

El Momento Económico

VITTORIO CORBO

- La economía mundial terminó contrayéndose nuevamente en torno al 8% anualizado en el primer trimestre de este año. Las caídas del PIB en los principales países industriales continúan a tasas anualizadas sobre el 5%, con caídas del 6,1% en EE.UU., del 9,4% en la Zona Euro (con una caída del 14,4% en Alemania y del 9,4% en Italia) y de un estimado 16,1% en Japón.
- El impacto de la crisis internacional en los países emergentes continúa siendo pronunciado, especialmente en países con importantes volúmenes de exportaciones de manufacturas al mundo desarrollado, así como en países que basaron su crecimiento de años recientes en el uso de un abultado financiamiento externo y en aquellos países donde su sistema financiero tomó importantes riesgos crediticios relacionados a cambios en las paridades de monedas. Así, en el primer trimestre de este año, Europa Emergente habría caído en torno al 15% anualizado (con los países Bálticos cayendo también en torno a esta cifra). En América Latina, México habría caído en torno al 20% y Argentina en torno al 10%. En Asia Emergente, la caída continúa con caídas anualizadas del PIB del 19,7% en Singapur y del 16,1% en Hong Kong. La excepción a este cuadro es China, que después de haber crecido a una tasa anualizada en torno al 2% en el cuarto trimestre del 2008, su tasa de crecimiento se incrementó a una tasa en torno al 6% en el primer trimestre de este año.
- Aun con este panorama, el escenario base apunta a que la economía mundial debiera comenzar a recuperarse avanzado este año o a comienzos del próximo. Así, en las últimas semanas gana más adeptos la visión de que la economía de EE.UU. comenzaría a crecer en el último trimestre de este año o en el primer trimestre del próximo. Este escenario base se apoya en indicadores que apuntan a que la velocidad de caída de la economía de EE.UU. y de Asia se estaría reduciendo y a la hipótesis que con mercados financieros que comienzan a destrabarse, la efectividad de las políticas macroeconómicas expansivas introducidas en el último año debiera aumentar. A ello se suma que los resultados de los tests de esfuerzo de los bancos estadounidenses fueron más benignos de lo inicialmente anticipados.
- Una vez que la crisis vaya quedando atrás, lo más probable es que la recuperación sea relativamente lenta, por una serie de factores: (1) la reducción del apalancamiento del sistema financiero va a resultar en crédito más escaso y más caro. Esto último va a terminar afectando especialmente a los países emergentes con una mayor dependencia del financiamiento externo; (2) los países industriales que han experimentado importantes alzas en sus déficit fiscales van a tener que reducirlos para asegurar la solvencia de sus sectores públicos, motivando políticas fiscales más restrictivas; (3) el dinamismo del consumo privado va a estar restringido por la necesidad de las familias de reponer la importante pérdida de riqueza del último año y medio, y por el menor acceso a financiamiento.
- Al igual que el resto de los países emergentes, el crecimiento de Chile se ha deteriorado en los últimos trimestres: el PIB chileno cayó a una tasa anualizada del 3,6 y 7,9 por ciento el tercer y cuarto trimestre de 2008, respectivamente. El primer trimestre de este año la tasa de caída del PIB, ajustado por estacionalidad y días trabajados, se redujo a un 2,5%. La actividad económica debiera comenzar a recuperarse en los próximos trimestres, ayudada por una economía mundial que reduce su tasa de caída y por las políticas monetarias y fiscales expansivas. Considerando la evolución más probable de la economía mundial y de otros determinantes del crecimiento, lo más probable es que la expansión productiva de este año este más cerca del límite inferior del rango de -0,8 a 0,25 que se está proyectando para la economía chilena.

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

Introducción

La economía mundial sigue sufriendo los efectos de la crisis financiera de los países industriales, que la terminó sumiendo en la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial. Pero gracias a las acciones decididas de los bancos centrales, especialmente de la Reserva Federal, y en menor medida de los gobiernos, en el último tiempo los mercados financieros han estado mejorando, especialmente los monetarios.

EE.UU. ha seguido adelante con sus programas de estabilización financiera, entregando los resultados de los tests de esfuerzo de los 19 principales grupos financieros (aquellos con activos superiores a los 100.000 millones de dólares) y preparando la puesta en marcha de su programa de compra de activos tóxicos de los bancos.

Los resultados de los tests de esfuerzo, más benignos de lo inicialmente anticipado, junto con noticias económicas que arrojan señales de que la velocidad de caída de las economías de EE.UU. y de Asia se estaría reduciendo, han aumentado la probabilidad de que la economía mundial inicie su recuperación hacia fines de este año o a comienzos del próximo. Sin embargo, persisten importantes riesgos.

La Economía Mundial: Evolución reciente

La crisis financiera ha terminado teniendo efectos sobre la economía mucho más pronunciados que lo anticipado hace un par de meses. Más aún, comparando la evolución de la producción industrial, los volúmenes de comercio y el precio de las acciones, la velocidad de caída de estas variables en los primeros 10 meses de esta crisis es mayor que la experimentada en el mismo período durante la Gran Depresión. Sin embargo, la principal diferencia entre ambos episodios ha sido la respuesta de las políticas monetaria, fiscal y las intervenciones en los mercados de crédito. En cuanto a política monetaria, las autoridades de EE.UU., el Reino Unido

y Japón han respondido llevando la tasa de política a niveles cercanos a cero. Además, los bancos centrales de EE.UU., Japón, el Reino Unido, y ahora el Europeo, han introducido programas de relajamiento cuantitativo, apoyando mercados específicos de crédito y comprando bonos públicos. En el lado fiscal, se han implementado programas de aumento de gasto público y de baja de impuestos, que unidos a la operación de los estabilizadores automáticos, están llevando el déficit fiscal de los países industriales a niveles cercanos al 10% del PIB.

Los gobiernos de los países industriales han introducido distintos programas para contribuir a estabilizar al sistema financiero que van desde el apoyo a programas de compra de carteras ilíquidas o tóxicas a la capitalización de bancos grandes con efecto sistémico. En el caso particular de EE.UU., la Reserva Federal realizó pruebas de esfuerzo de los 19 grupos financieros más importantes para determinar sus necesidades de capital en escenarios macroeconómicos más extremos, como una forma de transparentar la información sobre la solvencia del sistema financiero y asegurar que estos grupos tengan suficiente capital para operar en forma efectiva.

Los bancos sin suficiente capital tienen que presentar en 30 días un plan de capitalización, que puede incluir la inversión de recursos públicos a través de acciones preferentes, las que al cabo de 6 meses se transformarían en acciones comunes si los bancos afectados no son capaces de levantar capital directamente. El escenario económico adverso de los tests consideró una tasa de desempleo privado promedio del 8,9% este año y del 10,3% el próximo, una caída del producto del 3,3% este año y un crecimiento del 0,5% el próximo, y una caída adicional del precio de las viviendas, medido por el índice Case-Shiller de 10 ciudades, de un 22% este año y de 7% el próximo (medido como la variación entre el cuarto trimestre de un año con respecto al cuarto trimestre del año anterior).

En este escenario adverso, después de descontar las utilidades proyectadas para los años 2009 y 2010, se estimó que los 19 grupos financieros

analizados, que representan en torno al 70% del sistema bancario de EE.UU., requerirían un capital adicional de 75.000 millones de dólares. Este nivel de capitalización es bastante menor que el que arrojaban otras estimaciones que estaban circulando. En particular, el FMI estimaba necesidades de capital entre 275.000 y 500.000 millones de dólares. La principal diferencia metodológica radica en los supuestos en cuanto al nivel de capitalización que deben alcanzar los bancos. Mientras las pruebas de tensión suponen que los bancos deben tener un capital primario o de Tier 1 del 6% de sus activos ajustados por riesgo, los ejercicios del FMI usan dos escenarios para estimar los requerimientos de capital de la banca, uno con una razón de endeudamiento de 25 veces el capital y un segundo, más estricto, con una razón de endeudamiento de sólo 17 veces su capital.

En paralelo, el Tesoro está completando los detalles finales para que comience a operar el programa de incentivos para la compra de activos tóxicos en poder de la banca.

Con todo, la economía mundial terminó contrayéndose nuevamente en torno al 8% anualizado en el primer trimestre de este año. Las caídas del PIB en los principales países industriales continúan a tasas anualizadas sobre el 5%, con caídas del 6,1% en EE.UU., del 9,4% en la Zona Euro (con una caída del 14,4% en Alemania y del 9,4% en Italia) y de un estímulo de 16,1% en Japón.

El impacto de la crisis internacional en los países emergentes continúa siendo pronunciado, especialmente en países con importantes volúmenes de exportaciones de manufacturas al mundo desarrollado, así como en países que basaron su crecimiento de años recientes en el uso de un abultado financiamiento externo y en aquellos países donde su sistema financiero tomó importantes riesgos crediticios relacionados a cambios en las paridades de monedas. Así, en el primer trimestre de este año, Europa Emergente habría caído en torno al 15% anualizado (con los países Bálticos cayendo también en torno a esta cifra). En América Latina, México habría caído en torno al 20% y Argentina

en torno al 10%. En Asia Emergente, la caída continúa con caídas anualizadas del PIB del 19,7% en Singapur y del 16,1% en Hong Kong. La excepción a este cuadro es China, que después de haber crecido a una tasa anualizada en torno al 2% en el cuarto trimestre del 2008, su tasa de crecimiento se incrementó a una tasa en torno al 6% en el primer trimestre de este año. El repunte del crecimiento de China ha sido impulsado por políticas fiscales y monetarias expansivas que han dado lugar a una fuerte alza en la inversión pública y en la inversión en viviendas, y que fue facilitada por la solidez de sus cuentas fiscales y externas.

Perspectivas de Crecimiento Mundial

En las últimas semanas comenzaron a aparecer algunas señales de que, como resultado de las políticas monetarias y fiscales expansivas y de las políticas de apoyo a los mercados financieros, la velocidad de contracción de la economía mundial se estaría reduciendo. En particular, en EE.UU. el consumo privado y los inventarios se estarían estabilizando, al mismo tiempo que el ajuste del sector vivienda estaría más próximo a completarse. En paralelo, en Asia la caída de la producción industrial estaría tocando fondo y las exportaciones dejaron de caer o aumentaron en el margen. Pese a estas señales, este año va a terminar siendo el peor en más de 60 años. El alza proyectada en el desempleo, la importante pérdida de riqueza, y las condiciones financieras todavía difíciles van a continuar impactando negativamente el crecimiento. Además, en Europa la situación sigue siendo compleja y sus perspectivas siguen siendo pobres. En particular, en aquellos países que combinan reventones de burbujas en el sector inmobiliario con problemas en sus sectores financieros.

Con todo, el escenario base apunta a que la economía mundial debiera comenzar a recuperarse avanzado este año o a comienzos del próximo. De hecho, en las últimas semanas gana más adeptos la visión de que la economía de EE.UU. comenzaría

Tabla 1
Proyecciones del Crecimiento Mundial
(variación anual, %)

	2007	2008*	2009		2010	
			FMI	CF	FMI	CF
EE.UU.	2.0	1.1	-2.8 (-1.6)	-2.9	0.0 (1.6)	1.8
Zona Euro	2.6	0.7	-4.2 (-2.0)	-3.7	-0.4 (0.2)	0.3
Japón	2.4	-0.7	-6.2 (-2.6)	-6.1	0.5 (0.6)	0.8
Asia Emergente	10.0	6.8	4.8 (5.5)	4.8	6.1 (6.9)	6.8
China	13.0	9.0	6.5 (6.7)	7.5	7.5 (8.0)	8.4
India	9.3	6.4	4.5 (5.1)	5.1	5.6 (6.5)	6.7
América Latina	5.6	4.1	-1.5 (1.1)	-1.4	1.6 (3.0)	2.2
Mundo (PPC)	5.1	3.3	-1.3 (0.5)	-0.4	1.9 (3.0)	3.0
Mundo (TCM)	3.8	2.0	-2.5 (-0.6)	-2.3	1.0 (2.1)	1.9

* Estimado

Fuente: Consensus Forecasts, Mayo 2009, Asia Pacific Consensus Forecasts, Mayo 2009, Latin America Consensus Forecasts, Abril 2009. FMI: WEO Abril 2009 y en paréntesis WEO Update Enero 28, 2009.

a crecer en el último trimestre de este año o en el primer trimestre del próximo. Este escenario base se apoya en indicadores que apuntan a que la velocidad de caída de la economía de EE.UU. se estaría reduciendo y a la hipótesis que con mercados financieros que comienzan a destrabarse, la efectividad de las políticas macroeconómicas expansivas introducidas en el último año debiera aumentar. Las proyecciones recientes del FMI y del Consensus Forecasts se presentan en la Tabla 1.

Como se puede apreciar de esta tabla, las proyecciones de crecimiento del FMI se redujeron en forma importante entre fines de enero y la tercera semana de abril, especialmente para los países industriales. Las proyecciones del Consensus Forecasts incluyen información hasta los primeros diez días de abril. Los riesgos de estas proyecciones, que estaban sesgados a la baja cuando se presentaron, se han ido balanceando en las últimas semanas y están asociados a: (1) el tiempo que tome la cuasi-normalización de los mercados financieros, lo que depende principalmente de los resultados de los programas de capitalización y de venta de acti-

vos tóxicos tanto en EE.UU. como en Europa; (2) la magnitud final que termine tomando la corrección en el precio de las viviendas; (3) la efectividad de las políticas de estímulo monetario y fiscal; (4) el uso de eventuales políticas de proteccionismo comercial y financiero. Como no tenemos muchas observaciones históricas de shocks de la magnitud del que hemos observado en el último año, la incertidumbre sobre el curso futuro de las principales economías es especialmente alto.

Una vez que la crisis vaya quedando atrás, lo más probable es que la recuperación sea relativamente lenta, por una serie de factores: (1) la reducción del apalancamiento del sistema financiero va a resultar en crédito más escaso y más caro. Esto último va a terminar afectando especialmente a los países emergentes con una mayor dependencia del financiamiento externo; (2) los países industriales que han experimentado importantes alzas en sus déficit fiscales van a tener que reducir esos déficits para asegurar la solvencia de sus sectores públicos, lo que obligará a tener políticas fiscales más restrictivas; (3) el dinamismo del consumo privado

va a estar restringido por la necesidad de las familias de reponer la importante pérdida de riqueza del último año y medio, y por el menor acceso a financiamiento.

Perspectivas de la economía chilena

Al igual que el resto de los países emergentes, el crecimiento de Chile se ha deteriorado en los últimos trimestres. Este ha sido el resultado del efecto combinado de una pronunciada caída en los términos de intercambio, condiciones financieras más estrechas y el gran aumento en la incertidumbre sobre la evolución de la economía global y local. A esto se agrega que el crecimiento ya estaba cayendo entre el segundo y el tercer trimestre del 2008, cuando la economía chilena se estaba ajustando para acercar el producto observado al de tendencia, como respuesta a una política monetaria orientada a contener una propagación excesiva de los aumentos en los precios de alimentos y la energía hacia otros precios y hacia las expectativas de inflación. Como resultado, el PIB chileno cayó a una tasa anualizada del 3,6% el tercer trimestre del 2008 y a una tasa anualizada del 7,9% el cuarto trimestre de ese año. El primer trimestre de este año la tasa de caída del PIB, ajustado por estacionalidad y días trabajados, se redujo a un 2,5%.

Estas importantes caídas en el producto han sido impulsadas por el deterioro experimentado por la demanda interna, que se evidencia en las caídas observadas en el consumo de bienes durables, en la formación bruta de capital y en las colocaciones bancarias, principalmente.

Con respecto a las colocaciones bancarias, se aprecia que a pesar de las importantes reducciones que han realizado los bancos en las tasas de colocación de créditos de consumo y comerciales, y en menor medida de los créditos de vivienda, las tasas de variación anual de las colocaciones reales continúan descendiendo. Ello posiblemente refleja tanto un manejo más cuidadoso de los riesgos de parte de los bancos, como el ajuste en las decisiones de

consumo y ahorro de los agentes económicos ante un escenario de mayor incertidumbre.

Por otra parte, los efectos de la crisis se han hecho sentir sobre el empleo. En marzo, el desempleo alcanzó un 9,3% y es de esperar que continúe aumentando en el transcurso del año.

Afortunadamente, dados los sólidos fundamentos de la economía –institucionalidad fiscal, monetaria y de regulación y supervisión bancaria– Chile ha sido capaz de responder en forma agresiva a través de la política pública para amortiguar los efectos de la crisis financiera internacional. En particular, el haber mantenido las expectativas de inflación ancladas en torno a la meta, le permitió a la autoridad monetaria reducir la tasa de interés cuando el escenario cambió bruscamente, tras las secuelas de la quiebra de Lehman Brothers. Con ello, la inflación observada y proyectada comenzó a reducirse significativamente, afectada también por la caída en los precios internacionales de los bienes primarios y las crecientes holguras de capacidad.

Paralelamente, la autoridad fiscal no sólo ha usado la regla estructural para sostener niveles de gastos consistentes con ésta, sino que también ha introducido acciones discretas transitorias –que también son consistentes con la regla– para apoyar a los grupos más pobres de la población y a los desempleados. Con estas acciones la política pública está contribuyendo a lograr una trayectoria de crecimiento más favorable en los próximos trimestres.

La actividad económica debiera comenzar a recuperarse en los próximos trimestres, ayudada por una economía mundial que debiera reducir su tasa de caída y por las políticas monetarias y fiscales expansivas.

En la Tabla 2 se presentan proyecciones de las principales variables macro de la economía chilena para este año y el próximo. La primera columna presenta las entregadas por el Banco Central en su IPOM de mayo. Las proyecciones promedio de crecimiento de este año están en el rango de -0,8 al 0,25% y las de inflación anual a diciembre en el rango del 0,6 (BC) al 2,5% (EIU). Las proyecciones de

Tabla 2

Chile: Variables Macroeconómicas
(variación porcentual anual, %)

	2007	2008	2009				2010			
			BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	4.7	3.2	-0.75-0.25	-0.5 (-2.0-3.0)	-0.8	-0.7 (-1.6-0.3)	4.5-5.0	3.4 (2.0-4.6)	2.0	3.0 (1.4-4.0)
Consumo Privado	6.9	4.3	0.2*	0.3	-2.0	-	-	3.6	1.8	-
Inversión Total	12.0	19.5	-14.3	-7.5	-14.3	-	-	5.1	2.0	-
Bce. Sector Público	8.7	5.3	-	-3.5	-3.3	-	-	-1.5	-1.3	-
Tipo Cambio (fin período)	495.8	629.1	-	586.4**	630.2	590*** (549-616)	-	602.4**	648.5	600*** (530-630)
Inflación (dic-dic)	7.8	7.1	0.6	2.0 (1.0-3.0)	2.5	1.2 (0.6-2.2)	2.3	3.0 (2.3-3.6)	3.2	2.8 (2.4-3.2)

* Se refiere al consumo total

** Corresponde a fines de abril del año siguiente.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts (Abril, 2009) rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Mayo, 2009); EEE: Encuesta de Expectativas Económicas BCCH (Mayo, 2009), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Mayo, 2009).

crecimiento para el 2010 están entre el 2 y el 5% y las de inflación entre el 2,3 y el 3,2%. Considerando la evolución más probable de la economía mundial y de otros determinantes del crecimiento, lo más probable es que el crecimiento de 2009 esté más cerca del límite inferior de este rango.

Por su parte, en las proyecciones de inflación anual tanto a diciembre de este año como a diciembre del próximo hay grandes diferencias, donde las estimaciones más bajas son las que proyecta el Banco Central. Con la información que disponemos, lo más probable es que la inflación de este año se ubique más cerca de lo proyectado por el Banco Central y para el próximo año, si se sigue configurando un cuadro de recuperación moderada de la economía mundial, lo más probable es que la

inflación esté entre la proyección del Banco Central y la de las encuestas de expectativas. Sin embargo, por base de comparación, la inflación anual hacia fines del tercer trimestre va a estar en cifras negativas para repuntar después. Dada la forma de hacer política monetaria en un esquema de metas de inflación, la autoridad monetaria va a orientar la política monetaria para llevar la inflación anual al 3% a fines del horizonte de proyección, esto es, a mayo del 2011.

Ante el riesgo de que la inflación se quede bajo la meta por un período prolongado de tiempo, lo más probable es que la tasa de política monetaria se tenga que mantener en los valores actuales o incluso algo más baja por un período prolongado de tiempo.