

El momento económico internacional y nacional

Enero 2012

VITTORIO CORBO

- El alcance de la crisis en Europa se ha visto limitado en el último tiempo, principalmente gracias a los programas de ajustes fiscales y de reformas de España e Italia y a las políticas orientadas a la provisión de liquidez de mediano plazo a la banca europea introducidas por el Banco Central Europeo (BCE). Sin embargo, la posición fiscal de España, la rebaja de la clasificación de riesgo de varios países europeos y las dificultades de Grecia con sus acreedores mantienen una situación preocupante.
- No obstante, lo que se requiere es mucho más que ajuste fiscal. Los países vulnerables acumularon pérdidas de competitividad pronunciadas durante el período 2000-2007, lo que dio origen a desequilibrios en los sectores privado y público, que en conjunto con los efectos de la Gran Crisis Financiera, dieron lugar a la precaria situación actual. Es por eso que se necesitan políticas que faciliten la restructuración de sus economías y aumenten su competitividad. Para ello se requiere mercados flexibles y reformas que faciliten el ajuste y eleven la productividad, financiamiento para reducir las presiones en los mercados de deuda y sostener los programas de ajuste, además de una depreciación del euro para estimular la demanda.
- Una crisis en Italia o España resultaría en una gran crisis que terminaría desestabilizando toda la Zona Euro. Para evitarlo, hay que acelerar la operatoria de los dos fondos de apoyo creados en Europa, aumentar la capacidad de préstamo del FMI y, de ser necesario, compras de bonos de mayor envergadura por parte del BCE. Es probable que la sola creación de un súper fondo, dispuesto a invertir en bonos de Italia y España sea suficiente. Mientras antes se implementen estas políticas, mayor es la probabilidad de éxito y menor será el costo que tendrán que pagar los países afectados y la economía mundial.
- Sin embargo, las proyecciones de la economía mundial apuntan a un crecimiento en torno al 3,6% el año 2011 y del 3,2% el 2012. La economía internacional enfrenta una serie de riesgos, que sesgan las proyecciones de crecimiento a la baja.
- En los países emergentes, el crecimiento se reduce también, afectado por: menores términos de intercambio; el menor crecimiento de los países avanzados; condiciones financieras menos favorables; y deterioro de las expectativas. En general, dichas economías, y América Latina en particular, cuentan con espacio para utilizar política contracíclica y así amortiguar los efectos de una recesión en los países avanzados. Sin embargo, no hay desacople posible porque Europa es aproximadamente un cuarto del producto mundial.
- En cuanto a la economía chilena, en los primeros dos trimestres del año 2011 creció con fuerza impulsado por términos de intercambio favorables, una política monetaria expansiva y las actividades relacionadas a la reconstrucción. Sin embargo, el crecimiento perdió fuerza en el tercer trimestre, afectado por los efectos contractivos de la política monetaria y por el deterioro del entorno externo. En contraste, la desaceleración del crecimiento de la demanda interna ha sido más moderada, incluso su crecimiento anual aumentó del 8,6% que había alcanzado en el segundo trimestre a un 9,4% en el tercero. Indicadores parciales de demanda (ventas al detalle e importaciones) muestran que aunque la demanda interna se ha estado desacelerando en los últimos meses su desaceleración se mantiene moderada. Como resultado de la diferencia de dinamismo entre el crecimiento del gasto y el crecimiento del producto, la balanza comercial se deteriora. La economía chilena habría crecido en torno al 6,2% el año 2011 y las perspectivas apuntan, en mi escenario central, a un crecimiento del PIB para el 2012 por debajo del 4%. Sin embargo, si se materializan los riesgos identificados en el escenario internacional, el crecimiento del 2012 sería bastante menor. En materia de precios, la inflación anual a diciembre del 2012 cerraría en la parte baja del rango del 3 al 3,5%.

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

1. Introducción

Una serie de medidas, principalmente los ajustes fiscales de España e Italia y políticas orientadas a la provisión de liquidez de mediano plazo a la banca europea introducidos por el Banco Central Europeo (BCE), han contribuido a limitar el alcance de la crisis en Europa. Sin embargo, un déficit fiscal de España para el año 2011 muy superior a lo proyectado, la rebaja de la clasificación de riesgo de Francia y otros países europeos y el quiebre de las negociaciones de Grecia con sus acreedores han vuelto a crear preocupaciones.

Con todo, y en el mejor de los escenarios, si los países con una situación fiscal comprometida logran efectuar los ajustes fiscales requeridos, ellos tendrán efectos recesivos sobre la Zona Euro. Ello, sumado a las restricciones al crédito, la alta incertidumbre y los aumentos en las primas de riesgo, deteriora aún más las perspectivas de crecimiento.

Parte de la solución está en la construcción de un fondo que ayude a estabilizar los mercados de deuda de España e Italia y en un comportamiento más agresivo de la política monetaria por parte del BCE. Mientras antes se haga, mayor es la probabilidad de éxito y menor será el costo que tendrán que pagar los países afectados y la economía mundial.

Dado que Europa representa cerca de un cuarto del producto mundial, los efectos de su recesión se harán sentir en el mundo, a pesar del buen desempeño reciente de EE.UU. No obstante, las economías emergentes están muy bien preparadas para enfrentar esta situación debido al amplio espacio que tienen para emplear política fiscal y monetaria, y así amortiguar los efectos negativos de una recesión en Europa. En particular, América Latina pasa por una coyuntura aún mejor que en el 2008, lo que la sitúa en un buen pie para enfrentar las turbulencias de la economía mundial.

En lo que al escenario económico nacional se refiere, el crecimiento ha perdido fuerza en el tercer trimestre, afectado por los efectos contractivos de la política monetaria y por el deterioro del entorno externo. Sin embargo, la desaceleración del crecimiento de la demanda es mucho más tenue y la inflación sigue sorprendiendo al alza. En estas circunstancias y previendo una mayor desaceleración hacia delante, el Banco Central decidió reducir la tasa de política. Condiciones de oferta crediticia más restrictivas, tanto para personas como para empresas, pueden haber llevado al Banco Central a estimar que la desaceleración de la demanda interna y del producto serían mayor a las esperadas por el consenso y eso justificaría la baja de la tasa de política.

En la siguiente sección se analiza en detalle la evolución de la crisis europea, la evolución reciente de la economía en Estados Unidos y la coyuntura de la economía mundial en general. Finalmente, en la última sección, se estudia la evolución de la economía chilena y sus perspectivas de crecimiento en el corto plazo.

2. El Momento Económico Internacional

2.1 La Crisis Europea

Gracias a una serie de medidas de las autoridades europeas, el progresivo deterioro de la crisis europea se había contenido en las últimas semanas. Sin embargo, la situación aún es frágil y un déficit fiscal mayor al proyectado en España, la rebaja de la clasificación de riesgo de Francia y otros países europeos, el pronunciado deterioro de Grecia y el quiebre de las negociaciones con sus acreedores han aumentado el riesgo de que la situación se deteriore aún más con consecuencias no sólo en el

mantenimiento de la actual unión monetaria europea sino también en la integración europea y en la economía mundial.

Entre las medidas que habían contribuido a contener la crisis se destacan cuatro. Primero, la profundización de los programas de ajuste fiscal y los anuncios de reformas para facilitar el ajuste y promover el crecimiento en Italia y España. Segundo, y tal vez lo más importante, una serie de acciones del BCE orientadas a proveer liquidez de mediano plazo a la banca europea para evitar una crisis bancaria entre las que se incluyen el otorgamiento de crédito a los bancos por un período de hasta tres años a una tasa variable igual a la tasa promedio de política monetaria durante la duración del crédito, la ampliación de los instrumentos que se pueden utilizar como colateral para obtener estos créditos, la reducción de la tasa de descuento a los colaterales y la reducción de la tasa de encaje sobre los depósitos. Estas medidas no sólo le proveen liquidez a los bancos, también alivian los problemas que ellos han tenido para renovar sus vencimientos de bonos –tienen vencimiento por 200 billones de euros en el primer trimestre de este año– e indirectamente proveen liquidez a los mercados de deuda soberana de los países vulnerables. Tercero, dos rebajas consecutivas de la tasa de política monetaria por parte del BCE, lo que contribuye a la depreciación del euro, entregando un factor de estímulo adicional para contrarrestar, muy parcialmente por ahora, los efectos recesivos de los ajustes fiscales y del deterioro de las expectativas. Cuarto, los avances, aunque muy parciales todavía, en la movilización de recursos adicionales para apoyar el financiamiento de los países vulnerables que se están ajustando.

Sin embargo, el efecto combinado de los ajustes fiscales, las restricciones al crédito, la alta

incertidumbre, la reducción del endeudamiento de las familias y los aumentos en las primas de riesgo están teniendo efectos recesivos y deterioran las perspectivas de crecimiento. Las acciones del BCE y la depreciación del euro han sido muy tenues como para contrarrestar las fuerzas recesivas.

Pero, tal vez lo más importante dentro de las causas de la crisis europea, los países vulnerables de la Zona Euro tienen problemas profundos que acumularon en los años de alto crecimiento y como consecuencia de la Gran Crisis Financiera del 2008-2009. En el período 2001-2007, estos países gozaron de bajas pronunciadas de las tasas de interés, acceso a amplio financiamiento externo, acentuados aumentos de gasto, alzas en precios de activos, altos déficits en cuenta corriente y apreciación real. En algunos países la expansión del gasto la lideró el sector público –Grecia y Portugal–, en otros el sector privado –España e Irlanda–. El problema de Italia ha sido el deterioro de la solvencia como resultado del aumento en las tasas de interés de su deuda en un país con un bajo crecimiento crónico.

La contracción crediticia asociada a la Gran Crisis Financiera, la escasez de financiamiento externo y los aumentos en las tasas de interés forzaron un ajuste. Pero lo que se requiere es mucho más que ajuste fiscal. En particular, se necesitan reformas que faciliten la restructuración de sus economías y aumenten su competitividad. Pero recuperar la competitividad con tipo de cambio fijo no es una tarea fácil, se requieren mercados flexibles y reformas para facilitar el ajuste y elevar la productividad, pero como estas medidas toman tiempo en mostrar resultados y los ajustes van a ser recesivos en el corto plazo, es necesario financiamiento para reducir las presiones en los mercados de deuda y para sostener los programas de ajuste, además de una depreciación del euro para estimular la de-

manda. Pero hasta ahora poco se ha avanzado en estos dos frentes. La movilización de recursos para estabilizar los mercados de deuda de Italia y España ha sido lenta y poco ambiciosa y la depreciación del euro ha sido muy limitada.

Como dijo S&P, el 13 de enero, en el informe en el que rebajaban la deuda de Francia y de otros países europeos, los problemas actuales no son sólo de origen fiscal sino que mucho más profundos: *“In our view the financial problems facing the eurozone are as much a consequence of rising external imbalances and divergences in competitiveness between the eurozone’s core and the periphery”*. Entre estos problemas destacan la pérdida de competitividad que acumularon los países vulnerables en el período 2000-2007 y los efectos de la crisis en las finanzas públicas, en la solvencia fiscal, en su banca y en el desempleo.

La principal preocupación de los mercados es Italia, que tiene la mayor razón de deuda a PIB entre los países de la Zona Euro después de Grecia, y a la vez tiene abultados vencimientos este año. En menor medida, los mercados también están preocupados de España, que aunque tiene la menor relación de deuda a PIB entre los países grandes de la Zona Euro, tiene un fuerte ajuste fiscal hacia delante. España además, al igual que Irlanda, tuvo una burbuja inmobiliaria que ha dejado como consecuencia a un sector construcción muy deprimido y a su banca con problemas de deterioro en su cartera de créditos inmobiliarios. Como resultado, España también tiene pendiente un avance más decidido en la restructuración y capitalización de su sistema financiero de cajas. A esto se agrega también su alta tasa de desempleo y la necesidad de un mayor avance en la desregulación de su mercado laboral.

En el caso de estos dos países, las buenas noticias son que Italia ha comenzado a introducir

reformas fiscales y medidas pro-crecimiento que eran impensadas hace sólo unos meses y el nuevo gobierno de España está intensificando las reformas iniciadas por el gobierno de Zapatero, profundizando el ajuste fiscal y articulando reformas al sistema de cajas y al mercado laboral.

Estas acciones de Italia y España abren una oportunidad para comenzar a dejar la crisis atrás y fortalecer la Zona Euro. Pero para sostener estos programas y fortalecer su credibilidad se va a requerir que se movilice, lo antes posible, un nivel apropiado de recursos para apoyar los mercados de deuda de Italia y España y así evitar su abandono por problemas con la renovación de la deuda. Igualmente, se requiere de una acción más decidida del BCE, bajando tasas de forma agresiva para contribuir a una mayor depreciación del euro. También ayudaría la introducción de estímulos fiscales por parte de los países de la Zona Euro con importantes superávits en cuenta corriente (Alemania, Holanda y Finlandia).

Una crisis en Italia o España resultaría en una gran crisis que terminaría desestabilizando toda la Zona Euro. Para evitarlo, hay que acelerar la operatoria de los dos fondos de apoyo creados en Europa, aumentar la capacidad de préstamo del FMI y, de ser necesario, compras de bonos de mayor envergadura por parte del BCE. Es probable que la sola creación de un súper fondo, dispuesto a invertir en bonos de Italia y España sea suficiente para reducir los diferenciales entre las tasas de interés de la deuda de esos países y la que paga Alemania y con ello, mejorar la dinámica de sus deudas y darles una oportunidad para sostener los programas de ajuste.

Al final, para evitar una gran crisis, lo más probable es que los recursos se consigan y que el BCE tenga que introducir una política monetaria más agresiva, pero mientras antes se haga,

mayor es la probabilidad de éxito y menor será el costo que tendrán que pagar los países afectados y la economía mundial. No hay mejor manera de convencer a los mercados que actuando con el tamaño y la velocidad necesaria y así demostrar confianza en los procesos iniciados por los países en problemas.

En estas circunstancias, los mercados financieros siguen tensionados: el mercado interbancario europeo continúa obstruido; los depósitos overnight en el BCE siguen marcando máximos históricos; se reinicia la fuga hacia la calidad con los bonos soberanos a 10 años de Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido en mínimos históricos; los CDSs de los países vulnerables han vuelto a aumentar; los flujos de capitales a países emergentes siguen contrayéndose; los bancos europeos siguen teniendo dificultades para renovar su deuda; y el crédito bancario se contrae. En contraste, la volatilidad de los precios financieros se reduce.

2.2 Perspectivas de Crecimiento Mundial

La combinación de ajustes fiscales, contracción crediticia y alta incertidumbre están llevando a la Zona Euro a una recesión. En contraste, en EE.UU., cifras recientes del mercado laboral, producción industrial y ventas muestran que el país está en mejores condiciones que lo esperado hace unos meses. Además, los riesgos políticos de mediano plazo han disminuido con los avances del candidato centrista Mitt Romney en las primarias. En el corto plazo lo más probable es que el acuerdo entre el gobierno y el Congreso sobre el impuesto a las contrataciones y la extensión del seguro de desempleo se extienda hasta fines de año. En cuanto a crecimiento, se estima que este habría alcanzado el 1,8% en el año 2011 y superaría el 2% este año. Con todo, el peso excesivo de la deuda pública y

privada va a continuar afectando el crecimiento por un periodo prolongado.

En Japón, la recuperación pierde fuerza en el margen, muy afectada por el deterioro en Europa y Asia Emergente y la apreciación del yen. En el caso de China, el deterioro de la crisis europea la encontró tratando de enfriar su economía. Ahora, las políticas restrictivas y la crisis europea impactan en su crecimiento. Como resultado, ha comenzado a actuar en forma más focalizada, intentando reactivar la demanda interna, pero sin retirar su atención sobre la burbuja en el sector inmobiliario. Por otra parte, en los países emergentes, el crecimiento también se reduce afectado por: menores términos de intercambio, el menor crecimiento de los países avanzados, condiciones financieras menos favorables y deterioro en las expectativas.

En este cuadro, las proyecciones de crecimiento para el 2012, a excepción de EE.UU., Brasil y México, se han seguido corrigiendo a la baja en forma prácticamente continua desde comienzos del año pasado (Gráfico 1). Si la crisis de Europa se profundiza, los países más afectados serían los avanzados, Europa Central y del Este, Asia Emergente, América Latina y África, en ese mismo orden.

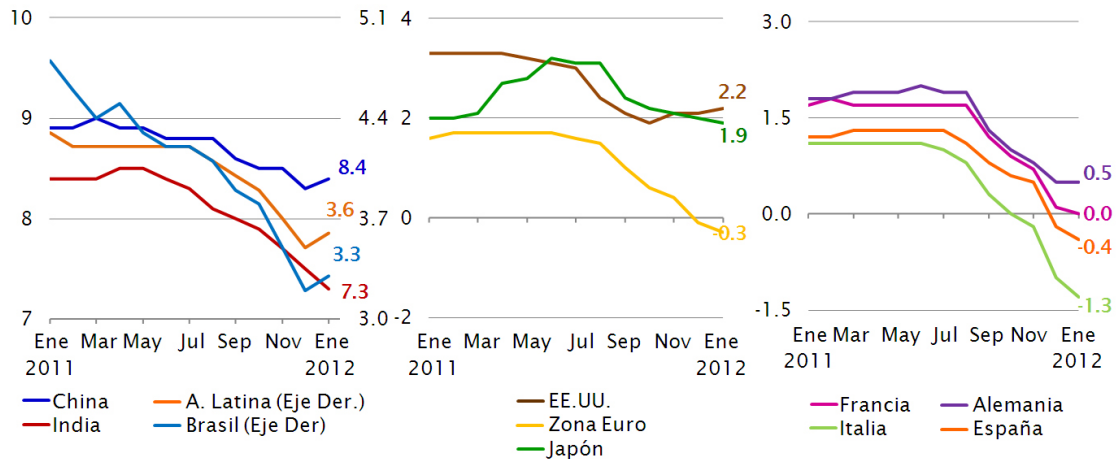
En general, los países emergentes tienen espacio para utilizar política contracíclica para amortiguar los efectos del deterioro de los países avanzados. Sin embargo no es posible un desacople porque Europa es aproximadamente un cuarto del producto mundial. En el caso particular de América Latina, comparado con el año 2008, la situación es aún más favorable en términos de cuentas fiscales, saldos de la cuenta corriente, reservas internacionales y deuda externa a PIB.

Con la información hasta Enero, se proyecta que después de crecer en torno al 3,6% el año 2011

Gráfico 1

Perspectivas de Crecimiento Económico para el 2012

(variación % del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

Tabla 1

Proyecciones del crecimiento mundial

(variación anual, %)

	2009	2010	2011			2012			2013		
			FMI	BI	CF	FMI	BI	CF	FMI	BI	CF
Estados Unidos	-3.5	3.0	1.5	1.7 ↓	1.8 ↑	1.8 (2.7; 2.9; 2.7)	2.4 =	2.2 ↑	2.5	2.6	2.5
Zona Euro	-4.3	1.8	1.6	1.5 ↓	1.6 =	1.1 (1.7; 1.8; 1.7)	-0.5 =	-0.3 ↓	1.5	0.8	1.0
Japón	-6.3	4.0	-0.5	-0.9 ↓	-0.8 ↓	2.3 (2.9; 2.1; 1.8)	1.2 ↑	1.9 ↓	2.0	1.5	1.4
Asia (ex-Japón)	6.2	9.6	7.9	7.2 =	7.4 ↓	7.6 (7.9; 7.9; 8.4)	6.6 =	7.0 =	8.0	7.4	7.5
China	9.2	10.3	9.5	9.1 =	9.2 =	9.0 (9.5; 9.5; 9.5)	8.2 =	8.4 ↑	9.5	8.8	8.6
India	6.8	10.1	7.8	7.0 =	7.0 ↓	7.5 (7.8; 7.8; 8.0)	7.3 =	7.3 ↓	8.1	7.9	8.2
América Latina	-1.7	6.1	4.5	4.3 =	4.1 =	4.0 (4.1; 4.2; 4.1)	3.5 =	3.6 ↑	4.1	4.1	4.0
Brasil	-0.6	7.5	3.8	2.9 =	2.9 =	3.6 (3.6; 4.1; 4.1)	3.2 =	3.3 ↑	4.2	4.5	4.3
México	-6.2	5.4	3.8	3.9 =	4.0 ↑	3.6 (4.0; 4.0; 4.8)	3.1 =	3.3 ↑	3.7	3.4	3.4
Mundo (PPP)	-0.7	5.1	4.0	3.6 =	3.7 =	4.0 (4.5; 4.5; 4.5)	3.1 =	3.4 =	4.5	3.8	n.d.
Mundo (TCM)	-2.3	4.0	3.0	2.6 =	2.9 =	3.2 (3.7; 3.7; 3.6)	2.0 ↓	2.6 ↓	3.6	2.7	2.6
Comercio Mundial	-10.7	12.8	7.5			5.8 (6.7; 6.9; 6.8)					

Fuentes: Consensus Forecasts, Enero 2012; Asia Pacific Consensus Forecasts, Enero 2012; Latin America Consensus Forecasts, Enero 2012; FMI: WEO, Septiembre 2011, y en paréntesis WEO Update Junio 2011, Abril 2011, Update Enero 2011, respectivamente; Bancos de Inversión: J.P.Morgan; Barclays Capital y Deutsche Bank.

–usando como ponderaciones los PIB en paridad de poder de compra–, la economía mundial crecería a una tasa más cercana al 3% este año (Tabla 1). Pero este escenario central enfrenta importantes riesgos, prácticamente todos con un sesgo a la baja en el crecimiento proyectado. Los principales riesgos de la economía mundial son: (1) una profundización de la crisis europea como resultado de la incapacidad de sus líderes en la implementación de programas de ajuste y crecimiento que restablezcan la confianza de los mercados, ya sea por un default desordenado de Grecia que termine desatando un contagio a otros países periféricos y al sistema financiero europeo y global, o por un fracaso en la creación del súperfondo por indecisión política o debido a dificultades para levantar suficientes recursos; (2) un aterrizaje no tan suave de China por dificultades en movilizar la demanda interna para compensar la pérdida de dinamismo de sus mercados externos; (3) incapacidad de acuerdos entre el Ejecutivo y el Congreso en EE.UU. para aprobar el presupuesto del año 2012 y para llevar a cabo un ajuste fiscal creíble y gradual en el tiempo que le permita mejorar la dinámica de su razón de deuda a producto; y (4) shocks geopolíticos inesperados (Irán es un candidato). En el lado positivo, la recuperación de los EE.UU. nos puede volver a dar sorpresas positivas.

3. El Momento Económico Nacional

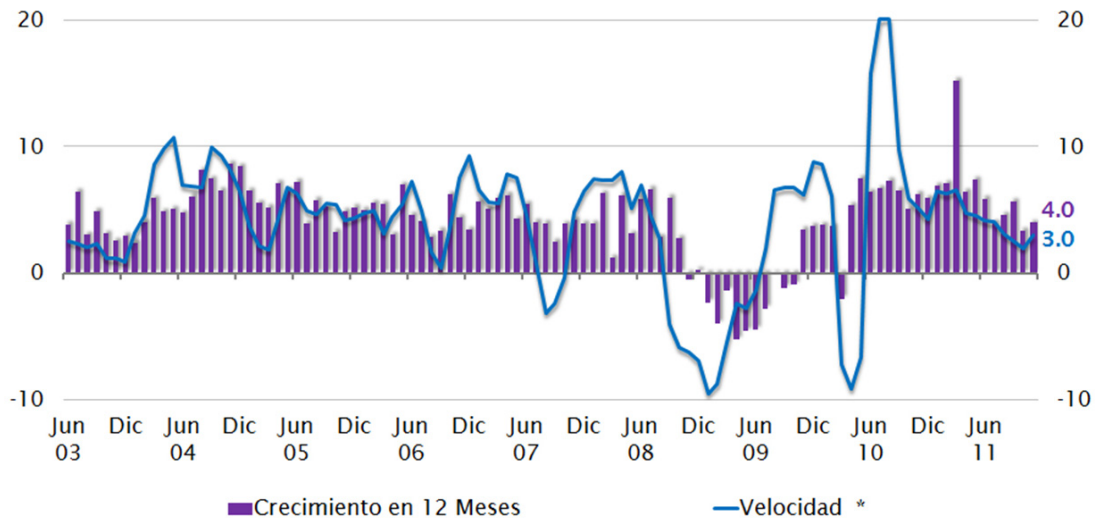
En los primeros dos trimestres del año 2011, Chile creció con fuerza impulsado por términos de intercambio favorables, una política monetaria expansiva y las actividades relacionadas a la reconstrucción. Sin embargo, el crecimiento perdió fuerza en el tercer trimestre, afectado por los efectos contractivos de la política monetaria y por el deterioro del entorno externo. Así, después de

crecer a tasas anualizadas de 5,8 y 5,3% en el primer y segundo trimestre del año, el crecimiento del tercer trimestre se redujo al 2,6% y en el trimestre móvil terminado en noviembre, la economía creció un 3,0% anualizado con respecto al trimestre móvil terminado en agosto (Gráfico 2). Las tasas de crecimiento anuales (con respecto al mismo trimestre del año anterior) también se han estado reduciendo a lo largo del año, desde 9,9% en el primer trimestre, a un 6,6% en el segundo y a un 4,8% en el tercero. Los sectores más dinámicos son el comercio y las comunicaciones, en contraste, la minería se contrae y la industria manufacturera pierde dinamismo.

En cuanto a la demanda interna, su desaceleración ha sido más moderada, incluso su crecimiento anual aumentó del 8,6% que había alcanzado en el segundo trimestre a un 9,4% en el tercero. Destaca en particular el dinamismo de la inversión con una tasa de crecimiento que pasó de un 10,7% anual en el segundo trimestre a un 21,6% en el tercero. Indicadores parciales de demanda (ventas al detalle e importaciones) muestran que aunque la demanda interna se ha estado desacelerando en los últimos meses su desaceleración se mantiene moderada (Gráfico 3). Como resultado de la diferencia de dinamismo entre el crecimiento del gasto y el crecimiento del producto, la balanza comercial se deteriora. Por otra parte, el empleo sigue aumentando pero a tasas más moderadas y los salarios nominales crecen con fuerza lo que evidenciaría que se mantiene la estrechez en el mercado laboral. Con todo, la tasa de desempleo de septiembrenoviembre se redujo hasta el 7,1%.

En lo que se refiere a condiciones crediticias, las condiciones de oferta se han hecho más restrictivas tanto para personas como para empresas, con la excepción de empresas constructoras y empresas inmobiliarias. Por el lado de la demanda de crédito, este mercado sigue dinámico tanto para personas

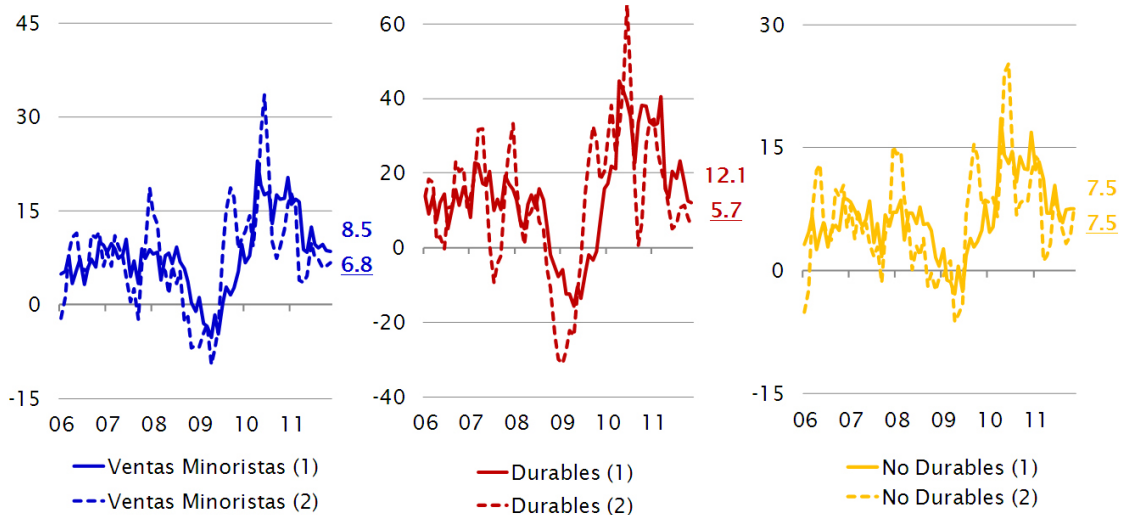
Gráfico 2
Imacec (%)



* Tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.
Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico 3

Ventas Minoristas Reales del Comercio



(1) Tasa de variación porcentual en 12 meses.
(2) Velocidad de crecimiento: tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

y PYMES, pero pierde dinamismo para empresas grandes empresas y para constructoras, especialmente para estas últimas.

En cuanto a las expectativas, la confianza de los consumidores se mantiene en la zona pesimista desde febrero del 2011. Además, el índice de percepción económica para los próximos 12 meses, que había repuntado en noviembre, volvió a terreno pesimista en diciembre, oscilando alrededor del nivel neutral desde mayo del año pasado. En lo que respecta a la confianza del sector empresarial, el índice total se mantiene en terreno positivo al igual que la mayoría de sus componentes. Sin embargo, los índices mensuales mostraron nuevas reducciones en diciembre. Entre los índices sectoriales, destaca la confianza del sector construcción, que si bien se redujo en el último mes, se ha mantenido cercano a los niveles más altos de los últimos 5 años. Por su parte, el índice del sector industrial, volvió al terreno pesimista después de dos años.

En cuanto a precios, la inflación de diciembre volvió a sorprender por lo alta, llevando la inflación anual al 4,4%, subiendo desde 3,3% en septiembre. Si uno desagrega la inflación entre sus componentes transables y no transables, destaca que la inflación de no-transables se mantiene por sobre el 5% y la inflación de transables ha aumentado en forma continua desde fines del año 2009 pasando de una deflación de 6% anual a un 3,8% anual en diciembre de este año. Detrás de esta alza en la inflación de transables se encuentra la depreciación del peso y los aumentos en los precios internacionales de alimentos y de combustibles. Los dos primeros factores debieran perder fuerza hacia adelante. Por su parte, asociado a la sorpresa inflacionaria, las expectativas de inflación de corto plazo se han corregido al alza. Sin embargo, las expectativas de inflación a uno y dos años se mantienen ancladas en torno al 3%.

En lo que respecta al tipo de cambio, éste ha estado muy afectado por el precio del cobre, la crisis europea y sus efectos en la paridad dólar/euro, el apetito por riesgo y los flujos de capitales. El aumento en el precio del cobre y la disminución en la volatilidad de precios financieros han contribuido a una apreciación del peso en el margen durante las últimas tres semanas.

Dado los antecedentes previos y sumado al deterioro de las perspectivas de la economía mundial y al aumento del riesgo de una mayor desaceleración hacia adelante con implicancias en la trayectoria del crecimiento interno y de la inflación, el Banco Central decidió reducir la tasa de política monetaria (TPM) del 5,25% al 5% en la Reunión de Política Monetaria de enero. De hecho, el IPOM de diciembre ya reconocía un deterioro en el entorno externo con un impacto moderado en el crecimiento que llevaría a una expansión del producto de este año dentro del rango del 3,75 al 4,75%, con sesgo a la baja. Además, el IPOM anticipaba también que para llevar la inflación al 3% en el horizonte de política se iban a requerir bajas de la TPM consistentes con las expectativas y los precios de mercado. En esos momentos, éstas apuntaban a una TPM que alcanzaría niveles en torno al 4,0% hacia fines del 2012.

Por su parte, de materializarse los riesgos negativos en Europa, la autoridad fiscal ha declarado que implementará una política fiscal contracíclica para amortiguar sus efectos en el empleo y el crecimiento.

En cuanto a proyecciones, en mi escenario central, el PIB habría crecido en torno al 6,2% este año y para el 2012, el crecimiento se ubicaría por debajo del 4%. Sin embargo, de materializarse los riesgos identificados en el escenario internacional con una intensificación del deterioro del entorno externo, el crecimiento del 2012 sería bastante menor. En mate-

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

	2010	2011	2012				2013		
			BC	LACF	EIU	EEE	LACF	FMI	EEE
PIB	5.2	6.2	(3.75-4.75)	4.1 (3.3; 5.5)	4.6	4.0 (3.5; 4.7)	4.8 (3.9; 6.3)	4.5	5.0 (4.0; 5.5)
Demanda Interna	16.4	9.5	3.7	-	-	-	-	-	-
Con. privado	10.4	8.1*	4.9*	5.0	5.4	-	5.2	-	-
Inversión total	18.8	16.9	5.8	7.8	9.4	-	8.7	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.4	2.6	-	0.1	1.3	-	0.1	1.5	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	-	515.6**	498.6	519*** (490; 536)	522.4**	-	520*** (490; 542)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	2.7	3.1 (2.8; 4.0)	3.4	3.0 (2.7; 3.4)	3.1 (2.8; 3.5)	3.0	3.0 (3.0; 3.2)
Tasa de Desempleo (%)	8.4	7.3	-	-	7.3	-	-	7.2	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.9	-1.5	-3.3	-1.8 (-4.0; 1.1)	-1.2	-	-1.4 (-6.5; 1.6)	-1.7	-

Proyecciones del 2011 corresponden al BC o, al consenso del mercado para el Balance Fiscal y Tasa de Desempleo. *Se refiere al consumo total. **Corresponde a fines de enero del siguiente año. ***Corresponde a fines de diciembre del siguiente año.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts, Enero 2012, media y rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile, Diciembre 2011; EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh, Enero 2011, mediana, deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit, Diciembre 2011; FMI, WEO Septiembre 2011.

ria de precios, la inflación anual a diciembre del 2012 cerraría en la parte baja del rango del 3 al 3,5%. Las proyecciones de las principales variables macroeconómicas se pueden observar en la Tabla 2.

En el corto plazo, los principales riesgos que enfrenta la economía chilena provienen del entorno externo y son los ya analizados en la sección anterior. La mejor defensa que tiene el país frente al deterioro de la situación externa es la credibilidad

del Banco Central, la solvencia fiscal y la fortaleza de nuestro sistema financiero. Los principales canales de transmisión de una recesión internacional serían las expectativas, los volúmenes exportados, el precio del cobre y los mercados financieros. En los flujos comerciales, nos favorece la gran contribución de Asia sobre la composición de nuestras exportaciones. Pero claramente no somos inmunes a lo que ocurra en el resto del mundo.