

El momento económico internacional y nacional

VITTORIO CORBO

- La economía mundial volvió a tener un muy buen desempeño el primer trimestre del 2010, pero el sistema financiero ha vuelto a tensionarse. Sigue existiendo incertidumbre sobre la solvencia fiscal de países europeos, regulación financiera y riesgos del crecimiento en el futuro inmediato.
- El centro de preocupación son cinco países europeos: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España (en inglés, PIIGS). Estos muestran problemas serios de competitividad y una carga de endeudamiento que se volverá insostenible en el medio plazo sin ajustes importantes.
- Como respuesta a las presiones de mercado, y para detener el contagio, la Unión Europea anunció un programa financiero por 110.000 millones de Euros para apoyar a Grecia, lo que le permitirá a este país financiarse por los próximos tres años. La medida no fue suficiente para contener la falta de confianza en Grecia y el resto de los PIIGS, y se comenzó a discutir abiertamente si la unión monetaria europea podría sobrevivir. Esto llevó a un segundo conjunto de medidas: la creación de un fondo de estabilización de la deuda por 440.000 millones de euros, un aporte de 60.000 millones de euros para el fondo de apoyo a la balanza de pagos, y aportes adicionales por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Las medidas anteriores no resuelven los problemas de fondo, pero dan espacio para que los países afectados hagan los ajustes necesarios. Las primeras señales en este sentido han sido positivas: la mayor parte de los PIIGS están tomando medidas importantes para reducir el gasto fiscal. Por el otro lado, siguen habiendo dudas sobre la capacidad política de los países afectados para hacer fuertes ajustes de salarios y reformas laborales. También hay preocupación que el Banco Central Europeo (BCE) esté perdiendo autonomía, dada su actividad en el mercado secundario de bonos soberanos. Finalmente, hay preocupación sobre el efecto que puedan tener los ajustes fiscales de los PIIGS en su crecimiento, aquel de la Zona Euro, y el crecimiento mundial.
- En el resto del mundo, si bien las proyecciones de crecimiento mundial —especialmente para el 2010— han mejorado significativamente durante el último tiempo, los efectos de las secuelas de la crisis financiera y la crisis europea actual limitarán el crecimiento futuro. El escenario más probable es uno de crecimiento moderado en los próximos dos años, muy por debajo del ritmo de crecimiento que seguía a recesiones anteriores.
- Hay una serie de riesgos, mayoritariamente a la baja, para este escenario.
- En el caso de Chile, el terremoto y maremoto han afectado al PIB con más fuerza de lo esperado por analistas económicos, y el propio Banco Central. El crecimiento del primer trimestre fue muy débil, especialmente en contraste con la recuperación económica que se venía dando desde Mayo del 2009. Por el otro lado —y también contrario a lo esperado— la demanda interna ha seguido creciendo con fuerza, especialmente por el lado de la inversión.
- Los efectos negativos en el PIB del terremoto y maremoto se debieran concentrar en estos meses, mientras se normaliza la producción y se hacen las reparaciones más urgentes. El crecimiento debiera acelerarse durante el segundo semestre y más aún durante el 2011, impulsado por el esfuerzo de reconstrucción. Es probable que el crecimiento de Chile para este año esté en torno al 4,5%, y que el para el 2011 supere 6%.

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

Aunque la economía global volvió a tener un muy buen primer trimestre, confirmando un cuadro de una recuperación más robusta y temprana de lo anticipado, los mercados financieros han vuelto a tensionarse. Esto se debe a preocupaciones por la solvencia fiscal de países europeos, restricciones a operaciones financieras en Europa, la regulación financiera en EE.UU., el ajuste de China y los riesgos del crecimiento mundial. Como resultado, los mercados financieros han experimentado un aumento de la volatilidad, ventas masivas de acciones y otros activos riesgosos, escasez de liquidez, una brusca depreciación del euro y disrupciones en el funcionamiento del sistema financiero.

El nerviosismo ha estado enfocado en la solvencia de los países PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España). Grecia está cerca de la insolvencia, y el resto debe hacer ajustes importantes para fortalecer su situación fiscal y corregir importantes debilidades: dinámicas de deuda peligrosas y debilidades estructurales (pérdida de competitividad y rigideces salariales) que dificultan el ajuste y restringen su crecimiento (Gráficos 1 y 2).

1. La Crisis Europea

Desde hace un tiempo los mercados financieros venían mostrando su preocupación por la solvencia de Grecia. Esto se manifestó en un aumento importante en los spreads de su deuda soberana con respecto a la deuda alemana, lo que ocurrió también en menor medida en el resto de los PIIGS.

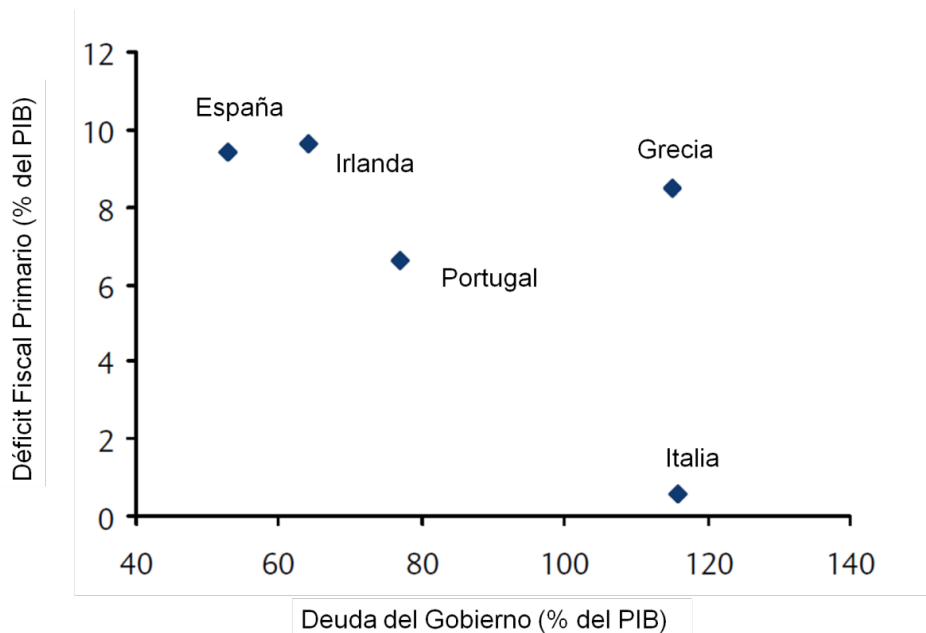
Como respuesta a las presiones de mercado y para contener el contagio, la Unión Europea y el FMI terminaron por armar un programa financiero de 110.000 millones de Euros en apoyo a un programa de ajuste de Grecia. Este monto de recursos le permitirá a Grecia financiar los pagos de intereses y las amortizaciones de su deuda pública por los próximos tres años. Sin embargo, dada sus pobres perspectivas de crecimiento y el tiempo que tomará reducir su abultado déficit público, su solvencia sigue siendo precaria. No es posible resolver un problema de endeudamiento excesivo y falta de ingresos con más deuda.

A pesar de este importante programa de apoyo a Grecia, la crisis comenzó a golpear con más fuerza al resto de los PIIGS, especialmente a Irlanda y Portugal (y España, en menor medida), poniendo en riesgo la propia sobrevivencia de la unión monetaria. Esto llevó a un segundo esfuerzo por intentar contener el contagio, de una magnitud sin precedentes en la historia de la Unión Monetaria Europea: los países miembros decidieron apoyar a los países con problemas en sus mercados de deuda. Para este propósito crearon un Fondo de Estabilización de la Deuda por 440.000 millones de Euros, y aumentaron en 60.000 millones de Euros el fondo de apoyo de balanza de pagos de la Unión Europea. Ambos programas contemplan aportes adicionales del FMI por la mitad de lo aportado por la Unión Monetaria y la Unión Europea, esto es, 220.000 millones de Euros para el Fondo de Estabilización de la Deuda de la Unión Monetaria Europea y 30.000 millones de Euros para el fondo de apoyo de balanza de pagos de la Unión Europea. La contribución de la Unión Monetaria al Fondo de Estabilización de la Deuda se va a hacer a través de la creación de un vehículo especial para levantar recursos en los mercados de capitales con el aval de los países miembros de la Unión Monetaria. El fondo de apoyo de balanza de pagos se va a financiar a través de deuda que va a contratar la Unión Europea con el aval de su presupuesto. Para usar estos fondos es necesario acordar primero con el FMI un programa de ajuste para fortalecer la solvencia fiscal y recuperar la competitividad. En paralelo, y en otra acción sin precedente y descartada en muchas ocasiones, el Banco Central Europeo decidió comprar bonos de sus países miembros en el mercado secundario.

Este cuantioso paquete no resuelve los problemas de fondo, especialmente de Grecia, pero sí da espacio para que los países afectados hagan el ajuste. Fue así como después del anuncio del paquete se han formulado y aprobado importantes programas de ajuste fiscal en Portugal y España, que al igual que en Irlanda contemplan recortes en los salarios del sector público—lo que debiera llevar también a recortes en los salarios privados. Para países que no tienen la opción de depreciar su moneda, la rebaja de salarios permite mejorar la

Gráfico 1

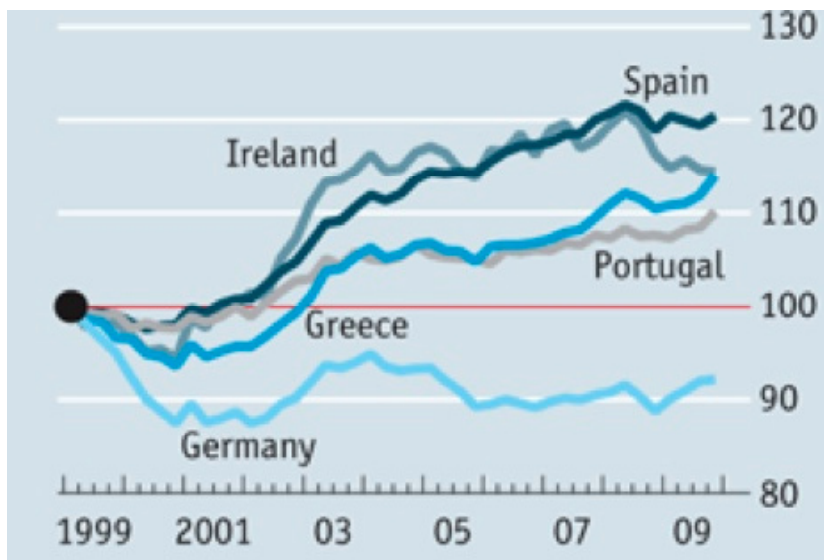
Posición Fiscal Primaria Inicial de los PIIGS en 2009



Fuente: Eurostat, Government Finance Statistic.

Gráfico 2

Tipo de Cambio Real Efectivo en base a Deflatores del PIB, 1999=100
(mes de la proyección, %)



Fuente: Banco Central Europeo.

solvencia y la competitividad pero no son sustitutos de una profunda reforma laboral.

A pesar de estas medidas, que eran impensadas por analistas y mercados financieros hace sólo tres semanas, la depreciación del Euro se acentuó y las ventas de acciones y activos riesgosos se agudizaron. El aumento en la aversión al riesgo que está provocando la crisis europea puede, así, poner en riesgo a la recuperación mundial.

Más allá de una posible sobre-reacción que se termine corrigiendo por sí sola, los mercados financieros parecieran estar preocupados de factores cuya clarificación no va a ser rápida. Primero, con respecto al programa de rescate, hay dudas de si los países miembros serán capaces de lograr apoyo en sus legislaturas para otorgar los avales al cuantioso programa de rescate de los PIIGS.

Segundo, hay dudas de si los países PIIGS más presionados por los mercados —Grecia, Irlanda y Portugal— y, en menor medida, España e Italia, van a poder llevar a cabo los ajustes necesarios para reducir sus déficits fiscales y aumentar su competitividad. Las dudas no tienen que ver con la complejidad técnica de programas de ajuste, sino con la capacidad política de los gobiernos para implementar y mantener programas con altos costos de corto plazo, y un beneficio que sólo se notará a mediano plazo. Si la voluntad pública lleva a abandonar los programas de ajuste, los países más endeudados pueden terminar reprogramando su deuda. El sector bancario europeo, que todavía no se repone de la crisis financiera del 2008-2009, mantiene una cantidad importante de esta deuda en cartera lo cual también preocupa a los mercados.

Tercero, los mercados parecieran estar preocupados de la pérdida de autonomía del BCE por la compra de bonos de países miembros de la Unión Europea en los mercados secundarios.

Cuarto, los mercados también parecieran estar preocupados de los efectos de los ajustes fiscales de los PIIGS en su crecimiento en los próximos años, en la dinámica de su deuda, en sus efectos

en el crecimiento de la zona euro y en la economía mundial.

Las dudas sobre el primer punto se pueden ir disipando con medidas concretas. Esto es lo que hizo, en parte, Alemania el 21 de Mayo pasado cuando aprobó oficialmente su contribución al Fondo de Estabilización de la Deuda, con un aval de 148.000 millones de Euros. La Unión Europea y el FMI tienen que avanzar también en explicitar cómo operará el programa.

Las dudas con respecto al segundo punto las van a despejar o reafirmar el paso del tiempo y el apoyo que logren y mantengan los programas de ajuste.

Con respecto al tercer punto, los efectos de los programas de ajuste en el crecimiento de corto plazo y en la dinámica de sus deudas no son nada de auspiciosos, y mantendrán la incertidumbre y la presión sobre el Euro. En cuanto a sus efectos directos en el crecimiento mundial, estos debieran ser acotados dado que Irlanda, Grecia, Portugal y España suman sólo un 4% del PIB mundial. Lo que si es más difícil dimensionar son los efectos del aumento de la incertidumbre que ha generado esta crisis en el crecimiento de Europa y de la economía mundial. No ha ayudado mucho a reducir la incertidumbre las posturas sobre la regulación financiera que han tomado importantes líderes europeos sin mucha coordinación entre ellos y menos con otros países y muchas veces por presiones políticas internas, lo que es parte de lo que Jean-Claude Trichet, el Presidente del Banco Central Europeo, ha llamado Nacionalismo Financiero.

Con todo, lo más probable es que el recrudescimiento de la crisis le reste dinamismo a un crecimiento mundial que nos estaba sorprendiendo por su fuerza, sin descartarse que incluso puede llevar a Europa a experimentar una nueva caída de producto. Alemania y, en menor medida Francia, tendrán la compensación de los efectos expansivos de la depreciación del Euro y de las menores tasas de interés de sus bonos públicos.

Tabla 1
Tasas de Crecimiento Mundial
(variación anual, %)

	2008	2009				2010
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*
Estados Unidos	-5.4	-6.4	-0.7	2.2	5.6	3.2
Zona Euro	-7.4	-9.5	-0.4	1.6	0.2	0.8
Alemania	-9.4	-13.3	-0.4	2.9	0.7	0.6
Japón	-9.6	-15.9	7.4	0.5	4.2	4.9
Asia (ex - Japón)	-5.2	2.5	12.9	10.9	7.1	11.1
China	1.9	8.4	14.8	11.0	10.8	13.1
India	2.3	8.2	9.8	15.0	-2.0	10.4
Corea	-18.8	0.5	11.0	13.4	0.7	7.5
América Latina	-8.9	-10.0	0.9	6.6	7.1	2.9
Brasil	-13.0	-3.8	5.7	7.0	8.4	8.7
Chile	-9.2	-1.6	-0.9	5.2	6.2	-5.9
México	-9.3	-23.4	-1.1	10.4	7.9	-1.4
Mundo (PPM)	-6.4	-7.5	1.4	2.8	3.9	3.6

* Proyecciones de JP Morgan, excepto para Estados Unidos, Zona Euro, Alemania, China, Japón, Corea, Chile y México.

Fuente: Eurostat y Oficinas de Estadísticas Nacionales.

2. La Economía Mundial y sus Perspectivas

La crisis europea encuentra a la economía mundial recuperándose con más fuerza y mucho antes de lo esperado. La recuperación ha sido sorprendentemente fuerte aunque históricamente débil (Tabla 1). La recuperación ha estado liderada por Asia Emergente y EE.UU., y ha estado impulsada por las exitosas políticas monetarias y crediticias introducidas por los bancos centrales y las autoridades políticas para estabilizar al sistema financiero. Fue la reducción de la incertidumbre sobre la capacidad de restaurar el funcionamiento del sistema financiero lo que contribuyó a una mejora abrupta de las expectativas, la detención de la caída de actividad y después la recuperación.

Como resultado, las proyecciones de crecimiento mundial, especialmente para el año 2010, se han ido revisando sistemáticamente al alza a medida que avanza el tiempo. (Gráfico 3 y Tabla 2).

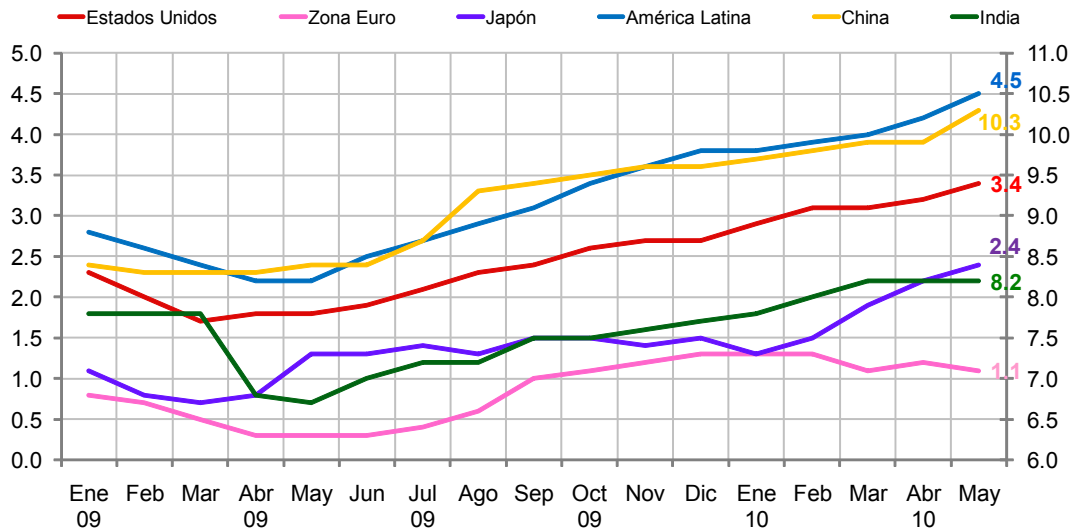
Sin embargo, antes del recrudecimiento de la crisis europea las perspectivas ya anticipaban

un crecimiento moderado de la economía mundial como consecuencia de las secuelas de la crisis: alto desempleo, importantes pérdidas patrimoniales de las familias, bancos presionados por reducir su balance, y una situación fiscal débil en el mundo desarrollado. La crisis europea no ha hecho más que exacerbar estos problemas, lo cual refuerza el escenario de un crecimiento moderado en los próximos dos años, muy por debajo del ritmo de crecimiento que seguía a recesiones anteriores. Esto no debiera sorprender dada la evidencia histórica de recuperaciones de crisis financieras y de deuda.

Este escenario central enfrenta riesgos, los que son mayoritariamente a la baja y están relacionados a: (1) efectos más pronunciados de la crisis europea en el crecimiento de Europa y del mundo; (2) los efectos en el crecimiento de la renovada urgencia por fortalecer la solvencia fiscal; y (3) la reducida capacidad de respuesta frente a shocks inesperados dado que las tasas de política monetaria están en mínimos históricos y el pronunciado deterioro fiscal de los países industriales.

Gráfico 3

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



Fuente: Consensus Forecasts.

Tabla 2

Proyecciones del crecimiento mundial
(variación anual, %)

	2009	2010		2011	
		FMI	CF	FMI	CF
Estados Unidos	-2.4	3.1 (2.7; 1.5)	3.4 ↑	2.6 (2.4; 2.8)	3.1 ↑
Zona Euro	-4.1	1.0 (1.0; 0.3)	1.1 ↓	1.5 (1.6; 1.3)	1.5 =
Japón	-5.2	1.9 (1.7; 1.7)	2.4 ↑	2.0 (2.2; 2.4)	1.7 ↑
Asia (ex-Japón)	5.7	8.4 (7.9; 7.0)	8.5 ↑	8.3 (8.0; 7.8)	7.8 ↑
China	8.7	10.0 (10.0; 9.0)	10.3 ↑	9.9 (9.7; 9.7)	9.2 ↑
India	5.7	8.8 (7.7; 6.4)	8.2 =	8.4 (7.8; 7.3)	8.3 ↓
América Latina	-1.8	4.0 (3.7; 2.9)	4.5 ↑	4.0 (3.8; 3.7)	3.9 ↑
Brasil	-0.2	5.5 (4.7; 3.5)	6.3 ↑	4.1 (3.7; 3.5)	4.5 =
México	-6.5	4.2 (4.0; 3.3)	4.3 ↑	4.5 (4.7; 4.9)	3.7 ↑
Mundo (PPP)	-0.6	4.2 (3.9; 3.1)	4.3 =	4.3 (4.3; 4.2)	4.1 ↓
Mundo (TCM)	-2.0	3.2 (3.0; 2.3)	3.4 ↑	3.4 (3.4; 3.4)	3.4 ↑

Fuentes: Consensus Forecasts, Mayo 2010; Asia Pacific Consensus Forecasts, Mayo 2010; Latin America Consensus Forecasts, Mayo 2010; FMI: WEO, Abril 2010 y en paréntesis WEO, Enero 2010 y Octubre 2009, respectivamente.

En este escenario de un crecimiento moderado y con riesgo a la baja, y donde las inflaciones observadas y proyectadas se mantienen bajas en los países industriales, la FED, el BCE y los mercados financieros anticipan que las tasas de política se mantendrán bajas por un período más prolongado de tiempo de lo que se esperaba en marzo pasado. Al mismo tiempo, en países emergentes donde las brechas de capacidad ya están prácticamente agotadas y las expectativas de inflación han estado aumentando, los bancos centrales ya han estado subiendo tasas o se preparan para hacerlo. Como era de esperar, la crisis europea ha llevado a algunos bancos centrales que estaban en esta situación a esperar su desarrollo antes de continuar o iniciar la normalización de su política monetaria.

3. Perspectivas de la Economía Chilena

La economía chilena inició una importante recuperación a partir de mayo del año pasado, la que tomó renovada fuerza hacia fines del año. Esta recuperación estuvo impulsada por los efectos de las políticas macroeconómicas muy expansivas, la mejora en el entorno externo—que resultó en mejores términos de intercambio, mejores mercados para nuestras exportaciones y condiciones financieras más favorables—y la mejora en las expectativas con la elección de un gobierno con una agenda orientada a acelerar el crecimiento. El terremoto y maremoto de fines de febrero pasado cambió este escenario tanto por las pérdidas de corto plazo como por crear dificultades adicionales a la instalación de una nueva coalición de gobierno que vino a reemplazar una que había estado 20 años en el poder.

De hecho, el terremoto y maremoto incluso están afectando al PIB con más fuerza de lo anticipado por los analistas y por el propio Banco Central en su último informe de política monetaria de comienzos de abril. Así, el primer trimestre del 2010 el PIB creció sólo un 1,0% anual. El PIB desestacionalizado y ajustado por días hábiles cayó un 5,9% anualizado comparado con el trimestre inmediatamente anterior, y el IMACEC de Marzo cayó 2,9% en doce meses.

En contraste, y también contrario a lo esperado, la demanda interna ha seguido creciendo con fuerza. La demanda interna creció 11,1% anual en el primer trimestre de este año, después de crecer sólo un 1,4% en último trimestre del año pasado. En el crecimiento de la demanda interna destaca el alto dinamismo de la inversión, que creció un 9,3% anual, impulsado por la inversión en maquinarias y equipos. El consumo privado no se quedó muy atrás, creciendo un 7,5%.

En cuanto al crecimiento anual por sectores productivos, el comercio tuvo la mayor incidencia positiva, en tanto que el sector industrial registró el mayor impacto negativo.

Los efectos negativos en el PIB del terremoto y maremoto se debieran concentrar en estos meses mientras se normaliza la producción y se hacen las reparaciones más urgentes. En el segundo semestre de este año el crecimiento debiera acelerarse, ayudado por el gasto en reconstrucción tanto privado como público, los que se debieran hacer sentir con más fuerza el próximo año.

El gobierno estima que el terremoto habría causado una pérdida en la infraestructura del país a valor de reposición del orden de los US\$ 21.000 millones (mitad pública y mitad privada). A partir de estas cifras, el Banco Central estima que el stock de capital neto habría caído un 3% (US\$ 13.200 millones de un stock de capital neto de depreciación de US\$ 435.000 millones) y el PIB potencial en alrededor de un 1,3%.

La caída en el PIB potencial es un efecto permanente que se puede revertir en el tiempo con más inversión y con una mayor productividad total de factores, esto es, con más eficiencia en el uso del trabajo, el capital humano y el capital físico.

Para reconstruir la infraestructura destruida por el terremoto y maremoto el gobierno ha propuesto un programa de reconstrucción de US\$ 9.731 millones, del cual US\$ 1.300 se financiarán con los seguros y US\$ 8.431 con costo fiscal. De este total, este año se invertirán US\$ 677 millones en infraestructura pública.

En cuanto al impacto fiscal, al programa de reconstrucción hay que agregarle gastos del progra-

Tabla 3
Chile: Variables Macroeconómicas
(variación porcentual anual, %)

	2009	2010				2011		
		BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	-1.5	(4.25-5.25)	4.5 (3.8; 5.5)	5.0	4.5 (4.0; 4.9)	5.5 (4.3; 6.5)	4.7	5.6 (5.0; 6.2)
Demanda Interna	-5.9	12.4	-	-	-	-	-	-
Con. privado	0.9	5.7*	4.5	7.4	-	5.5	7.5	-
Inversión total	-15.3	14.8	13.7	26.6	-	11.9	20.6	-
Bce. Sector Púb.	-4.5	-	-2.4	-2.3	-	-0.9	-1.8	-
Tipo Cambio (fin período)	506.4	-	529.0***	528.5	529** (500; 540)	542.5***	552.4	535** (506; 550)
Inflación (dic-dic)	-1.4	3.7	3.5 (2.8; 4.0)	3.8	3.5 (3.3; 3.8)	3.2 (3.0; 4.5)	2.9	3.0 (3.0; 3.4)

Se refiere al consumo total. **Corresponde a fines de Abril del año siguiente.

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

Fuente: LACF: Latin American Consensus Forecasts (Mayo, 2010) rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Marzo, 2010); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (Mayo, 2010), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Mayo, 2010).

ma de gobierno para el período 2010-2013, lo que el ejecutivo estima que alcanzarían los US\$ 9.255 millones. Dada la fortaleza de las finanzas públicas, Chile no tiene problemas de financiamiento para un programa de gasto de esta magnitud, pero sigue siendo un problema macro importante.

Con el programa de gasto público anterior y el dinamismo del gasto privado que recibirá un impulso adicional con la reconstrucción de infraestructura privada, las brechas de capacidad se van a estrechar antes de lo proyectado con anterioridad al terremoto y maremoto. Si todo el trabajo de mantener al producto en torno a la capacidad productiva del país, para así evitar un salto en la inflación, lo termina haciendo la política monetaria, la tasa de política monetaria tendría que subir significativamente con

efectos pronunciados en las tasas de interés de mercado y en el tipo de cambio real. Como consecuencia, el peso del ajuste lo terminaría haciendo el gasto privado y los costos caerían con más fuerza en los sectores que compiten con importaciones y exportaciones. Son estos efectos macro lo que han llevado al gobierno a incluir en su programa de financiamiento un alza de impuestos.

Con todo, lo más probable es que el crecimiento de este año se reduzca con respecto a lo que se estimaba antes del terremoto, ubicándose en torno al 4,5% y el del próximo año supere al 6%. En contraste, la inflación anual a diciembre alcanzaría un punto porcentual más de lo que se estimaba antes del terremoto (en torno al 3,5%) (Tabla 3).