticas más restrictivas que lo considerado en el escenario central con efectos en el crecimiento y la volatilidad.

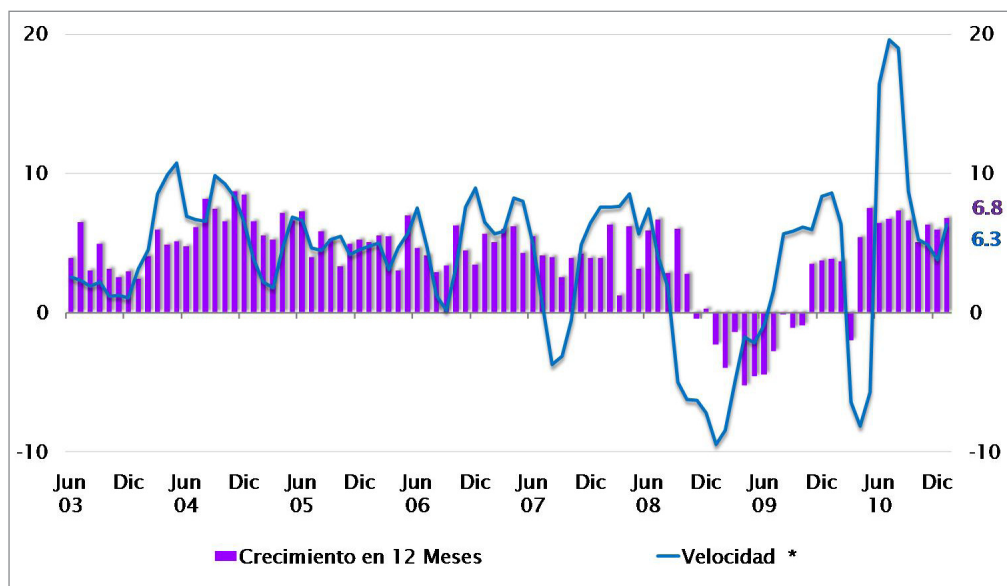
3. Perspectivas de la economía chilena

Después de una leve desaceleración hacia fines del año pasado, la economía chilena ha vuelto a mostrar dinamismo en lo que va del año. En par-

ticular, la demanda interna volvió a tomar impulso en el trimestre móvil terminado en enero. Esto no es sorprendente dado el alto grado de estímulo monetario que tiene la economía desde hace un largo tiempo, y la fuerte expansión del gasto fiscal en el mes de diciembre. A lo anterior se le añaden los efectos de los muy buenos términos de intercambio, el favorable financiamiento externo, la mejoría en las condiciones de acceso al crédito y las buenas expectativas, especialmente de los empresarios. En cuanto a la actividad económica, ésta continúa creciendo con fuerza (Gráfico 2), donde los sectores más dinámicos son los más relacionados con el consumo interno: el comercio, el transporte y el sector electricidad, gas y agua. En paralelo, en los últimos meses también ha tomado más dinamismo el sector construcción.

En los próximos meses el crecimiento de la demanda interna debiera continuar, aunque a tasas más moderadas debido al efecto neto de varias

Gráfico 2
IMACEC
(%)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

fuerzas. El crecimiento del consumo privado seguirá siendo impulsado por el crecimiento del empleo y de los salarios reales, las menores tasas de desempleo y las buenas expectativas. En contraste, recibirá los efectos negativos del alza pronunciada en el precio de los combustibles y del progreso en el proceso de normalización monetaria. La inversión mostrará un menor dinamismo en su componente maquinarias y equipos ahora que la reconstrucción privada se ha completado en gran medida, pero el componente construcción y otras obras se verá favorecido por la reconstrucción pública y el avance de las concesiones. Como resultado, el crecimiento del producto seguirá siendo favorecido por el dinamismo de la demanda interna.

La gran sorpresa del año pasado fue la baja inflación a pesar de la brusca caída en el desempleo y la reducción importante en las holguras de producto. La apreciación nominal del peso explica sólo una parte menor de esta caída en la inflación.

Sin embargo, este cuadro ha cambiado en forma importante en el último tiempo. Mientras las holguras de capacidad y el desempleo se han seguido reduciendo, el salto adicional en el precio del petróleo y los efectos rezagados del alza en el precio de los alimentos comienzan ahora a impactar con más fuerza a la inflación efectiva y proyectada. Como resultado, las distintas medidas de expectativas de inflación se han estado distanciando con fuerza de la meta de inflación lo que aumenta el riesgo de que la tendencia inflacionaria se comience a alejar de la meta del 3%. En estas circunstancias lo más probable es que el Banco Central de Chile continúe con el proceso de normalización monetaria iniciado en junio pasado.

Se ha discutido mucho respecto al nivel del tipo de cambio en el último tiempo. Con términos de intercambio favorables —apoyados por el alto dinamismo de China e India— y buenas perspectivas de crecimiento, el tipo de cambio real no tiene espacio

Tabla 2
Variables macroeconómicas de Chile
(variación anual, %)

	2010	2011				2012		
		BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	5.2	(5.5-6.5)	6.1 (5.5; 7.0)	6.0	6.0 (5.7; 6.5)	5.1 (4.0; 5.5)	5.2	5.5 (4.6; 5.8)
Demanda Interna	16.4	6.6	-	-	-	-	-	-
Con. privado	10.4	5.8*	6.9	6.2	-	5.6	5.3	-
Inversión total	18.8	14.6	14.6	14.8	-	10.4	10.5	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.4	-	0.6	0.8	-	1.0	1.2	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	-	497.1***	481.3	485** (467; 507)	507.5***	493.1	500** (472; 530)
Inflación (dic-dic)	3.0	3.3	4.0 (3.0; 5.5)	3.8	4.4 (3.9; 4.8)	3.3 (3.0; 4.0)	3.6	3.5 (3.0; 4.0)
Tasa de Desempleo	8.4	-	-	6.8	-	-	7.0	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.9	-1.4	-2.3 (-8.5; 1.6)	-0.7	-	-3.8 (-15.0; 2.0)	-1.3	-

* Se refiere al consumo total

** Corresponde a fines de Enero del año siguiente.

*** Corresponde a fines de Diciembre del año siguiente.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts (Enero, 2011), media y rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Diciembre, 2010); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (Enero, 2011), mediana, deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Enero, 2011).

para aumentar. Cualquier intento de hacerlo implica una lucha muy difícil contra los fundamentos.

En cuanto a las alternativas de política para evitar que la inflación se aleje en forma persistente de la meta, lo que hay que evitar es que se termine poniendo todo el peso del ajuste en la política monetaria, lo que apreciaría el tipo de cambio real más allá de lo que implican sus fundamentos, revirtiendo con más fuerza las políticas fiscales contra-cíclicas del período 2009-2010.

Las proyecciones de crecimiento de distintas fuentes presentadas en la Tabla 2 apuntan a un crecimiento en torno al 6% el 2011 y una inflación que —con la excepción de la proyección de diciembre del Banco Central— estaría en torno al 4%. En mi

escenario central, el crecimiento del PIB de este año superará el 6% y la inflación anual a diciembre estará en torno al 4,5%. En cuanto al tipo de cambio, lo más probable es que termine el año en el rango de 470 a 510 pesos.

Los principales riesgos que enfrenta la economía chilena están en el entorno externo y son los indicados en la sección anterior. En lo que se refiere al entorno interno, el principal riesgo es un alza más pronunciada en la inflación medida y proyectada que termine obligando a acelerar el proceso de ajuste monetario con efectos en el crecimiento y los mercados financieros. Este riesgo se exacerbaría si la demanda interna termina desacelerándose menos de lo proyectado.