

## El momento económico internacional y nacional

### Noviembre 2011

VITTORIO CORBO

- En los últimos dos meses la crisis de deuda en Europa se ha intensificado impactando la solvencia de su banca y aumentando peligrosamente el costo del financiamiento de Italia, poniendo en riesgo la existencia misma de la Zona Euro. Los intentos de los líderes europeos y de la comunidad internacional por controlar una crisis que amenaza la estabilidad no sólo de Europa sino que también de la economía mundial han sido infructuosos. El plan del 27 de Octubre no contuvo los ingredientes suficientes para abordar los problemas de liquidez de economías solventes pero ilíquidas como Italia y España.
- El poco avance en el control de la crisis produjo que en las últimas semanas regresaran las tensiones y la volatilidad a los mercados financieros. La conformación de gobiernos reformistas en Italia y Grecia abren una corta ventana de oportunidades para que la Zona Euro haga un último esfuerzo por controlar la crisis. Se requiere ahora en forma urgente acciones encaminadas a evitar que los aumentos en el costo de financiamiento de Italia terminen transformando sus problemas de liquidez en problemas de solvencia con efectos insospechados en su banca, su crecimiento económico y la expansión de la economía mundial.
- Para esto, además de las reformas en Grecia e Italia supervisadas por el FMI, el camino más aconsejable sería una acción más decidida del BCE, apoyado por Alemania y Francia, comprando bonos de la facilidad financiera ya creada, la EFSF, y anunciando un gran programa de compra de bonos de los países con problemas. Esto enfrenta dificultades dada la fuerte oposición que ha mostrado la Canciller Merkel. Además, para evitar la contracción del crédito se necesitará complementar la creación del súper fondo con un programa de garantías pan-europeas a las emisiones de deuda bancaria por los bancos de la región.
- La salida de esta crisis no tendrá un camino fácil y está llena de riesgos: (1) que la crisis griega termine en un *default* desordenado desatando una crisis bancaria en Grecia con efectos en el sistema financiero global; (2) que se fracase en movilizar un nivel adecuado de recursos para el súper fondo, especialmente por renunciar a utilizar al BCE como un *lender of last resort* o para descontarle instrumentos al EFSF, y (3) que los gobiernos con problemas, particularmente Italia, sean incapaces de implementar programas de ajuste orientados a fortalecer las cuentas fiscales y remover los obstáculos al crecimiento.
- Para América Latina es muy importante lo que pase con China y ahí las noticias son más positivas. Esta economía, al igual que la de la India, mostraba señales claras de sobrecalentamiento, lo que dio origen a una serie de medidas monetarias y crediticias para reducir su crecimiento. Sus autoridades están preocupadas de asegurar que la desaceleración, atendida la nueva realidad europea, no vaya más allá de lo que es necesario para controlar su sobrecalentamiento. Además, este país tiene suficiente espacio para sustituir la desaceleración del crecimiento de sus exportaciones con un mayor dinamismo del consumo interno.
- Las perspectivas de la economía chilena apuntan, en mi escenario central, a un crecimiento del PIB de 2011 que se ubicará en la parte superior del rango del 6 al 6,5 por ciento y para el 2012 de 4 por ciento con sesgo a la baja. En todo caso, si se intensifica el deterioro del entorno externo, el crecimiento del 2012 sería bastante menor al 4%. Los sectores más dinámicos serán el comercio, los servicios financieros y la construcción. Por su parte, la inflación anual a diciembre debiera cerrar en torno al 3,7% este año y en la parte baja del rango del 3 al 3,5% el año próximo. El riesgo para la inflación del próximo año está en los aumentos que experimenten los salarios en un mercado laboral donde las holguras ya han desaparecido.

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

## 1. Introducción

En los últimos dos meses la crisis de deuda en Europa se ha intensificado impactando la solvencia de su banca y aumentando peligrosamente el costo del financiamiento de Italia, al punto de poner en riesgo la existencia misma de la Zona Euro.

Los intentos de los líderes europeos y de la comunidad internacional por controlar la crisis han sido infructuosos y el programa de fines de octubre avanzó solo parcialmente en la solución a la crisis. Al mismo tiempo, distintos acontecimientos políticos al interior de la Zona Euro provocaron el regreso de las tensiones y el aumento en la volatilidad en los mercados financieros. Ahora, con nuevos gobiernos en Italia y Grecia, se abre una corta ventana de oportunidades para que esta región realice un último esfuerzo para controlar la crisis y, de esta forma, evitar los altos costos de su destrucción.

Con la mayor parte de los países europeos embarcados en programas de ajuste fiscal y sin mucha acción expansiva en los países con capacidad para hacerlo, su crecimiento se resiente y aumenta considerablemente la probabilidad de un regreso a la recesión en el 2012.

En cuanto a la economía nacional, el crecimiento perdió el dinamismo registrado en los dos primeros trimestres de este año como resultado del retiro, hasta mediados de año, del excesivo estímulo monetario y de los efectos del deterioro externo en las expectativas y en los mercados de activos.

En la siguiente sección se analiza en detalle la evolución de la crisis europea, el desarrollo reciente de la economía en Estados Unidos y la coyuntura que enfrenta China e India. Finalmente, en la última sección se estudia la evolución de la economía chilena y sus perspectivas de crecimiento en el corto plazo.

## 2. La coyuntura internacional y la peligrosa etapa de la crisis europea

En los últimos dos meses la crisis de deuda en Europa se ha intensificado impactando la solvencia de su banca y aumentando peligrosamente el costo del financiamiento de Italia, además de afectar también a España y Francia. Con esto, la crisis toma una dimensión mucho más peligrosa pasando de ser un problema centrado en la solvencia de Grecia, Portugal y, en menor medida, de Irlanda, a un problema que pone en riesgo la existencia misma de la Zona Euro.

Los intentos de los líderes europeos y de la comunidad internacional por controlar una crisis que amenaza la estabilidad no sólo de Europa sino que también de la economía mundial han sido infructuosos. Como ya ha sido una costumbre, poco duró la tranquilidad después del nuevo plan anunciado el 27 de Octubre para controlar la situación. Sin embargo, el (tardío) reconocimiento de los líderes europeos de que el problema de la deuda ahora requería de un programa comprehensivo y contundente no se reflejó en el anuncio. En las semanas previas ya se había llegado a un cierto consenso sobre los principales componentes que debiera incluir un programa que pudiera comenzar a dejar la crisis atrás. Los cuatro componentes centrales que tenía que incluir este programa eran: (1) un descuento importante de la deuda pública griega; (2) una recapitalización creíble del sistema bancario europeo para hacer frente a las pérdidas en sus tenencias de deuda soberana y al deterioro de cartera de préstamos al sector privado debido a una eminente vuelta a la recesión; (3) un programa de ajuste y de reformas pro-crecimiento en Italia y, en menor medida, en España para aumentar la competitividad y acelerar el crecimiento y de esta forma fortalecer la solvencia fiscal en el mediano plazo; y (4) la creación de un

súper fondo, para proteger a los países solventes pero con problemas de liquidez, ya que los efectos de esta última sobre su costo de financiamiento pudieran terminar por destruir su solvencia (Italia y España), creando de paso una crisis de proporciones tanto en la Zona Euro como en la economía mundial.

Pero el programa de Octubre avanzó solo parcialmente en otorgar un descuento a la deuda de Grecia y en la capitalización de la banca. Sin embargo, Grecia siguió mostrando poco avance en su programa de ajuste comprometido y apoyado por la Unión Europea (UE), el Banco Central Europeo (BCE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) e Italia volvió a presentar sólo promesas de ajuste pero sin avances en la aprobación de éstas en su Congreso. Además el súper fondo terminó teniendo pocos recursos, una muy poco convincente ingeniería financiera y una alta dependencia de los países emergentes para su fortalecimiento. Como era de esperar, la ingeniería financiera no fue muy bien recibida por los mercados y los países emergentes se mostraron reacios a acudir con sus recursos a capitalizar un fondo para controlar la crisis europea en el cual los líderes europeos no estaban dispuestos a aportar más recursos. Posteriormente, la reunión de los G-20 en Cannes no logró prácticamente ningún avance en el problema de la crisis europea más allá de un reconocimiento de que ésta estaba poniendo en peligro la recuperación mundial y un llamado a los líderes europeos para que hicieran todos los esfuerzos necesarios para controlarla.

Ahora que está cada vez más claro tanto la gravedad de la crisis como el tipo de soluciones que se requieren, el problema principal ha estado en las dificultades de los líderes de Alemania, Holanda y Finlandia, de poder convencer a sus bases de la necesidad de poner recursos para contener el con-

tagio a los mercados de deuda de Italia, España y del resto de la banca europea y en las trabas de los líderes de Grecia y de Italia en convencerse ellos mismos y en convencer a sus bases de las ventajas de ajustarse y mantenerse dentro de la Zona Euro frente a la opción mucho más costosa de tener que ajustarse fuera de la zona.

El poco avance en el control de la crisis produjo que en las últimas semanas regresaran las tensiones y la volatilidad a los mercados financieros. No ayudó mucho el intento fallido del entonces Primer Ministro de Grecia, George Papandreu, que frente a la severa recesión que está experimentando Grecia propuso hacer un referéndum sobre el programa de ajuste para fortalecer su debilitado apoyo. Pero el programa de ajuste ya estaba comprometido frente a la UE, el BCE y el FMI y sólo faltaba el último desembolso fundamental para evitar la cesación de pagos que, además, es parte integral de un segundo programa de la troika para proveerle financiamiento a Grecia a un costo reducido hasta el año 2015. La propuesta del referéndum terminó poniendo en riesgo la permanencia de Grecia en la Zona Euro y amenazando con extender el contagio con más fuerza al resto de los países de la zona y al sistema bancario europeo.

Dada la airada reacción de Merkel y Sarkozy, al final Papandreu tuvo que dar un paso atrás en su propuesta de referéndum y renunciar, abriendo paso al nombramiento de Lucas Papademos como nuevo primer Ministro de un gobierno de transición y de unidad nacional hasta que se convoque a nuevas elecciones. Papademos es un tecnócrata independiente, altamente respetado y ex Vicepresidente del BCE que está muy comprometido con llevar adelante un plan de ajuste para intentar mantener a Grecia en la Zona Euro. Sin embargo, estos acontecimientos terminaron por debilitar aún más la

posición de Grecia al dejar entrever que los líderes de la Zona Euro ya no estaban dispuestos a hacer todo lo necesario para mantener la zona lo que terminó fomentando la especulación contra la salida de Grecia afectando al mismo tiempo a Portugal y a otros países con dificultades, especialmente, Italia. En paralelo, la presión sobre Berlusconi para que llevara adelante las reformas ya comprometidas con los líderes europeos lo llevó a aceptar la supervisión del FMI pero, con todo, terminó por perder el apoyo de su partido y finalmente fue reemplazado por otro tecnócrata, también reformista y de mucho prestigio, Mario Monti.

Estos cambios políticos, con gobiernos reformistas en Italia y Grecia, abren una corta ventana de oportunidades para que la Zona Euro haga un último esfuerzo por controlar la crisis y, de esta forma, evitar los costos de su destrucción. Lo que se requiere ahora en forma urgente son acciones encaminadas a evitar que los aumentos en el costo de financiamiento de Italia terminen transformando sus problemas de liquidez en problemas de solvencia y, en el proceso, contagiar al resto de la Zona Euro con efectos insospechados en la solvencia de su banca, su crecimiento económico y la expansión de la economía mundial.

Para esto, además de las reformas en Grecia e Italia supervisadas por el FMI, se requerirá también que Alemania apoye en forma mucho más decidida el fortalecimiento de la capacidad operativa del fondo de apoyo. Esto requiere que el fondo supere el billón de euros con recursos que tienen que provenir de tres fuentes: (1) de los países miembros solventes; (2) de un fondo especial con recursos de países emergentes y administrado por el FMI; y (3) de un programa agresivo de compra de bonos del BCE. Sin embargo, debido a la decisión de la corte constitucional alemana de que su parlamento tiene

que pronunciarse sobre cualquier apoyo adicional al EFSF no será fácil aumentar la contribución de Alemania al fondo como tampoco la de Francia que teme una pérdida de la calificación triple A de su deuda. Por su parte, una política más agresiva de compras de bonos por parte del BCE también enfrenta obstáculos dada la fuerte oposición del Bundesbank, recientemente reiterada por su Presidente.

Dada la velocidad de los acontecimientos lo más aconsejable será una acción más decidida del BCE, apoyado por Alemania y Francia, comprando bonos de la EFSF o anunciando un gran programa de compra de bonos de los países con problemas. Esto también enfrenta dificultades dada la fuerte oposición que ha mostrado la Canciller Merkel. Sin embargo, si las circunstancias lo requieren, algo altamente probable, la Canciller tendrá que levantar su oposición para salvar a la Zona Euro por el bien de Alemania.

Además, para evitar la contracción del crédito se necesitará complementar la creación del súper fondo con un programa de garantías pan-europeas a las emisiones de deuda bancaria por los bancos de la región. La UE ya está trabajando en una iniciativa de este tipo.

Por su parte, la creación de una nueva institucionalidad de la Zona Euro, que tenga la capacidad para evitar la repetición de situaciones como éstas, puede ser importante para lograr un apoyo más decidido de Alemania ahora, pero su efectividad para controlar la crisis es un elemento de segundo orden.

Con la mayor parte de los países europeos embarcados en programas de ajuste fiscal y sin mucha acción expansiva en los países con capacidad para hacerlo, el único estímulo de corto plazo lo tendrá que proporcionar el BCE. La baja en la tasa de po-

Tabla 1

## Proyecciones Macroeconómicas: Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia

	Tasa de Crecimiento del PIB Real (%)				Balance del Gobierno General (% del PIB)				Balance Primario del Gobierno General (% del PIB)			
	Promedio 1998-2007	2010	2011 (f)	2012 (f)	2007	2010	2011 (f)	2012 (f)	2007	2010	2011 (f)	2012 (f)
Grecia	4.1	-4.4	-5.0	-2.0	-6.7	-10.4	-8.0	-6.9	-2.0	-4.9	-1.3	0.8
Irlanda	6.2	-0.4	0.4	1.5	0.1	-32.0	-10.3	-8.6	0.8	-28.9	-6.8	-4.4
Italia	1.5	1.3	0.6	0.3	-1.5	-4.5	-4.0	-2.4	3.3	-0.3	0.5	2.6
Portugal	2.1	1.3	-2.2	-1.8	-3.2	-9.1	-5.9	-4.5	-0.4	-6.3	-1.9	0.1
España	3.8	-0.2	0.8	1.1	1.9	-9.2	-6.1	-5.2	3.0	-7.8	-4.4	-3.1

	Deuda Bruta del Gobierno General (% del PIB)				Cuenta Corriente (% del PIB)			
	2007	2010	2011 (f)	2012 (f)	2007	2010	2011 (f)	2012 (f)
Grecia	105.4	142.8	165.6	189.2	-14.4	-10.5	-8.4	-6.7
Irlanda	24.9	94.9	109.3	115.4	-5.3	0.5	1.8	1.9
Italia	103.6	119.0	121.1	121.4	-2.4	-3.3	-3.5	-3.0
Portugal	68.3	92.9	106.0	111.8	-10.1	-9.9	-8.6	-6.4
España	36.1	60.1	67.4	70.2	-10.0	-4.6	-3.8	-3.2

Fuente: FMI, WEO Septiembre 2011.

lítica que hizo recientemente es una buena noticia en este frente. Pero el aumento en la incertidumbre, la caída en las expectativas de consumidores y empresarios y los efectos contractivos de corto plazo de los programas de ajuste están impactando negativamente las perspectivas de crecimiento.

Por todo lo anterior, la salida de esta crisis no tendrá un camino fácil y está llena de riesgos donde los principales son: (1) que la crisis griega termine en un default desordenado desatando una crisis bancaria en Grecia con efectos en el sistema financiero global; (2) que se fracase en movilizar un nivel adecuado de recursos para el súper fondo, especialmente por renunciar a utilizar al BCE como un *lender of last resort* o para descontarle instrumentos al EFSF; y (3) que los gobiernos con problemas, particularmente Italia, sean incapaces de implementar programas de ajuste orientados a

fortalecer las cuentas fiscales y remover los obstáculos al crecimiento.

Mientras tanto el panorama es preocupante, Grecia está al borde de un default desordenado; el spread del bono a 10 años de Italia con respecto a un bono de igual duración de Alemania sigue en torno a los 500 puntos; el mercado interbancario sigue tensionado; los bancos europeos tienen dificultades para acceder a financiamiento lo que redundará en una contracción del crédito; y los mercados financieros siguen mostrando una gran volatilidad.

En estas circunstancias el crecimiento de la Zona Euro se resiente y aumenta considerablemente la probabilidad de su regreso a la recesión en el 2012. La Tabla 1 muestra los principales indicadores económicos de los países de la Zona Euro con dificultades. Estas proyecciones son de septiembre pasado y la situación se ha deteriorado

desde entonces tanto en la parte fiscal como en el crecimiento. Estas proyecciones muestran que sin un programa de reducción de la deuda griega, la razón Deuda a PIB alcanzaría un nivel en torno al 190% a fines del 2012, nivel al cual los incentivos a invertir se ven severamente afectados debido a que una parte importante de los ingresos tendrían que ir a servir la deuda vía impuestos. Es por eso que un descuento en su deuda tiene que ser un elemento integral de cualquier programa de ajuste, hecho reconocido por los líderes europeos sólo en el último mes.

En cuanto a EE.UU., su crecimiento está recibiendo un impulso por la caída de los precios de *commodities* y la reparación de la cadena de suministros que se había visto severamente dañada por el terremoto/tsunami de Japón. Sin embargo, su crecimiento sigue siendo muy bajo como para reducir significativamente su alto desempleo. Además, la división entre el gobierno y el Congreso lo deja muy vulnerable al deterioro de Europa y al nuevo aumento en el precio del petróleo afectado por los problemas con Irán.

En contraste, el problema de solvencia del sector público de EE.UU. es un problema de mediano plazo el cual hay que empezar a abordarlo desde ahora con acciones que tengan efectos en el tiempo sin entorpecer la ya débil recuperación. Pero dada la parálisis de la política fiscal, lo más probable es que con la expiración de los programas de estímulo fiscal a fines de este año, la política fiscal se torne restrictiva en el año 2012. En estas circunstancias, la Reserva Federal es la única institución capaz de intentar seguir innovando para evitar el regreso a la recesión frente a un deterioro mayor de la crisis europea.

Para América Latina es muy importante lo que pase con China, aquí las noticias son más posi-

vas. La economía China, al igual que la de la India, mostraba señales claras de sobrecalentamiento, lo que dio origen a una serie de medidas monetarias y crediticias para reducir su crecimiento. Estas medidas de ajuste ya estaban mostrando sus efectos en el crecimiento del producto y en la inflación cuando se agravó la crisis europea, por lo que ahora sus autoridades están en pleno proceso para recalibrar su ajuste para no terminar desacelerándose más allá de lo necesario para controlar su sobrecalentamiento. China tiene suficiente espacio para sustituir la desaceleración del crecimiento de sus exportaciones con un mayor dinamismo del consumo interno. De hecho, China tiene la más baja relación entre consumo y producto que es el resultado de un cúmulo de políticas que han contribuido a reprimir el consumo interno y que están en plena revisión.

En este cuadro, las proyecciones de crecimiento para el 2011 se han corregido levemente al alza en EE.UU. y Japón, se han estabilizado en China e India y se siguen ajustando a la baja en la Zona Euro y en América Latina, en este último caso afectadas, principalmente, por la revisión a la baja en Brasil. En contraste, las proyecciones de crecimiento para el 2012 han continuado corrigiéndose a la baja en forma generalizada y lo más probable es que estas correcciones sean más pronunciadas en los próximos meses (Gráficos 1 y 2).

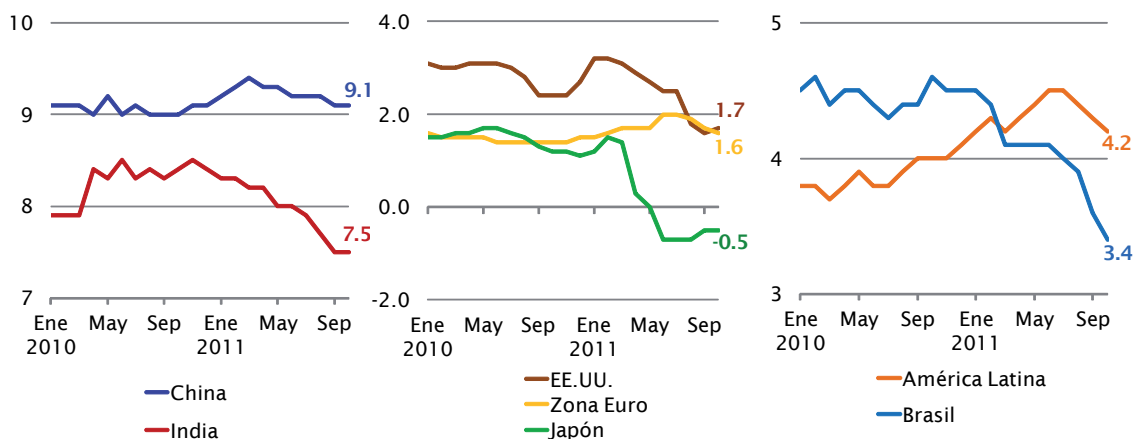
La Tabla 2 presenta las proyecciones de crecimiento más recientes para el 2011 y 2012 del FMI, la Banca de Inversión y el Consensus Forecasts.

Si la crisis en Europa pasa a mayores, los países más afectados serían los avanzados, las economías de Europa Central y del Este, Asia Emergente, América Latina y África, en ese mismo orden.

El escenario central de crecimiento, substancialmente menor al proyectado a comienzos de año, enfrenta importantes riesgos negativos que pueden

**Gráfico 1**

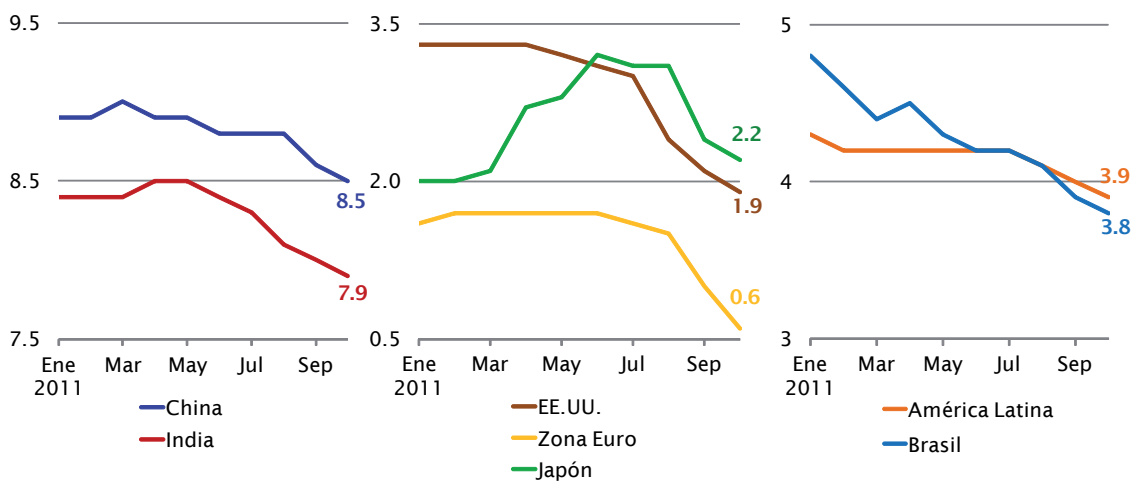
Evolución de las Proyecciones del Crecimiento del PIB en el 2011  
(variación anual, %)



Fuente: Consensus Forecasts.

**Gráfico 2**

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



Fuente: Consensus Forecasts.

Tabla 2

Proyecciones del crecimiento mundial  
(variación anual, %)

	2009	2010	2011			2012		
			FMI	BI	CF	FMI	BI	CF
Estados Unidos	-3.5	3.0	1.5 (2.5; 2.8; 3.0)	1.8 =	1.7 ↑	1.8 (2.7; 2.9; 2.7)	2.2 =	1.9 ↓
Zona Euro	-4.3	1.8	1.6 (2.0; 1.6; 1.5)	1.6 ↓	1.6 ↓	1.1 (1.7; 1.8; 1.7)	0.1 ↓	0.6 ↓
Japón	-6.3	4.0	-0.5 (-0.7; 1.4; 1.6)	-0.4 =	-0.5 =	2.3 (2.9; 2.1; 1.8)	1.8 =	2.2 ↓
Asia (ex-Japón)	6.2	9.6	7.9 (8.1; 8.1; 8.0)	7.4 =	7.6 =	7.6 (7.9; 7.9; 8.4)	6.8 ↓	7.3 ↓
China	9.2	10.3	9.5 (9.6; 9.6; 9.6)	9.1 ↑	9.1 =	9.0 (9.5; 9.5; 9.5)	8.3 =	8.5 ↓
India	6.8	10.1	7.8 (8.2; 8.2; 8.4)	7.6 =	7.5 =	7.5 (7.8; 7.8; 8.0)	7.8 =	7.9 ↓
América Latina	-1.7	6.1	4.5 (4.6; 4.7; 4.3)	4.2 ↓	4.2 ↓	4.0 (4.1; 4.2; 4.1)	3.5 ↓	3.9 ↓
Brasil	-0.6	7.5	3.8 (4.1; 4.5; 4.5)	3.1 ↓	3.4 ↓	3.6 (3.6; 4.1; 4.1)	3.4 ↓	3.8 ↓
México	-6.2	5.4	3.8 (4.7; 4.6; 4.2)	3.8 =	3.8 =	3.6 (4.0; 4.0; 4.8)	3.0 ↓	3.3 ↓
Mundo (PPP)	-0.7	5.1	4.0 (4.3; 4.4; 4.4)	3.6 =	3.7 =	4.0 (4.5; 4.5; 4.5)	3.3 ↓	3.6 ↓
Mundo (TCM)	-2.3	4.0	3.0 (3.4; 3.5; 3.5)	2.6 =	3.0 =	3.2 (3.7; 3.7; 3.6)	2.0 =	3.0 ↓
Comercio Mundial	-10.7	12.8	7.5 (8.2; 7.4; 7.1)			5.8 (6.7; 6.9; 6.8)		

Fuentes: Consensus Forecasts, Octubre 2011; Asia Pacific Consensus Forecasts, Octubre 2011; Latin America Consensus Forecasts, Octubre 2011; 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.

llevar de vuelta a la recesión. Entre los riesgos más importantes se encuentran: (1) una intensificación de los problemas de deuda soberana en Europa, afectando con más intensidad a la solvencia fiscal, a la banca europea y a los mercados financieros internacionales; (2) un aterrizaje brusco en China debido a dificultades en recomponer las fuentes del crecimiento desde las exportaciones al consumo interno; y (3) un deterioro de los problemas geopolíticos con respecto a Irán con efectos en el precio del petróleo justo cuando la economía mundial se encamina a un crecimiento bajo.

### 3. Perspectivas para la economía chilena

En los primeros dos trimestres del año, la economía chilena creció con fuerza apoyada por favorables términos de intercambio, políticas macro

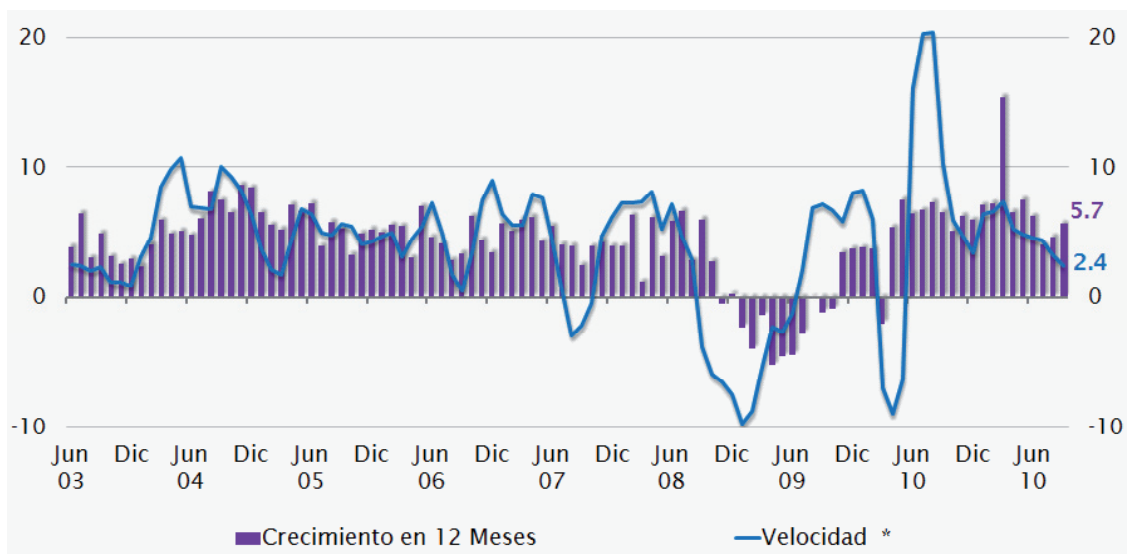
aún expansivas para esta etapa del ciclo –balance cíclicamente ajustado alcanzaría este año un déficit en torno al 1,6% del PIB–, amplio acceso a financiamiento externo con bajas tasas de interés internacionales y expectativas empresariales optimistas. Sin embargo, el crecimiento perdió dinamismo en el último trimestre como resultado del retiro del excesivo estímulo monetario para mantener a la tendencia inflacionaria en torno a la meta de inflación y por los efectos del deterioro externo en las expectativas y en los mercados de activos.

El IMACEC de septiembre creció 5,7% anual y 0,9% mensual (en base a cifras desestacionalizadas), sorprendiendo positivamente al mercado que esperaba una tasa de crecimiento menor. Sin embargo, la tasa de variación implícita del PIB del tercer trimestre es de un 4,8% anual y de tan solo 2,4% trimestral anualizado que contrasta con las



Gráfico 3

Imacec (%)



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

Fuente: Banco Central de Chile.

variaciones anualizadas del PIB de 7,3 y 4,5% registradas en el primer y segundo trimestre del año, respectivamente (Gráfico 3).

Por el lado de la demanda interna, las ventas al detalle siguen creciendo a tasas superiores al 9%, lideradas por las de bienes durables. Por su parte, el crecimiento de las importaciones de capital y de consumo se desaceleran con fuerza anticipando un deterioro en el crecimiento del consumo en los próximos meses.

Las cifras de cuentas nacionales que se publicarán este viernes van a confirmar el cuadro de una economía cuyo crecimiento sigue convergiendo hacia la tasa de crecimiento del producto potencial

En el mercado laboral, la encuesta de empleo del trimestre móvil julio-septiembre dio como resultado una mantención en la tasa de desempleo en 7,4%. El empleo sigue aumentando pero a tasas más moderadas y los salarios nominales crecen

con fuerza lo que evidenciaría una estrechez en el mercado laboral.

El aumento en los ingresos del trabajo (salarios reales por empleo) apoya el crecimiento del crédito en todos los sectores y del consumo privado. Sin embargo, consistente con el deterioro del entorno externo y la desaceleración del crecimiento que se está materializando, las condiciones de oferta de crédito y de demanda, con la excepción de los créditos hipotecarios, se han tornado menos favorables. Por su parte, la demanda por instrumentos de renta fija del Banco Central aumenta como resultado de un vuelo hacia la seguridad lo que se materializa en una reducción de sus tasas de interés.

En cuanto a las expectativas económicas, el pesimismo se mantiene entre los consumidores y la confianza del sector empresarial, si bien se mantiene en terreno positivo, se ha reducido en los últimos meses. El persistente pesimismo de los

consumidores puede deberse a una combinación de factores: fuerte alza en precios de alimentos y combustibles, principalmente por sus efectos en la canasta de consumo del 60% más pobre, el alza en precios de productos de compras frecuentes que tiende a sobreestimar la inflación percibida, las que se compensan con la baja en precios de durables y, finalmente, puede deberse a expectativas frustradas.

En materia de precios, la inflación anual al mes de octubre alcanzó 3,7%, subiendo desde 3,3% en septiembre, con una variación mensual de 0,5%, sorprendiendo al mercado que esperaba una menor inflación. El aumento en el nivel de precios se debió, principalmente, al incremento de los precios de los alimentos y transporte. En cuanto a las expectativas de inflación, después de reducciones consecutivas en los últimos meses ayudadas por la caída en el precio de los combustibles y las alzas en la tasa de política monetaria, las expectativas de inflación a diciembre de este año se corrigieron al alza. Sin embargo, las expectativas a uno y dos años se encuentran ancladas al 3%.

En el mercado cambiario, después de una fuerte depreciación resultante del pronunciado deterioro en el entorno externo y el vuelo internacional hacia la calidad, que llevó a la moneda nacional a superar los 530 pesos por dólar a principios de octubre, en las últimas semanas el tipo de cambio ha fluctuado alrededor de los 500 pesos. Así, el tipo de cambio ha estado muy afectado por la volatilidad externa y sus efectos sobre el apetito por riesgo, flujos de capitales, paridad dólar euro y precio del cobre.

La combinación de la desaceleración en el crecimiento de la demanda interna con el deterioro de la situación internacional llevó al Banco Central terminar con el proceso de normalización monetaria, mantenido hasta ahora la tasa de política

en 5,25%, pero ha estado considerando entre las opciones reducirla frente a un escenario en que el producto ya está creciendo, a tasa anualizada, por debajo del crecimiento del PIB potencial y crecería también el próximo año por debajo del producto potencial llevando a una ampliación de las holguras de capacidad. Esto es lo que ha llevado al mercado a anticipar varias bajas en la tasa de política monetaria en los próximos meses.

En cuanto a la política fiscal, los parámetros extraídos de las recomendaciones de los comités de expertos son un crecimiento potencial del 4,9% (4,8% el año pasado) y de 3,02 dólares por libra para el cobre (2,59 el año pasado). El proyecto de ley para el Presupuesto 2012 incluye un aumento en el gasto de 5,0% real, por lo que la razón Gasto a PIB pasaría de 23,5% a 24,5%. Este aumento en el gasto es consistente con un balance cíclicamente ajustado proyectado del -1,5% del PIB. Sin embargo, el manejo político del conflicto estudiantil va a terminar poniendo presión adicional en las cuentas fiscales que pueden terminar reduciendo la capacidad de maniobra de la política fiscal frente a escenarios externos más negativos.

Dentro de las perspectivas para los próximos años, en mi escenario central, el crecimiento del PIB del 2011 se ubica en la parte superior del rango del 6 al 6,5% y para el 2012 de 4% con sesgo a la baja, pero si se intensifica el deterioro del entorno externo, el crecimiento del 2012 sería bastante menor al 4%. Los sectores más dinámicos serán el comercio, los servicios financieros y la construcción. Por su parte, la inflación anual a diciembre debiera cerrar en torno al 3,7% este año y en la parte baja del rango del 3 al 3,5% el año próximo (Tabla 3). El riesgo para la inflación del próximo año está en los aumentos que experimenten los salarios en un mercado laboral donde las holguras ya han desaparecido.

Tabla 3

Chile: Proyecciones Macroeconómicas  
(variación % anual)

	2010	2011				2012				2013 FMI
		BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE	
PIB	5.2	(6.25-6.75)	6.3 (5.6; 6.6)	6.5	6.4 (6.0; 6.5)	(4.25-5.25)	4.4 (3.5; 5.5)	4.7	4.5 (4.0; 4.8)	4.5
Demanda Interna	16.4	9.1	-	-	-	4.5	-	-	-	-
Con. privado	10.4	8.2*	7.9	9.9	-	4.9*	5.0	5.6	-	-
Inversión total	18.8	14.4	14.0	14.1	-	7.1	8.1	9.4	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.4	-	1.1	0.5	-	-	0.1	1.3	-	1.5
Tipo Cambio (fin período)	468.4	-	504.9**	516.3	505*** (480; 530)	-	517.7**	504.8	510*** (476; 532)	-
Inflación (dic-dic)	3.0	3.3	3.4 (2.4; 4.3)	3.5	3.6 (3.4; 4.0)	2.9	3.0 (2.4; 5.4)	3.4	3.0 (2.6; 3.6)	3.0
Tasa de Desempleo (%)	8.4	-	-	6.9	-	-	-	6.5	-	7.2
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.9	-1.0	-0.1 (-1.1; 1.3)	-0.7	-	-2.1	-0.8 (-3.8; 2.4)	-1.4	-	-1.7

\*Se refiere al consumo total. \*\*Corresponde a fines de Octubre del 2012. \*\*\*Corresponde a fines de Octubre del 2013.

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

En el corto plazo, los principales riesgos que enfrenta la economía chilena son las que muestra el entorno externo y son los que ya analizamos en la segunda sección.

La mejor defensa que tenemos frente al deterioro de la situación externa es la credibilidad del Banco Central, la solvencia fiscal y la fortaleza de nuestro sistema financiero. Además, la diversificación del destino de nuestras exportaciones, con una gran participación de Asia, es una gran ayuda en este escenario, pero frente a una crisis mayor en Europa no hay forma de ser inmunes.