

El momento económico internacional y nacional

Mayo 2011

VITTORIO CORBO

- La recuperación de la economía mundial continúa, pero con tensiones importantes. Los países desarrollados están creciendo, pero a una velocidad inferior que durante recuperaciones de crisis anteriores. Esto es de esperarse considerando la magnitud del daño que sufrió el sistema financiero durante la crisis, y la serie de shocks negativos que la han seguido: inestabilidad política en el Medio Oriente y Norte de África (MENA), fuertes alzas en los precios de productos primarios, un fuerte terremoto en Japón y el riesgo de contaminación nuclear, y problemas en las finanzas estatales de los países periféricos de la Zona Euro.
- EE.UU. está lidiando con un alto nivel de desempleo y un conflicto político por las finanzas del gobierno, tanto en el corto plazo como en reformas necesarias para el largo plazo. Su crecimiento para este primer trimestre del 2011 fue 1,8% en términos anualizados, por debajo del ritmo que demostró durante el 2010.
- La Zona Euro, por su parte, está mostrando un crecimiento sustancialmente más fuerte –Alemania creció 6,1% anualizado y Francia 3,3%; la Zona Euro como un todo creció 3,3% anualizado– pero está expuesta a problemas de endeudamiento en sus países periféricos que, lejos de desaparecer, se agrava mientras más tiempo pasa sin que se dé una solución real.
- Japón, debido al terremoto y el alza en precios de productos primarios, tuvo un crecimiento de -1% anualizado. El daño que sufrió la principal economía del Asia ha generado disyunciones en las cadenas productivas de otros países, pero Japón dispone de los recursos y la voluntad para tener una reconstrucción rápida.
- El mundo emergente crece rápidamente –y paradójicamente–, ese es su mayor problema. El agotamiento de su capacidad productiva junto a las alzas en precios de productos primarios está llevando a aumentos en la inflación, necesitando que las autoridades macroeconómicas implementen políticas restrictivas para evitar un sobrecalentamiento económico.
- La economía chilena también crece con fuerza, impulsada por buenas condiciones internacionales, un alto precio del cobre, políticas macroeconómicas que todavía son expansivas, y un alto dinamismo interno. Es destacable la recuperación del sector construcción, que había permanecido rezagado después del fin de la Gran Recesión. El crecimiento este primer trimestre fue 6,5% anualizado, y se espera que la economía crezca en torno a esta cifra para el 2011 como un todo.
- Los riesgos más importantes son de carácter internacional: mayores problemas de estabilidad en MENA, mayores alzas en precios de productos primarios, un recrudecimiento de los problemas de Grecia, Portugal o Irlanda, y en los países emergentes, presiones inflacionarias mayores a las esperadas que fuercen la implementación de políticas macroeconómicas aún más restrictivas.

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

1. Introducción

La recuperación de la economía mundial continúa pero con importantes tensiones. EE.UU. muestra una lenta recuperación, en que el desempleo se mantiene en niveles históricamente altos. Algunos países industriales de Europa, especialmente Alemania y Francia, se alejan de la crisis –pero los problemas de deuda de las economías periféricas de la Zona Euro han resurgido con fuerza, amenazando la estabilidad política y financiera del área.

En el mundo emergente, por otro lado, muchos de los países más dinámicos muestran claras señales de sobrecalentamiento y su inflación supera las metas de sus autoridades. Adicionalmente, el mundo ha sufrido una serie de shocks en los últimos meses que ha llevado a aumentos en la volatilidad de los precios de activos y a un aumento en el precio del petróleo y otros productos primarios. Estas alzas en precios de commodities ejercen más presiones sobre la inflación en el mundo emergente, obligando a estas economías a implementar políticas contractivas.

Dado estos acontecimientos, las proyecciones de crecimiento mundial se han reducido y los riesgos que persisten están sesgados a la baja.

En el ámbito interno, la expansión de la economía chilena sigue su curso, impulsada por buenos términos de intercambio, un mercado laboral dinámico y políticas macroeconómicas expansivas. El dinamismo de la demanda interna sigue siendo liderado por el consumo privado y la inversión.

En el lado de la actividad, resalta la recuperación de la construcción que viene a reforzar el dinamismo del comercio, de los servicios financieros y del transporte y comunicaciones. Como resultado, según estimaciones del Banco Central las holguras de capacidad se habrían agotado, lo que ya se estaría reflejando en las presiones salariales.

Después de fuertes aumentos en las expectativas de inflación durante los primeros meses del año, en las últimas semanas éstas se han estado

reduciendo, a lo que han contribuido las cuatro alzas consecutivas de la TPM y la corrección en el margen del precio internacional del petróleo. Sin embargo, la inflación sigue siendo uno de los principales riesgos.

Dado el contexto externo y el alto dinamismo mostrado por la economía interna, la economía chilena debiera poder crecer 6,5% el 2011 con una inflación en el rango de 4,0% a 4,5%.

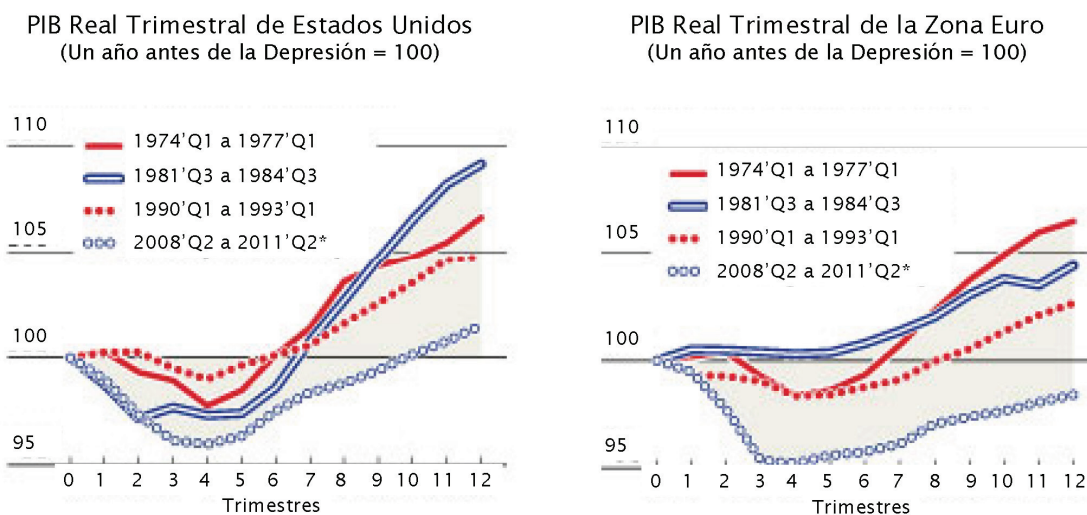
2. La economía mundial y sus perspectivas

La recuperación de la economía mundial continúa, pero a velocidades diferentes y con importantes tensiones. Dada la profunda crisis financiera global y las secuelas de ésta –alto endeudamiento de las familias, las empresas financieras y los gobiernos; debilidad en los sistemas financieros de países industriales; la profunda crisis del sector inmobiliario en EE.UU., España e Irlanda– no es sorprendente que el actual proceso de recuperación de los países industriales sea el más lento del período postguerra (Gráfico 1). EE.UU. se ha demorado 10 trimestres para recuperar el nivel de producción que tenía previo a la crisis (el promedio de las tres recesiones anteriores eran 6 trimestres), mientras que la Zona Euro aún no lo ha logrado.

La recuperación de EE.UU. ha sido excepcionalmente lenta en parte debido al complicado momento que viven el sector inmobiliario y los gobiernos estatales y locales, y también debido a la lenta expansión del crédito. El desempleo se mantiene en niveles históricamente altos. A los problemas causados por la crisis se añade un debate inconcluso sobre el nivel de endeudamiento fiscal: en el corto plazo el debate para aprobar un alza en el límite de endeudamiento público (sin el cual el gobierno americano no podrá emitir deuda para financiar su presupuesto este año) está empantanado, y a más largo plazo se han dado pocos avances en controlar el alza de gasto fiscal proyectado por conceptos de salud y pensiones, que amenazan la solvencia

Gráfico 1

Evolución del PIB durante las recesiones
(Variación anual, %)



Fuente: FMI en "Faltering in a stormy sea of debt" de Martin Wolf.

futura de EE.UU. Con todo, en el primer trimestre de este año el crecimiento del PIB alcanzó un 1,8% anualizado (3,1% en el trimestre anterior), por debajo de lo esperado por el mercado (Tabla 1).

La Zona Euro, tras un segundo semestre del 2010 en que el crecimiento fue bajo, ha mostrado mayor dinamismo durante este primer trimestre del 2011 con un crecimiento de 3,3% anualizado. El liderazgo nuevamente lo ha dado Alemania, que creció 6,1% en términos anualizados, con un impulso importante pero significativamente menor por parte de Francia, que creció 3,9%. Sin embargo, el sistema financiero de la Zona Euro se mantiene frágil y en el último mes los problemas de solvencia fiscal y de acceso a financiamiento de los países periféricos se han alzado como una amenaza. La Unión Europea sigue postergando la solución definitiva al alto endeudamiento de estos países y su inhabilidad de repagarlo ya que no hay opciones fáciles (más financiamiento oficial, reducción de su deuda o una reestructuración voluntaria). En el proceso, cada vez

es más probable que Grecia y, en menor medida, Portugal se vean obligados a reprogramar su deuda con un importante descuento en el valor de ésta: en los escenarios más probables, las dinámicas de sus tasas de deuda a producto son explosivas.

Los problemas del mundo emergente son de una naturaleza distinta. Muchas de sus economías están viviendo condiciones extremadamente favorables. Se destacan Brasil, China, Corea, India y Turquía, que tienen amplio acceso a financiamiento en los mercados internacionales, buenos términos de intercambio y políticas macroeconómicas expansivas, tal que disfrutaban de un crecimiento vigoroso que presiona su capacidad productiva. Hay claras señales de sobrecalentamiento en estos países, incluyendo aumentos importantes en los precios de activos domésticos, que junto al aumento en los precios internacionales de alimentos y del petróleo han resultado también en aumentos en las tasas de inflación. Estos factores han estado obligando a los países emergentes a introducir políticas contractivas

Tabla 1

Crecimiento mundial
(variación trimestral anualizada, %)

	2008	2009				2010				2011
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*
Estados Unidos	-6.8	-4.9	-0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.6	3.1	1.8
Zona Euro	-7.1	-9.6	-0.4	1.6	0.8	1.6	4.0	1.4	1.1	3.3
Alemania	-7.9	-14.0	-0.4	3.1	2.0	2.1	8.7	3.2	1.5	6.1
Japón	-11.0	-20.0	10.7	-1.9	7.2	6.1	2.1	3.3	-1.3	-1.0
Asia (ex - Japón)	-5.2	2.5	12.9	10.9	8.7	10.5	7.4	7.3	7.7	8.5
China	1.9	8.4	14.8	11.0	10.9	10.0	7.8	10.1	12.4	8.8
India	2.3	8.2	9.8	15.0	6.9	11.3	7.8	14.9	0.9	7.9
Corea	-16.8	1.0	9.8	13.4	0.7	8.8	5.8	2.6	2.0	5.6
América Latina	-8.9	-10.0	0.9	6.6	7.4	5.1	9.6	2.5	4.5	4.3
Brasil	-15.7	-7.6	7.9	10.7	10.1	9.0	6.6	1.6	3.0	5.3
Chile	-8.6	-3.4	-0.7	6.5	7.7	-7.1	19.8	8.7	3.8	6.5
México	-5.6	-25.1	0.5	11.6	8.6	-0.2	9.9	3.2	5.1	2.0
Mundo (PPM)	-6.4	-7.5	1.4	2.8	4.3	4.2	4.0	3.0	2.9	3.2
Mundo (PPP)	-5.9	-6.2	3.9	4.5	5.3	5.2	4.9	3.9	4.1	4.2

* Cifras en negritas corresponden a los datos oficiales, los demás son proyecciones de JP Morgan.

Fuente: Eurostat y Oficinas de Estadísticas Nacionales.

que van a moderar su crecimiento y que impactarán también el crecimiento de los países industriales.

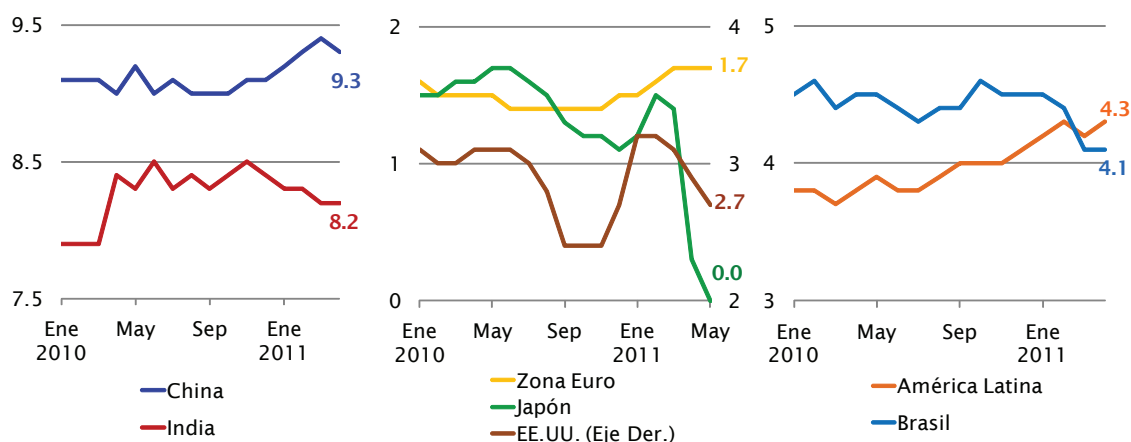
En el caso particular de Asia emergente, que percibe el alza en el precio del petróleo y otros productos primarios como un shock puramente negativo (a diferencia de países emergentes que exportan estos productos), este fenómeno unido a las interrupciones de abastecimiento de partes debido al terremoto de Japón tendrá efectos temporales en su crecimiento en la primera mitad de este año.

Los países industriales también perciben un alza en la inflación (a causa de los aumentos en los precios del petróleo y alimentos, principalmente), pero lo hacen con amplias holguras de capacidad, expectativas de inflación bien ancladas y una inflación subyacente acotada. Por lo tanto, con la excepción del aumento de 25 puntos base en la tasa de interés que introdujo el BCE, estas economías todavía no consideran apropiado reducir el alto estímulo monetario que mantienen desde la crisis.

En cuanto a las perspectivas para el crecimiento mundial, dados los shocks recientes (precio del petróleo, ajuste macro en las economías emergentes y una intensificación en las tensiones en los mercados de deuda de los países periféricos de Europa), las proyecciones actuales son menores a las estimadas hace algunos meses (Gráfico 2 y Tabla 2). Este escenario de crecimiento mundial menos robusto ha llevado a una caída en el precio del petróleo y de otros productos primarios, a medida que el mercado anticipa una menor demanda futura. Esta corrección de precios, de mantenerse, va a postergar el alza de las tasas de interés en los países industriales, lo que se ha reflejado en los precios de instrumentos financieros en estos países. De otra parte, la mitigación a través del tiempo de los efectos contractivos del alza en el precio del petróleo junto con la recuperación de Japón asociada a la reconstrucción debieran estimular la economía mundial en el segundo semestre.

Gráfico 2

Proyecciones del Crecimiento del PIB en el 2011
(variación anual, %)



Fuente: Consensus Forecasts.

Tabla 2

Proyecciones del crecimiento mundial
(variación anual, %)

	2009	2010	2011			2012		
			FMI	BI	CF	FMI	BI	CF
Estados Unidos	-2.6	2.9	2.8 (3.0; 2.3; 2.9)	3.0 =	2.7 ↓	2.9 (2.7)	3.4 =	3.2 ↓
Zona Euro	-4.1	1.7	1.6 (1.5; 1.5; 1.3)	2.0 =	1.7 =	1.8 (1.7)	1.9 =	1.7 =
Japón	-6.3	3.9	1.4 (1.6; 1.5; 1.8)	0.4 =	0.0 ↓	2.1 (1.8)	3.0 ↑	2.8 ↑
Asia (ex-Japón)	6.2	9.6	8.1 (8.0; 8.1; 8.4)	7.8 =	7.9 ↓	7.9 (8.4)	7.6 =	7.8 ↓
China	9.2	10.3	9.6 (9.6; 9.6; 9.6)	9.4 =	9.3 ↓	9.5 (9.5)	8.9 =	8.9 ↓
India	6.8	10.4	8.2 (8.4; 8.4; 8.4)	8.1 =	8.2 =	7.8 (8.0)	8.5 =	8.5 ↑
América Latina	-1.7	6.1	4.7 (4.3; 4.0; 4.0)	4.4 =	4.3 ↑	4.2 (4.1)	4.0 =	4.2 =
Brasil	-0.6	7.5	4.5 (4.5; 4.1; 4.2)	3.8 =	4.1 =	4.1 (4.1)	4.1 =	4.5 ↑
México	-6.1	5.5	4.6 (4.2; 3.9; 4.4)	4.2 =	4.4 ↑	4.0 (4.8)	3.5 =	4.0 =
Mundo (PPP)	-0.5	5.0	4.4 (4.4; 4.2; 4.3)	4.2 =	4.1 ↓	4.5 (4.5)	4.4 ↑	4.3 ↓
Mundo (TCM)	-2.1	3.9	3.5 (3.5; 3.3; 3.4)	3.3 ↑	3.2 ↓	3.7 (3.6)	3.6 =	3.6 ↓
Comercio Mundial	-10.9	12.4	7.4 (7.1; 7.0; 6.3)			6.9 (6.8)		

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

Los principales riesgos del escenario central son a la baja y se relacionan con:

- a) un recrudescimiento de los problemas en MENA que provoque otro salto significativo en el precio del petróleo;
- b) un deterioro de las negociaciones políticas para el aumento del límite de endeudamiento en EE.UU que incremente el riesgo de su deuda;
- c) un deterioro en los problemas de solvencia fiscal y bancaria de Europa que termine aumentando las primas por riesgo y deprimiendo los precios de activos;
- d) un aumento más pronunciado en tasas de interés en los emergentes con efectos en el crecimiento y en precios de activos.

Sin embargo, también se pueden dar factores positivos que impulsen un crecimiento más rápido que el anticipado. El consumo y la inversión en los países avanzados podrían tomar más fuerza que en el escenario central, apoyados por mejoras en el mercado laboral y mejores condiciones financieras.

Para los países emergentes el principal riesgo es quedarse detrás de la curva en el retiro de estímulos macroeconómicos, lo que resultaría en alzas en la inflación de tendencia y en apreciación de los precios de activos domésticos, requiriendo más adelante alzas más pronunciadas en las tasas de política monetaria. Esto, además de inhibir el dinamismo de sus economías, generaría presiones de apreciación cambiaria.

Dadas las características económicas actuales, quedan varias tareas pendientes en los países industriales, cada una de las cuales presenta un gran reto de política:

- a) calibrar el retiro de los estímulos monetarios sin abortar la recuperación ni desatar la inflación;
- b) preservar o recuperar la credibilidad fiscal (EE.UU., países periféricos de Europa);

- c) avanzar en la reconstrucción y las reformas del sector financiero, principalmente en Europa, y
- d) continuar avanzando en reducir el alto desempleo.

3. Perspectivas de la economía chilena

La expansión de la economía chilena sigue su curso, impulsada por buenos términos de intercambio, un mercado laboral robusto y políticas macroeconómicas expansivas.

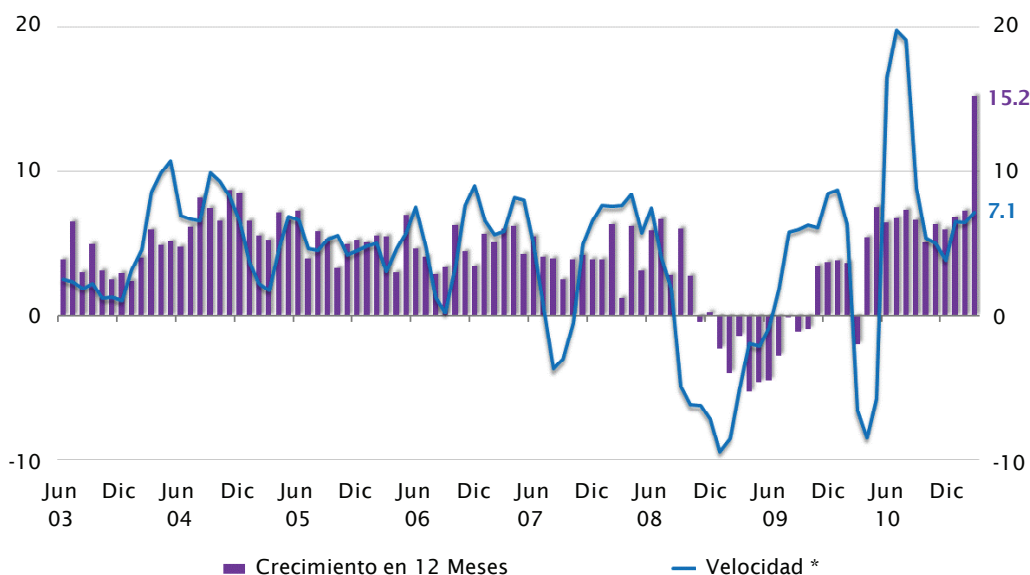
La demanda interna sigue mostrando gran dinamismo, liderados por el consumo privado y la inversión. Las cifras de ventas minoristas y de ventas de automóviles continúan mostrando importantes tasas de crecimiento, y las cifras de importaciones de bienes de consumo y de capital continúan en niveles altos. El crédito sigue aumentando en términos reales, aunque a ritmos consistentes con el crecimiento de la economía y la tasa de política.

Las expectativas de los empresarios continúan en terreno optimista. Sin embargo, la percepción actual de los consumidores empeora por sexto mes consecutivo y permanece por segundo mes consecutivo en terreno pesimista. Esto último es muy probable que esté asociado al alza reciente en los precios del petróleo y en la inflación.

En el mercado laboral, la tasa de desempleo del trimestre enero-marzo se redujo desde 9,0% hasta 7,3% en doce meses, manteniéndose con respecto al trimestre móvil anterior, y el empleo creció 7,0% anual. En cuanto a la composición, sigue destacando el mayor crecimiento del empleo asalariado por sobre el empleo por cuenta propia.

En el lado de la actividad, resalta la recuperación de la construcción, que viene a reforzar el dinamismo del comercio, de los servicios financieros y del transporte y comunicaciones. En el mes de marzo, el IMACEC creció 15,2% anual, debido a la baja base de comparación por los efectos del terremoto del 27 de febrero del año pasado, pero por

Gráfico 3
Imacec (%)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

encima de las expectativas (Gráfico 3). Con todo, el crecimiento es más sólido que sólo la recuperación post-terremoto. Así, en el primer trimestre del año, usando las cifras del IMACEC, la economía habría crecido 7,1% a tasa anualizada (9,8% anual).

El Banco Central estima que las holguras de capacidad se habrían agotado, lo que ya se estaría reflejando en las presiones salariales, con ascendentes tasas de crecimiento de los salarios nominales que actualmente superan el 6% anual. Esto es una amenaza que puede alejar la tendencia inflacionaria de la meta, lo que ha llevado al Banco Central a acelerar el proceso de normalización monetaria con cuatro alzas consecutivas de la TPM, las tres últimas de 50 pips cada una, lo que ha acercado la tasa de política a la tasa neutral. Como resultado, en las últimas semanas, las expectativas de inflación se han estado reduciendo.

Sin embargo, la inflación seguirá siendo un riesgo si no disminuye el dinamismo de la demanda

y si no se reducen las presiones en el mercado laboral. No hay duda que en esta etapa del ciclo la política fiscal podría jugar un rol más contracíclico para complementar el ajuste monetario y evitar que, en caso de que no se reduzca lo suficiente el dinamismo de la demanda interna, todo el peso del ajuste macro recaiga en la autoridad monetaria, con el riesgo de una sobre apreciación cambiaria.

En cuanto a las perspectivas de crecimiento para este año, en mi escenario central el PIB se expandiría en torno al 6,5% y la inflación anual en diciembre cerraría en el rango de 4,0 a 4,5%.

Los principales riesgos que enfrenta la economía chilena son los que muestra el entorno externo y que analizamos en detalle en la sección anterior. En el entorno interno, el riesgo más importante es que la demanda interna se desacelere menos de lo proyectado, resultando en alzas más pronunciadas en la inflación, gatillando mayores alzas de la TPM y una mayor apreciación del peso.

Tabla 3
Chile: Variables macroeconómicas
(variación anual, %)

	2010	2011				2012		
		BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	5.2	(5.5-6.5)	6.1 (5.6; 6.6)	6.2	6.3 (5.9; 6.5)	5.0 (4.0; 5.5)	5.2	5.5 (5.0; 5.7)
Demanda Interna	16.4	7.6	-	-	-	-	-	-
Con. privado	10.4	7.0*	7.0	6.2	-	5.5	5.3	-
Inversión total	18.8	13.9	14.5	14.8	-	10.1	10.5	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.4	-	0.6	0.5	-	0.9	1.2	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	-	496.6***	480.0	485** (470; 500)	510.6***	493.1	500** (471; 525)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.3	4.3 (3.1; 5.3)	4.3	4.3 (4.0; 4.7)	3.4 (3.0; 4.4)	3.6	3.4 (3.0; 3.8)
Tasa de Desempleo	8.4	-	-	6.8	-	-	7.0	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.9	1.2	0.04 (-3.5; 4.6)	0.2	-	-0.6 (-5.4; 5.2)	-0.4	-

* Se refiere al consumo total.

** Corresponde a fines de Abril del año siguiente.

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

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