

El momento económico internacional y nacional

Julio 2011

VITTORIO CORBO

- En los últimos meses, la ya moderada recuperación de los países avanzados, habitual después de crisis financieras, perdió fuerza, afectada en parte, por una serie de shocks negativos que han golpeado recientemente a la economía mundial. Entre estos destacan: (1) los problemas geopolíticos en el Medio Oriente y el Norte de África y sus efectos en el precio del petróleo y en la seguridad de su suministro; (2) los efectos del terremoto/maremoto de Japón en su actividad económica y en el abastecimiento de componentes a la industria manufacturera mundial; (3) los problemas climáticos en varios países avanzados, especialmente en EE.UU.; y (4) los problemas de solvencia de los países periféricos de Europa, y sus efectos en la banca y en los mercados financieros.
- Los efectos negativos de los tres primeros shocks se debieran ir moderando en los próximos trimestres. Sin embargo, la resolución de la crisis de deuda de los países periféricos de Europa será un proceso lento, no exento de problemas, que va a requerir una combinación más balanceada de ajuste-financiamiento-estructuración y reformas estructurales. Hasta ahora lo que más hemos visto es sólo financiamiento y algo de ajuste. Por lo anterior, los efectos de esta crisis se seguirán sintiendo en Europa y en los mercados financieros internacionales por bastante tiempo.
- En el caso de EE.UU., la principal economía mundial, hacia fines del año pasado se celebraba que el crecimiento comenzaba a apoyarse en pilares más sólidos. Sin embargo, como resultado de los shocks recientes en el precio de los alimentos y del petróleo, el crecimiento de los salarios reales y del consumo privado se redujo substancialmente lo que redundó en una caída en la tasa de crecimiento anualizado a sólo un 1,9% en el primer trimestre de este año.
- Varios países emergentes y en desarrollo han mostrado señales de sobrecalentamiento y su inflación ha estado aumentando como resultado de la desaparición de las holguras de capacidad y de las alzas en los precios internacionales de alimentos y combustibles. Por ello, han estado reduciendo los estímulos macroeconómicos e introduciendo restricciones macroprudenciales para mantener la inflación controlada o evitar burbujas en los mercados de crédito. Como resultado, su crecimiento ha estado reduciéndose en el margen.
- El crecimiento mundial debiera tomar algo más de fuerza en el segundo semestre de este año cuando se disipen los efectos de los shocks temporales recientes. Sin embargo, en lo que concierne a los países avanzados, lo más probable es que, con la excepción de Alemania, la recuperación continúe a una tasa demasiado modesta como para disminuir en forma significativa el desempleo.
- El dinamismo de la economía chilena ha continuado apoyada por una serie de fuerzas: (1) un entorno externo favorable en lo que se refiere a términos de intercambio y costo y acceso al financiamiento internacional; (2) políticas macroeconómicas, tanto fiscales como monetarias, expansivas para esta etapa del ciclo, aunque el grado de expansividad de la política monetaria se ha estado reduciendo en los últimos meses; y (3) expectativas empresariales favorables.
- El principal riesgo del cuadro macroeconómico chileno este año es que la demanda interna se desacelere menos de lo proyectado, generando presiones inflacionarias y, de no haber una mayor cooperación de la política fiscal, se requerirá una política monetaria que lleve la tasa de política a un nivel por encima del neutral resultando en una mayor apreciación real.

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

1. Introducción

La recuperación económica mundial perdió fuerza en los últimos meses afectada por una serie de shocks negativos que han golpeado a la economía mundial recientemente. Dentro de las economías avanzadas, la desaceleración observada en la economía de EE.UU. ha abierto un debate de si esta pérdida de dinamismo es temporal o algo más permanente. Dado el alto grado de expansividad de la política monetaria y las dificultades que enfrenta la actual situación de la política fiscal, no se observan espacios para programas de estímulo adicionales en el corto plazo. Aunque se está articulando otro programa de apoyo financiero para Grecia, la solución de la crisis de deuda de los países periféricos de Europa requerirá una combinación de ajuste-financiamiento-reestructuración y reformas estructurales. Este será un proceso lento y difícil con efectos en la actividad económica de la región, especialmente en los países periféricos. Así, se seguirá consolidando un cuadro de crecimiento diferenciado al interior de la Zona Euro, con Alemania, Francia, Austria y Holanda como líderes y los países periféricos los más rezagados. Además, la política monetaria en esta región se está tornando más restrictiva para hacerle frente al aumento observado en los registros inflacionarios.

En otro extremo, varios países emergentes han estado mostrando señales de sobrecalentamiento y su inflación ha estado aumentando por lo que han reducido los estímulos macroeconómicos e introducido restricciones macroprudenciales para mantener la inflación controlada o evitar burbujas en los mercados de crédito lo que ha llevado a reducciones, en el margen, de su crecimiento. De otra parte, la pérdida de dinamismo en el crecimiento de los países avanzados y en los países emergentes, sumado a factores de oferta han contribuido a una caída importante en los precios internacionales de los alimentos y del petróleo en los últimos meses.

En cuanto a las proyecciones de crecimiento, éstas se han corregido a la baja en los últimos

meses y el escenario base enfrenta importantes riesgos, los que están sesgados a la baja.

En el ámbito interno, en los últimos meses, el dinamismo de la economía chilena ha continuado apoyado por un entorno externo favorable, políticas macro expansivas y expectativas empresariales favorables. Como resultado, la demanda interna, aunque se desacelera en el margen, sigue creciendo por encima de la tasa de crecimiento del PIB. En el lado de la actividad, el sector financiero continúa pujante y aumenta el dinamismo de la industria y de la construcción reforzando la expansión que ya traían los sectores comercio, transporte y comunicaciones, mientras el mercado laboral ha mantenido su fuerte dinamismo. Sin embargo, las expectativas de los consumidores permanecen en la zona pesimista aunque, por primera vez, en muchos meses mejoran en el margen.

En cuanto a los precios, los aumentos iniciales en las expectativas de inflación se han reducido en los últimos meses gracias a la acción decidida del Banco Central de reducir el grado de estímulo de la política monetaria y la importante caída que han tenido en los últimos dos meses los precios internacionales de alimentos y del petróleo.

En mi escenario central de proyección el crecimiento del PIB para el año 2011 estaría algo por encima del 6,5%, la tasa más alta en 14 años y para el 2012 estaría levemente por encima del 5%. La inflación anual, alcanzaría a diciembre una tasa en la parte inferior del rango entre 4 y 4,5% y a diciembre de 2012 estaría en torno al 3,5%.

2. La economía mundial y sus perspectivas

Hacia fines del año pasado, los países avanzados estaban en plena recuperación después de la Gran Recesión del 2009 que siguió a la Gran Crisis Financiera del 2008-2009. Esta recuperación se produjo a tasas moderadas, consistente con el patrón histórico de las recuperaciones posteriores a las

grandes crisis financieras que ha sido muy bien descrito en el libro de Reinhart y Rogoff.* Estas recuperaciones se caracterizan por ser lentas debido a los ajustes estructurales que siguen a las crisis. En este caso particular destacan: el desapalancamiento de empresas y familias que afectan sus gastos la restructuración y recapitalización del sistema financiero que restringe el dinamismo del crédito, el alto y persistente desempleo que afecta expectativas, resulta en pérdidas de habilidades y dificulta la creación de empleos, y en economías que también tuvieron una crisis inmobiliaria, un mercado de viviendas que todavía no termina de ajustarse con efectos en la riqueza de las familias, en la movilidad del trabajo y en la actividad de la construcción.

En los últimos meses, la ya moderada recuperación de los países avanzados perdió fuerza, afectada en parte, por una serie de shocks negativos que han golpeado recientemente a la economía mundial. Entre estos destacan: (1) los problemas geopolíticos en el Medio Oriente y el Norte de África y sus efectos en el precio del petróleo y en la seguridad de su suministro; (2) los efectos del terremoto/maremoto de Japón en su actividad económica y en el abastecimiento de componentes a la industria manufacturera mundial; (3) los problemas climáticos en varios países avanzados, especialmente en EE.UU.; y (4) los problemas de solvencia de los países periféricos de Europa, y sus efectos en la banca y en los mercados financieros.

Los efectos negativos de los tres primeros shocks se debieran ir moderando en los próximos trimestres. Sin embargo, la resolución de la crisis de deuda de los países periféricos de Europa será un proceso lento, no exento de problemas, que va

* Carmen M. Reinhart y Kenneth Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009.

a requerir una combinación más balanceada de ajuste-financiamiento-restructuración y reformas estructurales. Hasta ahora lo que más hemos visto es sólo financiamiento y algo de ajuste. Por lo anterior, los efectos de esta crisis se seguirán sintiendo en Europa y en los mercados financieros internacionales por bastante tiempo. La forma de reducir su efecto contagio es acelerar la transparencia y la capitalización de los grandes bancos europeos y avanzar en los procesos de ajustes fiscales y estructurales en Portugal, Irlanda, España e Italia, que son, en ese orden, los países más expuestos.

A lo anterior hay que agregar que, en los próximos trimestres, la política fiscal será más restrictiva en todos los países avanzados, excepto en Japón, y que la política monetaria ya se está tornando más restrictiva en la Zona Euro. De hecho, en Estados Unidos el estímulo fiscal de este

año es menos de la mitad que el del año pasado.

En el caso de EE.UU., la principal economía mundial celebraba, hacia fines del año pasado, que el crecimiento comenzaba a apoyarse en pilares más sólidos con un crecimiento anualizado del consumo privado que alcanzó un 4% anualizado en el cuarto trimestre del año 2010 que llevó la tasa de crecimiento de ese trimestre a un 3,1% anualizado y reemplazó al impulso temporal que en los trimestres anteriores provenía de la acumulación de inventarios. Sin embargo, como resultado de los shocks recientes en el precio de los alimentos y del petróleo, el crecimiento de los salarios reales y del consumo privado se redujo substancialmente lo que redundó en una caída en la tasa de crecimiento anualizado a sólo un 1,9% en el primer trimestre de este año. Además, cifras recientes apuntan a que este será otro trimestre con una baja tasa de crecimiento en el consumo privado y en el PIB. En estas circunstancias se ha abierto un debate de si esta pérdida de

Los efectos negativos de los tres primeros shocks se debieran ir moderando en los próximos trimestres. Sin embargo, la resolución de la crisis de deuda de los países periféricos de Europa será un proceso lento, no exento de problemas.

dinamismo es temporal o algo más permanente. En este debate Ben Bernanke, Chairman de la Reserva Federal (Fed), ha señalado que puede ser una combinación de ambos tipos de factores pero con un predominio de los temporales. La pregunta que cabe en este caso es si se puede utilizar las políticas macro para darle un empuje adicional al crecimiento. Aquí, no es mucho más lo que puede hacer la Fed con una tasa de política que se mantiene entre el 0 y el 0,25% anual y después de haber completado la segunda etapa de una compra masiva de bonos, el famoso QE2. La Fed y la profesión en general tienen dudas sobre el balance de costos y beneficios de embarcarse en una nueva acción de compra de bonos —un eventual QE3—. Además, una acción de este tipo pareciera no tener por ahora el apoyo del Comité Federal de Política

Monetaria de la Fed y cuenta también con una gran oposición en el Congreso. En cuanto a la política fiscal, está podría colaborar por lo menos haciéndose menos restrictiva en los próximos meses, a medida que se extingan los programas de estímulos implementados como respuesta a la crisis. Sin embargo, con un ambiente dominado por posiciones extremas en la negociación sobre el aumento del límite de endeudamiento del gobierno federal y en el fortalecimiento de la solvencia fiscal de largo plazo, no se observan espacios para programas de estímulo de corto plazo balanceados con un mayor ajuste fiscal de mediano plazo que combine reducción de gastos con aumentos de impuestos. Con la política monetaria extendida a límites impensados y experimentales, en conjunto con una política fiscal en estado de parálisis, no cabe más que simpatizar con las palabras de Bernanke: en estas circunstancias no es mucho lo que la política monetaria puede hacer por sí sola.

En cuanto a crecimiento al interior de la Zona Euro se comienzan a distinguir con más fuerza dos grupos de países, de una parte los más dinámicos: Alemania, Francia, Austria y Holanda; y, de otra parte, los menos dinámicos, grupo que incluye a los países periféricos más España, Italia y Bélgica. El resto de los países de la región están entre estos dos grupos.

En Europa, además de los efectos de los shocks globales, se están haciendo sentir con más fuerza los efectos de la crisis de los países periféricos de la región a través de aumentos en los *spreads* soberanos, la fuga hacia la calidad y correcciones en los mercados accionarios. Con todo, en cuanto a crecimiento al interior de la Zona Euro se comienzan a distinguir con más fuerza dos grupos de países, de una parte los más dinámicos: Alemania, Francia, Austria y Holanda; y, de otra

parte, los menos dinámicos, grupo que incluye a los países periféricos más España, Italia y Bélgica. El resto de los países de la región están entre estos dos grupos.

Así mismo, varios países emergentes y en desarrollo que contribuyeron a amortiguar los efectos de la Gran Crisis Financiera con políticas

fiscales y monetarias contracíclicas han estado mostrando señales de sobrecalentamiento y su inflación ha estado aumentando como resultado de la desaparición de las holguras de capacidad y de las alzas en los precios internacionales de alimentos y combustibles. Preocupados por el alza observada y proyectada de la inflación, varios de estos países han estado reduciendo los estímulos macroeconómicos e introduciendo restricciones macroprudenciales para mantener la inflación controlada o evitar burbujas en los mercados de crédito. Como resultado, su crecimiento ha estado reduciéndose en el margen. Entre estos países destacan China, India y Brasil.

La pérdida de dinamismo en el crecimiento de los países avanzados y en los países emergentes de Asia, la estabilización relativa de la situación política del Medio Oriente y el Norte de África, la respuesta de oferta de los granos a los precios muy favorables y la liberación de una parte de la reser-

va estratégica de petróleo de parte de los países industriales han contribuido a una caída importante en los precios internacionales de los alimentos y del petróleo.

En el corto plazo, el crecimiento de EE.UU. debiera tomar algo de fuerza en los próximos trimestres a medida que se disipen los efectos de los shocks transitorios de los últimos meses, pero sería moderado debido a la reducción de los estímulos fiscales y a los resultados del largo proceso de corrección de las secuelas de la crisis. En el lado positivo, la recuperación será impulsada por la expansión de las exportaciones y las mejores condiciones financieras asociadas al avance, en el margen, de la situación del mercado financiero y de las empresas. En cuanto a Europa, con la excepción de Alemania, no hay mucho espacio para estímulos fiscales al tiempo que el Banco Central Europeo está subiendo la tasa de política para que la inflación regrese a su meta. Como resultado, lo más probable es que en esta región se mantenga la diferencia de dinamismo entre los dos grupos de países identificados más arriba. Con todo, por el peso relativo de Alemania y Francia, la región en su conjunto también debiera aumentar su crecimiento en la segunda mitad del año.

Entre los países emergentes, China, India y Brasil, ahora que han agotado sus holguras de capacidad, debieran ser exitosos en reducir su crecimiento a una tasa acorde con la expansión de su producto potencial, entre el 8 y el 9% en el caso de China, entre el 7 y el 8% en India y en torno al 4% en Brasil.

En cuanto a los mercados financieros internacionales, estos habían mejorado ayudados por el nuevo apoyo de Europa a Grecia y la aprobación por el parlamento griego del programa de ajuste y

de las medidas para su implementación. Esto se había reflejado en alzas de precios de acciones, caídas en los spreads de los bonos soberanos y en los costos de los *Credit Default Swaps* de la deuda de los países periféricos. Sin embargo, con la reducción en la calificación de la deuda de Portugal al grado de bonos basura, los mercados financieros europeos y mundiales se volvieron a deteriorar, lo que se vio exacerbado en días recientes por los problemas políticos de Italia lo que terminó afectando también los *spreads*

de los bonos soberanos de España y Bélgica. Esto es parte de la volatilidad e incertidumbre que va a seguir persistiendo mientras no se vea una solución clara y contundente a los problemas de solvencia de Grecia, Portugal e Irlanda. Desafortunadamente es muy difícil ser optimista en cuanto a que este problema vaya a ser resuelto en forma expedita y decidida.

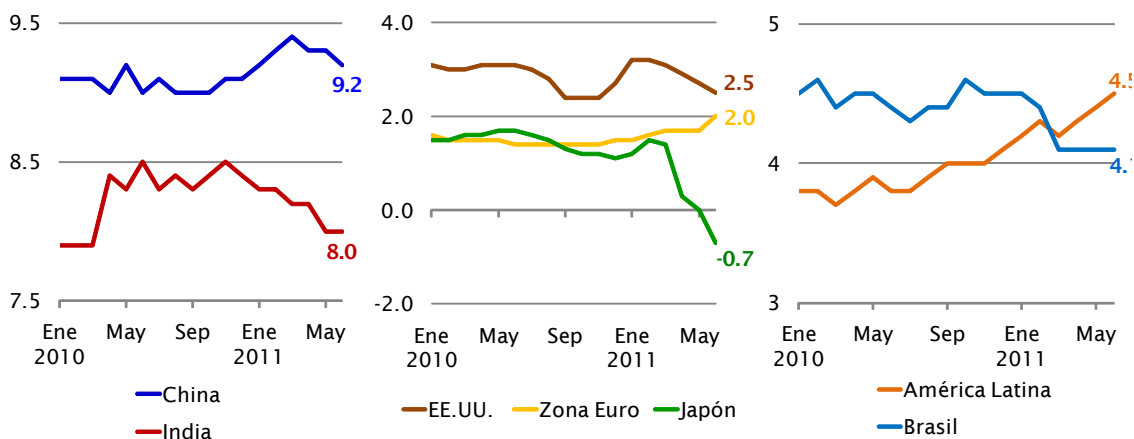
Por lo anterior, todo apunta a que estos precios financieros continuarán muy volátiles, atentos al progreso en la implementación de los programas de ajuste, especialmente en Grecia, Portugal e Irlanda. Por su parte, España, Italia y Bélgica pueden contribuir a reducir las tensiones si avanzan en el fortalecimiento de las medidas de ajuste estructural y de solvencia fiscal.

Las proyecciones de crecimiento de EE.UU. se han estado corrigiendo a la baja desde comienzos de año tanto para 2011 (Gráfico 1) como para el próximo (Gráfico 2). En cambio, las de Japón se han corregido a la baja para este año y al alza para el 2012, reflejando el ajuste en forma de V que se espera experimente su recuperación post terremoto y tsunami. En el caso de China e India, las proyecciones de crecimiento se han reducido para este año (Gráfico 1) y también para el próximo (Gráfico

Con la reducción en la calificación de la deuda de Portugal al grado de bonos basura, los mercados financieros europeos y mundiales se volvieron a deteriorar, lo que se vio exacerbado en días recientes por los problemas políticos de Italia lo que terminó afectando también los spreads de los bonos soberanos de España y Bélgica.

Gráfico 1

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



Fuente: Consensus Forecasts.

2). En el caso de Brasil, las estimaciones para este año se redujeron hasta marzo y se han mantenido desde entonces, mientras que las proyecciones para el 2012 se revisan a la baja (Gráfico 1 y 2). Esto en contraste con América Latina como un todo, región que registra revisiones al alza de sus proyecciones de crecimiento para este año. Con todo, el crecimiento mundial debiera tomar algo más de fuerza en el segundo semestre de este año cuando se disipen los efectos de los shocks temporales recientes. Sin embargo, en lo que concierne a los países avanzados, lo más probable es que, con la excepción de Alemania, la recuperación continúe a una tasa demasiado modesta como para disminuir en forma significativa el desempleo. Las proyecciones de crecimiento para los años 2011 y 2012 se presentan en la Tabla 1.

El escenario descrito más arriba enfrenta importantes riesgos que, en casos de materializarse la mayor parte de ellos, provocarían un crecimiento menor al proyectado. Entre ellos destacan: (1) dificultades en los países periféricos de Europa y en España, Italia y Bélgica que terminen profundizando sus problemas de solvencia con efecto contagio en

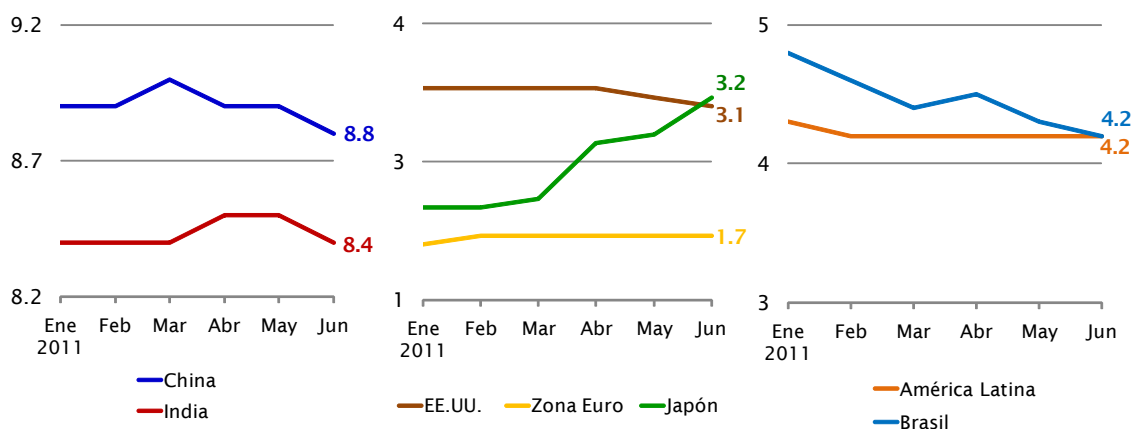
la banca europea y en los mercados financieros internacionales; (2) un deterioro de la situación del Medio Oriente y el Norte de África que afecte a la oferta de petróleo y a su precios; (3) las negociaciones fiscales en EE.UU. pueden fracasar y tener efectos insospechados en los mercados financieros internacionales y en el crecimiento de EE.UU.; y (4) el ajuste de China e India puede reducir su crecimiento más allá de lo proyectado con efectos en los precios de los commodities y en la actividad mundial. Pero también hay riesgos positivos, en EE.UU., el crecimiento del consumo y de la inversión puede retomar más dinamismo de lo proyectado si se avanza en la negociación sobre el endeudamiento del gobierno federal y su solvencia de largo plazo y si el precio del petróleo se estabiliza.

3. El momento económico nacional

En los últimos meses, el dinamismo de la economía chilena ha continuado apoyada por una serie de fuerzas: (1) un entorno externo favorable en lo que se refiere a términos de intercambio y costo y

Gráfico 2

Proyecciones del Crecimiento del PIB en el 2012
(variación anual, %)



Fuente: Consensus Forecasts.

Tabla 1

Proyecciones del crecimiento mundial
(variación anual, %)

| | 2009 | 2010 | 2011 | | | 2012 | | |
|------------------|-------|------|----------------------|--------|--------|----------------|-------|-------|
| | | | FMI | BI | CF | FMI | BI | CF |
| Estados Unidos | -2.6 | 2.9 | 2.5 (2.8; 3.0; 2.3) | 2.5 = | 2.5 ↓ | 2.7 (2.9; 2.7) | 3.4 = | 3.1 ↓ |
| Zona Euro | -4.1 | 1.7 | 2.0 (1.6; 1.5; 1.5) | 2.0 = | 2.0 ↑ | 1.7 (1.8; 1.7) | 1.8 = | 1.7 = |
| Japón | -6.3 | 4.0 | -0.7 (1.4; 1.6; 1.5) | -0.8 = | -0.7 ↓ | 2.9 (2.1; 1.8) | 3.1 = | 3.2 ↑ |
| Asia (ex-Japón) | 6.2 | 9.6 | 8.1 (8.1; 8.0; 8.1) | 7.7 = | 7.8 ↓ | 7.9 (7.9; 8.4) | 7.6 = | 7.7 ↓ |
| China | 9.2 | 10.3 | 9.6 (9.6; 9.6; 9.6) | 9.2 = | 9.2 ↓ | 9.5 (9.5; 9.5) | 8.8 = | 8.8 ↓ |
| India | 6.8 | 10.4 | 8.2 (8.2; 8.4; 8.4) | 8.0 = | 8.0 = | 7.8 (7.8; 8.0) | 8.3 = | 8.4 ↓ |
| América Latina | -1.7 | 6.1 | 4.6 (4.7; 4.3; 4.0) | 4.5 = | 4.5 ↑ | 4.1 (4.2; 4.1) | 4.0 = | 4.2 = |
| Brasil | -0.6 | 7.5 | 4.1 (4.5; 4.5; 4.1) | 3.8 = | 4.1 = | 3.6 (4.1; 4.1) | 4.0 = | 4.2 ↓ |
| México | -6.1 | 5.4 | 4.7 (4.6; 4.2; 3.9) | 4.3 = | 4.4 ↓ | 4.0 (4.0; 4.8) | 3.8 = | 4.1 ↑ |
| Mundo (PPP) | -0.5 | 5.1 | 4.3 (4.4; 4.4; 4.2) | 4.0 = | 4.0 ↓ | 4.5 (4.5; 4.5) | 4.4 = | 4.3 = |
| Mundo (TCM) | -2.1 | 4.0 | 3.4 (3.5; 3.5; 3.3) | 3.1 = | 3.2 = | 3.7 (3.7; 3.6) | 3.6 = | 3.6 = |
| Comercio Mundial | -10.8 | 12.4 | 8.2 (7.4; 7.1; 7.0) | | | 6.7 (6.9; 6.8) | | |

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

acceso al financiamiento internacional; (2) políticas macroeconómicas, tanto fiscales como monetarias, expansivas para esta etapa del ciclo, aunque el grado de expansividad de la política monetaria se ha reducido en forma considerable en los últimos meses; y (3) expectativas empresariales favorables. Como resultado, la demanda interna, aunque se desacelera en el margen, sigue creciendo por encima de la tasa de crecimiento del PIB. Sus componentes más dinámicos son el consumo de bienes durables y la inversión.

En el lado de la actividad, el IMACEC de mayo creció 7,3% anual, por encima de las expectativas del mercado, con una tasa anualizada de 5,3% en el trimestre móvil terminado en mayo (Gráfico 3). El sector financiero continúa pujante y aumenta el dinamismo de la industria y, en menor medida, de la construcción los que refuerzan la expansión que ya traían los sectores comercio, transporte y comunicaciones, confirmando un cuadro de un alto crecimiento para el año 2011, el más alto en 14 años. El mercado laboral ha mantenido su fuerte dinamismo, con altas tasas de crecimiento en el empleo, caída pronunciada en la tasa de desempleo y aumento en los salarios nominales que supera el 6% anual. A su vez, el alto crecimiento económico y de la masa salarial real (empleo multiplicado por el salario real) han coincidido con un importante crecimiento en las colocaciones reales, las que crecen entre 9,2 y 12,7% anual en los doce meses terminados en mayo. Sin embargo, lo que no se condice con este cuadro favorable es la permanencia de las expectativas de los consumidores en la zona pesimista, aunque igual mostraron una leve recuperación en mayo. Una hipótesis que puede explicar el pesimismo en

las expectativas de los consumidores es la fuerte alza observada en los meses recientes en los precios de alimentos y combustibles, alzas que son muy fáciles de percibir por la alta frecuencia de la compra de este tipo de productos. A esto se puede agregar que, a pesar de la mejora en los indicadores económicos antes señalados, estas mejoras pueden estar por debajo de las expectativas que tenían los consumidores.

En cuanto a la inflación, las estimaciones de cierres en las holguras de capacidad productiva —entre las cuales se incluyen las del Banco Central— y la brusca caída en la tasa de desempleo apuntan a que en los últimos meses se han estado

generando presiones de demanda que aumentaban el riesgo de una divergencia entre las expectativas de inflación y la meta de un 3% de inflación anual. Este riesgo era especialmente pronunciado hasta hace unos meses cuando observábamos una fuerte alza en los precios internacionales del petróleo y de los alimentos que se transmitía a los precios internos de estos productos y a las

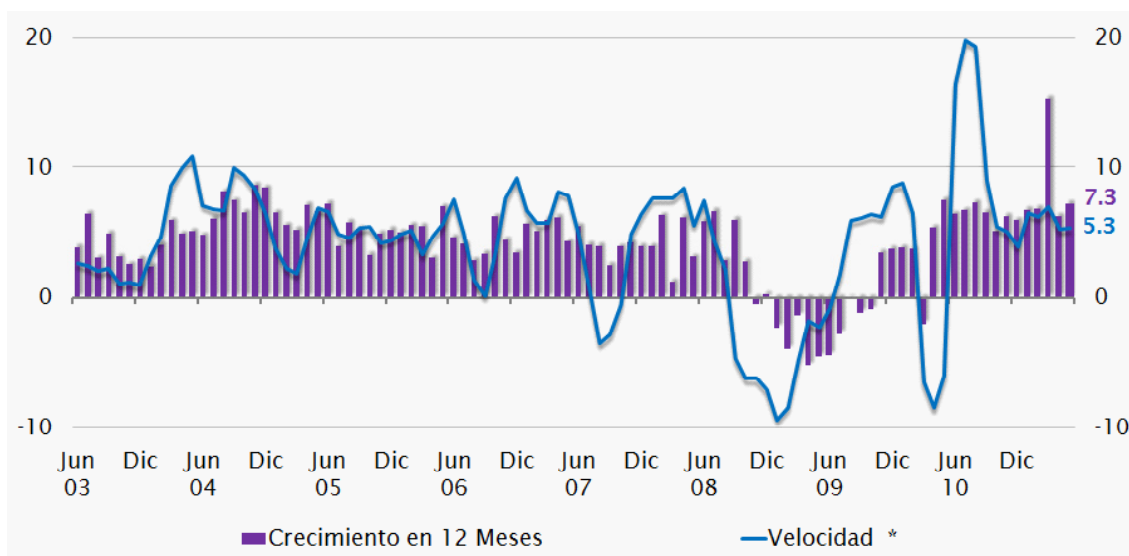
expectativas de inflación y amenazaba con efectos de segunda vuelta en otros precios.

Sin embargo, este riesgo se ha reducido en los últimos meses gracias a dos factores: (1) la acción decidida del Banco Central de reducir el grado de estímulo de la política monetaria acercando la tasa de política a su nivel neutral, esto es, un nivel en que ni le agrega ni le quita tracción a la demanda interna, y (2) la importante caída que han tenido en los últimos dos meses los precios internacionales de alimentos y del petróleo. Con una economía que continúa creciendo a una tasa superior a la del producto potencial y con expectativas de inflación que, aunque se han reducido, se mantienen por

En cuanto a la inflación, las estimaciones de cierres en las holguras de capacidad productiva —entre las cuales se incluyen las del Banco Central— y la brusca caída en la tasa de desempleo apuntan a que en los últimos meses se han estado generando presiones de demanda que aumentaban el riesgo de una divergencia entre las expectativas de inflación y la meta de un 3% de inflación anual.

Gráfico 3

Imacec (%)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

encima del 3%, el riesgo de que la tendencia inflacionaria se aleje del 3% en forma más persistente sigue presente.

En mi escenario central, las perspectivas de crecimiento del PIB para el año 2011 estaría algo por encima del 6,5% y el próximo año convergería a una tasa en torno al 5,2%, algo por encima del crecimiento del producto potencial —estimado entre el 4,5 y el 5% anual—. En cuanto a la inflación anual, ésta alcanzaría a diciembre de este año una tasa en la parte inferior del rango entre el 4 y el 4,5% y a diciembre del 2012 se ubicaría en torno al 3,5%. Proyecciones más desagregadas para este año y

el próximo de distintas fuentes se presentan en la Tabla 2.

Los principales riesgos que enfrenta el cuadro macroeconómico chileno este año en relación al entorno externo ya fueron analizados en la sección anterior. En el ámbito interno, el principal riesgo en los próximos dos a tres trimestres es que la demanda interna se desacelere menos de lo proyectado, generando presiones inflacionarias y, de no haber una mayor cooperación de la política fiscal, se requerirá una política monetaria que lleve la tasa de política a un nivel por encima del neutral resultando en una mayor apreciación real.

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

| | 2010 | 2011 | | | | 2012 | | |
|--|-------|-----------|--------------------|-------|---------------------|--------------------|-------|---------------------|
| | | BC | LACF | EIU | EEE | LACF | EIU | EEE |
| PIB | 5.2 | (6.0-7.0) | 6.4 (5.7; 7.3) | 6.3 | 6.3 (6.0; 6.5) | 4.9 (4.0; 5.5) | 5.1 | 5.3 (4.9; 5.7) |
| Demanda Interna | 16.4 | 8.5 | - | - | - | - | - | - |
| Con. privado | 10.4 | 8.3* | 7.6 | 6.2 | - | 5.6 | 5.3 | - |
| Inversión total | 18.8 | 11.9 | 14.7 | 14.8 | - | 9.6 | 10.6 | - |
| Balance Fiscal (% del PIB) | -0.4 | - | 0.9 | 0.4 | - | 1.0 | 0.9 | - |
| Tipo Cambio (fin período) | 468.4 | - | 488.5*** | 474.7 | 485** (470; 501) | 505.0*** | 485.7 | 500** (480; 522) |
| Inflación (dic-dic) | 3.0 | 4.0 | 4.3 (3.1; 5.3) | 4.3 | 4.2 (3.9; 4.5) | 3.2 (1.4; 4.0) | 3.6 | 3.3 (3.0; 3.6) |
| Tasa de Desempleo | 8.4 | - | - | 6.9 | - | - | 6.5 | - |
| Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB) | 1.9 | 1.9 | 0.5 (-0.8; 2.4) | 0.4 | - | 0.0 (-3.2; 4.7) | -0.5 | - |

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

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