

El momento económico internacional y nacional

VITTORIO CORBO

- La economía mundial ha estado perdiendo dinamismo después de la sorprendente recuperación iniciada a partir del segundo trimestre del 2009, que llevó a la tasa de crecimiento del PIB mundial a tasas en torno al 5% anualizado el último trimestre del 2009 y el primer trimestre del 2010. EE.UU. y China lideran la desaceleración. Esta caída en la tasa de expansión preocupa a los mercados por la incertidumbre que abre con respecto a la evolución futura de la economía mundial.
- Continúa también la preocupación sobre la solvencia fiscal de Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España. Esto ha llevado a gobiernos europeos —especialmente en la Zona Euro— a introducir programas de ajuste fiscal mucho antes de lo anticipado, en un intento por reducir el recelo de los mercados y, de esa forma, evitar que siga subiendo el costo financiero. Destacan los programas de ajuste fiscal de Grecia, España, Irlanda y Portugal. Fuera de la Zona Euro, el Reino Unido también ha anunciado planes contundentes para controlar la peligrosa dinámica de su deuda pública.
- Otra preocupación de los mercados ha sido la solvencia de la banca europea, especialmente en países que están enfrentando una tormenta perfecta: colapso de su sector inmobiliario, recesión y ahora ajustes fiscales en las etapas iniciales de su recuperación. A esto se agrega la incertidumbre sobre los efectos que terminarán teniendo las reformas financieras en curso en las utilidades de los bancos, y en el incremento del crédito.
- La combinación de una desaceleración del crecimiento mundial con la anticipación de programas de ajuste fiscal en Europa ha abierto un debate sobre cuál debiera ser la prioridad de las políticas: apuntalar la recuperación, o asegurar la solvencia fiscal. Este debate va a seguir presente hasta que se despejen las dudas sobre la naturaleza de la desaceleración en curso de la economía mundial: si es un fenómeno pasajero que forma parte del ciclo de recuperación, o bien algo más duradero relacionado a los problemas que siguen teniendo los países industriales (endeudamiento excesivo en el sector privado, mercados de crédito anémicos, niveles de desempleo que permanecen altos, etc.).
- En la economía chilena destaca el alto dinamismo que ha estado experimentando la demanda interna, lo que debiera empujar el crecimiento del PIB a una tasa cercana al 5% este año. En paralelo, sorprende la baja expansión de la construcción, lo que indica que la reconstrucción está sólo en sus etapas iniciales y debiera ser otra fuerza de dinamismo de la actividad en los próximos trimestres. Dado el desempeño que lleva la economía, salvo que se den sorpresas muy negativas en la economía mundial, lo cual es poco probable, las brechas de capacidad se van a extinguir mucho antes de lo anticipado. Esto llevará al Banco Central a continuar con su proceso de reducción del excesivo estímulo monetario, para llevar la TPM a un valor por lo menos neutral en los próximos 12 a 18 meses. El riesgo es que, para contrarrestar el excesivo aumento de la demanda interna y sus potenciales efectos en la tendencia inflacionaria, la política monetaria tenga que jugar un rol contractivo, elevándose la TPM por sobre la tasa neutral.

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

1. Introducción

La economía mundial ha estado perdiendo dinamismo después de la sorprendente recuperación iniciada a partir del segundo trimestre del 2009, que llevó la tasa de crecimiento del PIB mundial a tasas en torno al 5% anualizado el último trimestre del 2009 y el primer trimestre del 2010. EE.UU. y China lideran la desaceleración del crecimiento. Esta caída en la tasa de crecimiento preocupa a los mercados por la incertidumbre que abre con respecto a la evolución futura de la economía mundial.

Continúa también la preocupación sobre la solvencia fiscal de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España (los GIIPS). Esto ha llevado a gobiernos europeos —especialmente en la Zona Euro— a introducir programas de ajuste fiscal mucho antes de lo anticipado, en un intento por reducir el recelo de los mercados y, de esa forma, evitar que siga subiendo el costo financiero. Destacan los programas de ajuste fiscal de Grecia, España, Irlanda y Portugal. Fuera de la Zona Euro, el Reino Unido también ha anunciado planes contundentes para controlar la peligrosa dinámica de su deuda pública.

Otro tema que ha preocupado a los mercados ha sido la solvencia de la banca europea, especialmente en países que están enfrentando una tormenta perfecta: colapso de su sector inmobiliario, recesión, incertidumbre sobre la solvencia de su banca, y ahora ajustes fiscales en las etapas iniciales de su recuperación. A esto se agrega la incertidumbre sobre los efectos que terminarán teniendo las reformas financieras en curso en las utilidades de los bancos, y en el crecimiento del crédito.

La combinación de una desaceleración del crecimiento mundial con la anticipación de programas de ajuste fiscal en Europa ha abierto un debate sobre cuál debiera ser la prioridad de las políticas: apuntalar la recuperación, o asegurar la solvencia fiscal. Este debate va a seguir presente hasta que se despejen las dudas sobre la naturaleza de la desaceleración en curso de la economía mundial: si es un fenómeno pasajero que forma parte del ciclo de recuperación, o bien algo más duradero relacionado a los problemas que siguen teniendo los países industriales (necesidad de reducir el endeudamiento

excesivo de su sector privado, mercados de crédito anémicos, niveles de desempleo que permanecen altos, etc.).

En la economía chilena destaca el alto dinamismo que ha estado experimentando la demanda interna, lo que debiera llevar el crecimiento del PIB a una tasa cercana al 5% este año. En paralelo, sorprende el bajo crecimiento que ha tenido la construcción, lo que indica que los efectos del terremoto han sido más pronunciados y que la actividad pública de reconstrucción está sólo en sus etapas iniciales y debiera ser otra fuerza de dinamismo para la actividad en los próximos trimestres. Dado el dinamismo que lleva la economía, salvo que se den sorpresas muy negativas en la economía mundial, lo cual es poco probable, las brechas de capacidad se van a extinguir mucho antes de lo anticipado. Esto llevará al Banco Central a continuar con su proceso de reducción del excesivo estímulo monetario, para llevar la TPM a un valor por lo menos neutral en los próximos 12 a 18 meses. El riesgo es que para contrarrestar el excesivo dinamismo de la demanda interna y sus potenciales efectos en la tendencia inflacionaria la política monetaria tenga que jugar un rol contractivo, para lo cual la TPM tendría que superar la tasa neutral.

2. La Economía Mundial y sus Perspectivas

2.1 Recuperación y Moderación de la Economía Mundial

La economía mundial se recuperó con más fuerza y antes de lo anticipado gracias a las políticas de rescate del sistema financiero mundial, y a las políticas de estímulo a la actividad económica introducidas en países industriales y emergentes. La fuerza de la recuperación durante los últimos dos trimestres, junto a la crisis griega sus efectos en los spreads soberanos de los GIIPS, ha llevado a los países de la Zona Euro a introducir programas de ajuste fiscal mucho antes de lo anticipado, los que se empiezan a hacer efectivos justo cuando el crecimiento de la economía mundial comienza a perder fuerza. De hecho, el crecimiento de EE.UU.

Tabla 1

Crecimiento Mundial
(variación anualizada, %)

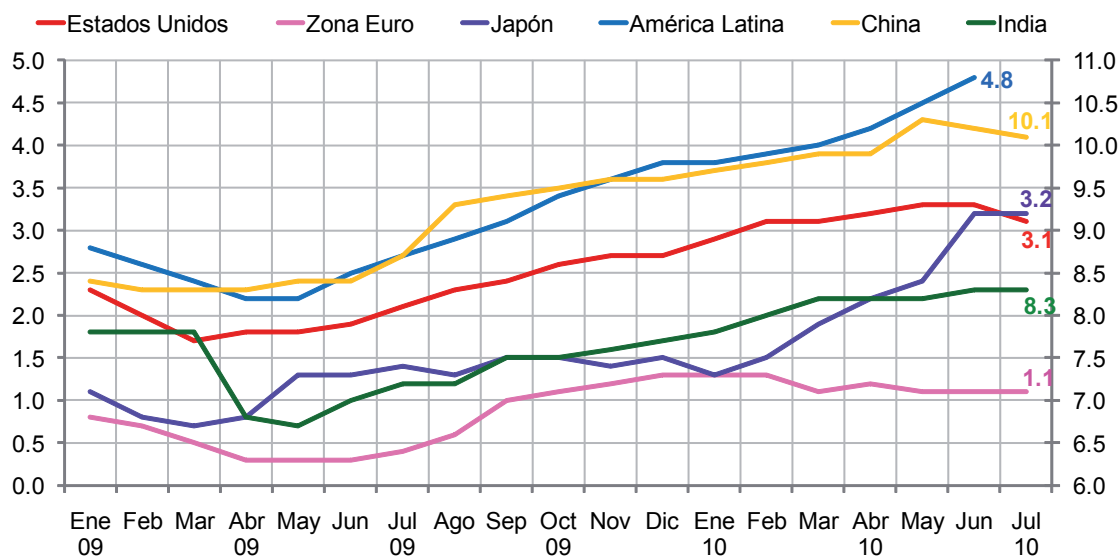
	2009				2010	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*
Estados Unidos	-6.4	-0.7	2.2	5.6	2.7	2.6
Zona Euro	-9.6	-0.4	1.6	0.5	0.8	2.7
Alemania	-13.3	-0.4	2.9	0.7	0.6	5.2
Japón	-15.8	6.9	0.4	4.6	5.0	3.4
Asia (ex - Japón)	2.5	12.9	10.9	8.7	10.8	6.6
China	8.4	14.8	11.0	10.9	10.0	7.8
India	8.2	9.8	15.0	6.9	9.2	8.1
Corea	0.5	11.0	13.4	0.7	8.8	4.8
América Latina	-10.0	0.9	6.6	7.4	4.2	5.2
Brasil	-5.9	6.0	8.8	9.5	11.4	5.0
Chile	-1.6	-0.9	5.2	6.2	-5.9	15.0
México	-24.5	1.2	10.1	7.9	-1.4	6.4
Mundo (PPM)	-7.5	1.4	2.8	4.3	3.6	3.4
Mundo (PPP)	-6.2	3.9	4.5	5.3	5.0	4.4

* Proyecciones de JP Morgan, excepto para China.

Fuente: Eurostat y Oficinas de Estadísticas Nacionales.

Gráfico 1

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



Fuente: Consensus Forecasts.

se ha estado moderando a medida que madura el ciclo de reconstrucción de inventarios, disminuye el estímulo proveído por el gasto fiscal, el sector privado reduce su apalancamiento, y la incertidumbre sobre nueva regulación financiera afecta los planes del sistema financiero. Por su parte, la economía de China, que mostraba señales de sobrecalentamiento, experimentó una desaceleración importante en el segundo trimestre gracias a las políticas de ajuste introducidas para moderar su crecimiento. En Europa, sorprende el dinamismo de Alemania y Francia pero existe el riesgo que la desaceleración del crecimiento de EE.UU. y de China, unido a los problemas de su banca y de los GIIPS terminen también reduciendo su ya bajo crecimiento efectivo y proyectado.

En estas circunstancias, se ha abierto un debate sobre la conveniencia y los efectos de los ajustes fiscales europeos en el contexto de una economía mundial que está desacelerándose. Este debate es más pertinente para aquellos países que pueden darse el lujo de postergar un ajuste de su presupuesto y esperar que la recuperación esté más consolidada. Dada la alta demanda por sus bonos públicos, este podría ser el caso de Alemania, EE.UU., Francia y Japón —pero no, por cierto, de países como Grecia, Irlanda, España o Portugal, a los cuales los mercados les están exigiendo un ajuste fiscal inmediato dado el deterioro esperado de sus finanzas públicas. Pero incluso Alemania, EE.UU., Francia y Japón tienen que comprometerse a hacer ajustes fiscales (legislados hoy, que surtan efecto en el futuro) para reducir sus necesidades de endeudamiento futuro. Las áreas de seguridad social y prestaciones de salud, especialmente, necesitan ajustes.

Esto sucede en momentos en que la economía mundial sigue arrastrando problemas heredados de la crisis. Las familias y el sistema financiero tienen todavía un largo camino para llegar a niveles de endeudamiento más sostenibles, y queda camino por recorrer para completar reformas financieras que puedan aumentar la solidez del sistema financiero y reducir los costos de futuras crisis financieras. Las reformas al sistema financiero en curso van a imponer una reestructuración y ajuste del sistema

financiero en momentos en que el crédito sigue estancado o contrayéndose. Como resultado, no es sorprendente que la confianza de los mercados siga frágil y muy afectada por las lecturas que se extraen de las noticias en lo que se refiere a las perspectivas de crecimiento de EE.UU., Europa y China, la solvencia de la banca europea, y la forma que termine tomando la nueva regulación financiera en los países industriales.

2.2 Crisis Europea

En el caso particular de Europa, a pesar de las substanciales medidas introducidas para controlar la crisis griega y su contagio, quedan una serie de focos de incertidumbre que están afectando a su sistema bancario y sus perspectivas de crecimiento. En particular, existen dudas con respecto a:

- I. la operatoria del programa de estabilización de la deuda;
- II. la capacidad de Grecia para recuperar la solvencia;
- III. la capacidad política de los países para llevar a cabo los ajustes fiscales y las reformas estructurales pro-crecimiento anunciadas (competencia, laboral y pensiones);
- IV. el diseño de los stress tests, sus resultados y la forma en que levantarán capital los bancos que lo necesiten para poder mantener su solvencia en escenarios menos favorables. Los resultados de los stress tests anunciados el viernes pasado y la publicación de diferentes aspectos de su metodología de cálculo debieran contribuir a reducir parte de la incertidumbre;
- V. los efectos recesivos de corto plazo en el crecimiento y en la solvencia de la banca de los programas de ajuste y de la mayor incertidumbre global;
- VI. los efectos en la credibilidad del BCE de su programa poco convencional de compra de bonos soberanos en los mercados secundarios.

La alta exposición de los bancos europeos a la deuda soberana de países europeos en aprietos,

junto a un deterioro de su cartera de crédito a causa de la crisis, han creado dudas sobre su solvencia. Como resultado, el mercado interbancario y el de fondos de corto plazo en Europa continúan muy obstruidos, amenazando a aquellos bancos que tienen mayores necesidades de liquidez y obligándolos a recurrir a las líneas de financiamiento del BCE.

En el corto plazo, la debilidad del sistema financiero es el problema más apremiante que enfrenta Europa, ya que distorsiona y limita el flujo de crédito y pone un freno a la recuperación económica. Para enfrentar este problema, la Unión Europea decidió, a través del Comité de Supervisores Bancarios Europeos, hacer *stress tests* a un total de 91 bancos europeos, que representan cerca del 65% del mercado bancario de la Unión Europea. El escenario adverso de estos *stress tests* considera: (1) una desviación de tres puntos porcentuales de las proyecciones de crecimiento de la Comisión Europea para el año 2010 y 2011 (un punto porcentual el 2010 y dos puntos porcentuales el 2011) como también un mayor desempleo que el proyectado. También supone un menor crecimiento y un mayor desempleo que el proyectado para los EE.UU.; (2) un aumento generalizado de las tasas de interés, y un aumento en los *spreads* de la deuda soberana de los GIIPS, tal que el valor de mercado de la deuda griega caería un 23,2%. En el escenario adverso, se les exige a los bancos un nivel de capital Tier 1 del 6% de los activos ajustados por riesgo en vez de un nivel mínimo del 4% que es lo que exige la regla de capitalización de Basilea 2.

Lo importante de estos *stress tests* es que los resultados resulten creíbles, tanto por los escenarios de riesgo considerados como por los planes de recapitalización que se formulan para los bancos que necesitan apoyo. Si esto sucede, la incertidumbre sobre el estado de la solvencia de instituciones financieras europeas debiera reducirse, contribuyendo a mejorar el funcionamiento de los mercados de corto plazo, a aliviar la restricción crediticia que hoy enfrentan empresas y consumidores europeos y a mejorar las expectativas. El análisis de los resultados de los *stress tests* es un proceso que va a tomar su tiempo, aunque a juzgar por los precios

de las acciones bancarias, la lectura inicial de ellos hecha por los mercados ha sido favorable.

Pero también hay un problema de más largo aliento en Europa, que hoy está al centro de las preocupaciones: la restauración de la solvencia fiscal, y las reformas para retomar el crecimiento. En esto último se han identificado problemas de competencia en sectores no transables y de una regulación laboral que atenta contra la restructuración de las empresas y las mejoras de la productividad. La resolución de estos problemas va a ser un proceso lento, no exento de dificultades, que generará volatilidad.

2.3 Reformas a la Regulación Financiera

En lo que se refiere a las reformas financieras, se han dado avances importantes durante las últimas semanas. La reforma del sistema financiero mundial avanza por dos líneas distintas:

- I. Regulación de provisiones, capital y de liquidez para bancos. Esta línea se está discutiendo a nivel internacional: se ha dejado en manos del Comité de Supervisión Bancaria del BIS, que integran presidentes de Bancos Centrales y superintendentes de Bancos, y serán presentadas en la próxima reunión de noviembre de los G-20 en Seúl.
- II. Normativa sobre qué instituciones supervisan al sistema financiero, cómo se reglamentan instrumentos financieros, cómo enfrentar crisis futuras, y otros temas que corresponden a cada país.

El estado de avance y los particulares de la segunda línea de reformas han divergido. En EE.UU., epicentro de la Gran Recesión, se ha dado una discusión de tono muy fuerte sobre las fallas del sistema de supervisión y lo inadmisibles que resulta rescatar al sistema financiero. Se acaba de aprobar una reforma financiera (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) de orden mayor —la más grande desde las reformas posteriores a la Gran Depresión— que busca rectificar muchos de estos problemas. Considera las siguientes medidas,

entre otras: (A) le otorga herramientas al gobierno para cerrar y administrar instituciones financieras quebradas; (B) crea una nueva agencia de protección a los consumidores para defenderlos de prácticas engañosas, costos escondidos y contratos abusivos; (C) crea un consejo que estudie el riesgo sistémico y observe riesgos a la economía; (D) le otorga autoridad al FED sobre instituciones financieras sistémicas, y aumenta la transparencia del FED sin restringir su autonomía; (E) introduce regulación y normas para transar instrumentos derivados; (F) fortalece el sistema de supervisión; y (G) pone restricciones a las prácticas de proprietary trading de los bancos. La reforma financiera americana es un paso adelante importante, pero no resuelve una serie de temas que contribuyeron a la crisis, entre ellos la existencia de dos compañías que dominan el mercado hipotecario americano y operaban con niveles de capital extremadamente bajos gracias a garantías estatales implícitas (Fannie Mae y Freddie Mac).

Las reformas financieras de la Unión Europea han tenido un tono distinto: su objetivo principal ha sido mejorar el diseño y funcionamiento de organismos existentes. Las realidades políticas dificultan una reforma brusca como la de EE.UU.: han surgido diferencias entre la administración de la Unión Europea y el Parlamento Europeo, y la importancia de bancos que operan a través de distintos países dificulta mucho el tema de qué supervisor es responsable, y qué gobierno debe pagar por rescatar firmas que necesitan ayuda. Así, el enfoque ha estado en mejorar la coordinación entre distintos supervisores nacionales. También se han dado reformas a nivel nacional: en Alemania y el Reino Unido, por ejemplo, se ha vuelto a centralizar la regulación y supervisión financiera en sus bancos centrales.

2.3 Perspectivas de Crecimiento Mundial

En cuanto al crecimiento mundial y sus perspectivas, la crisis europea encontró a la economía mundial recuperándose con más fuerza y mucho antes de lo esperado. EE.UU. creció impulsado por el ciclo de inventarios, las políticas de estímulo y las mejores expectativas privadas y Japón se ha beneficiado del dinamismo de Asia emergente, un

importante socio comercial. Pero las mejores noticias han estado en el mundo emergente como un todo, donde China después de crecer a tasas muy por encima de la tasa de crecimiento de su producto potencial se vio obligada a introducir políticas de ajuste para moderar su crecimiento, las cuales lograron su objetivo a juzgar por el crecimiento observado en el segundo trimestre de este año. Brasil e India muestran signos claros de sobrecalentamiento lo que también ha obligado a sus autoridades a introducir políticas contractivas. En contraste, con la excepción de Alemania, la Zona Euro ha mostrado un crecimiento débil afectada por su reducida capacidad para ajustarse a shocks y el aumento del costo de financiamiento por los problemas de liquidez y solvencia de su banca.

La fuerza de la recuperación sorprendía a los analistas y como resultado, con la excepción de la Zona Euro, hasta mayo las proyecciones de crecimiento para el año 2010 se habían estado corrigiendo periódicamente al alza.

Pero esto está cambiando: una serie de indicadores recientes muestra que el crecimiento de EE.UU. y de China ha estado perdiendo fuerza. Además, hay factores más fundamentales que debieran llevar a un menor crecimiento de la economía mundial en los próximos trimestres que harán que las proyecciones se sigan corrigiendo a la baja, especialmente para el año 2011: (A) EE.UU. enfrenta los problemas de un débil sector construcción, la necesidad de las familias de reducir su endeudamiento, los ajustes requeridos por los Estados por su precaria situación financiera, un alto desempleo, un débil mercado del crédito, un menor impulso fiscal y ahora los efectos de la crisis europea; (B) la Zona Euro aunque muestra a Alemania y Francia con un buen segundo trimestre, su crecimiento se debiera resentir por los efectos de la mayor incertidumbre asociada a los problemas de solvencia de sus gobiernos y de su banca, los efectos recesivos de los programas de ajuste fiscal y las dudas sobre la capacidad de los gobiernos de poder llevar a cabo sus programas de reformas; (C) China debiera seguir creciendo bajo el 10% para mantener la inflación controlada; (D) Asia emergente se desacelera por la maduración del ciclo de reconstrucción de inven-

Tabla 2

Proyecciones de Crecimiento Mundial
(variación anual, %)

	2009	2010			2011		
		FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	-2.4	3.3 (3.1; 2.7)	3.3	3.1 ↓	2.9 (2.6; 2.4)	2.9	3.0 ↓
Zona Euro	-4.1	1.0 (1.0; 1.0)	0.7	1.1 =	1.3 (1.5; 1.6)	1.3	1.4 =
Japón	-5.2	2.4 (1.9; 1.7)	2.5	3.2 =	1.8 (2.0; 2.2)	2.1	1.6 ↓
Asia (ex-Japón)	5.9	9.2 (8.4; 7.9)	8.7	8.6 =	8.1 (8.3; 8.0)	8.0	7.7 =
China	9.1	10.5 (10.0; 10.0)	9.5	10.1 ↓	9.6 (9.9; 9.7)	8.7	9.1 ↑
India	5.7	9.4 (8.8; 7.7)	8.4	8.3 =	8.4 (8.4; 7.8)	8.0	8.3 ↓
América Latina	-1.8	4.8 (4.0; 3.7)	4.3	4.8 ↑	4.0 (4.0; 3.8)	3.9	3.8 ↓
Brasil	-0.2	7.1 (5.5; 4.7)	6.0	7.1 ↑	4.2 (4.1; 3.7)	4.2	4.4 ↓
México	-6.5	4.5 (4.2; 4.0)	4.3	4.5 ↑	4.4 (4.5; 4.7)	4.0	3.7 =
Mundo (PPP)	-0.6	4.6 (4.2; 3.9)	4.3	4.3 =	4.3 (4.3; 4.3)	4.3	3.9 ↓
Mundo (TCM)	-2.0	3.6 (3.2; 3.0)	3.3	3.5 =	3.4 (3.4; 3.4)	3.3	3.3 =
Comercio Mundial	-11.3	9.0 (7.0; 5.8)	6.3		6.3 (6.1; 6.3)	6.7	

Fuente: Consensus Forecasts, Julio 2010; Asia Pacific Consensus Forecasts, Julio 2010; Latin America Consensus Forecasts, Junio 2010; FMI: WEO, Update Julio 2010 y en paréntesis WEO, Abril 2010 y Enero 2010, respectivamente; Banco Mundial: Global Economic Prospects, Junio 2010.

tarios y la desaceleración China; (E) Brasil y la India tienen que reducir su crecimiento para controlar su sobrecalentamiento; y (F) el crecimiento de Japón se verá afectado por la desaceleración de China, EE.UU. y Europa. Con todo, lo más probable es que el crecimiento de la economía mundial se modere para alcanzar un crecimiento en el rango del 3 al 3,5% en el año 2011 (ponderado por paridad de poder de compra). Como los ajustes que está teniendo la economía mundial va a tomar su tiempo, lo más probable es que el crecimiento mundial se mantenga en ese rango por varios años.

En este cuadro internacional, la decisión de China de flexibilizar su política cambiaria debiera ayudar: tanto en su manejo macro interno para reorientar el crecimiento del gasto doméstico hacia los sectores no transables, como en aliviar a reducir los desequilibrios globales y las presiones protectionistas del Senado de EE.UU.. Pero dada la desaceleración que está experimentando la economía mundial, lo más probable es que China intente una apreciación del yuan lenta y moderada.

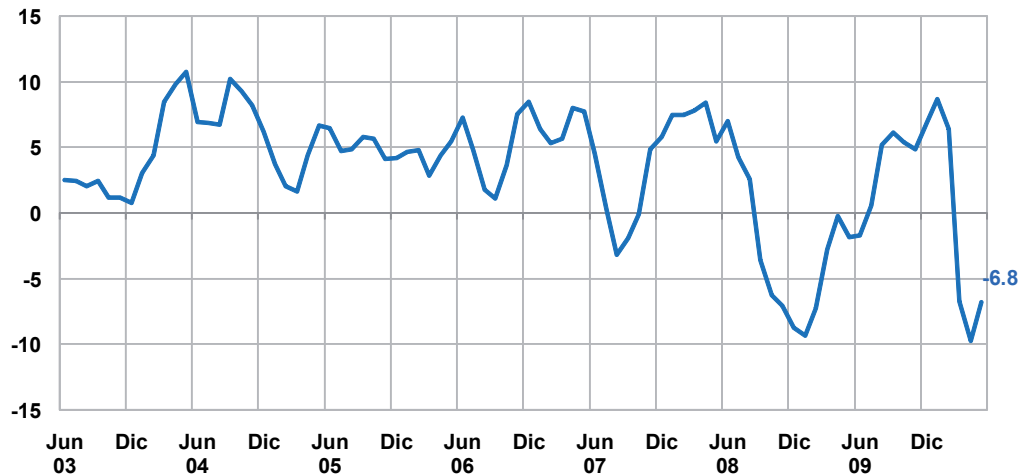
Con inflaciones subyacentes bajas tanto en EE.UU. (0,9% anual) como en la Zona Euro (0,9% anual), con alto desempleo y amplias holguras de capacidad se anticipa que las tasas de interés se debieran mantener bajas por más tiempo que lo previamente proyectado. De hecho, no se pueden descartar políticas monetarias más expansivas tanto en EE.UU. como en la Zona Euro.

Este escenario base para el crecimiento de la economía mundial, enfrenta una serie de riesgos, mayoritariamente a la baja, los que se han incrementado últimamente: (1) una desaceleración más pronunciada de lo anticipado en el crecimiento de EE.UU.; (2) un aumento de las tensiones financieras, especialmente en Europa, desatada por preocupaciones crecientes sobre los riesgos soberanos y/o la solvencia de su banca, afectaría las tasas de interés y las condiciones financieras tanto en Europa como en el resto del mundo; y (3) la incertidumbre regulatoria puede terminar afectando a las condiciones financieras más de lo anticipado.

Gráfico 2

Imacec

(tasa de variación anualizada de promedios móviles trimestrales, %)



Nota: Serie desestacionalizada.
Fuente: Banco Central de Chile.

3. Perspectivas de la Economía Chilena

La economía chilena ha retomado su dinamismo después de la brusca desaceleración causada por los efectos del terremoto y maremoto del 27 de febrero pasado. Así, después de caer en 2,9% anual en marzo, el IMACEC creció 4,6% anual en abril y 7,1% en mayo (Gráfico 2). Los sectores que muestran más dinamismo son el comercio minorista y mayorista, transporte y comunicaciones, y el sector industrial. La fuerza de la recuperación no es sorprendente dado el dinamismo que ha continuado teniendo la demanda interna y el favorable mercado externo que han tenido nuestras exportaciones. Además, la reparación de la capacidad productiva privada destruida por el terremoto se ha podido hacer en forma rápida gracias a las buenas condiciones de acceso al financiamiento que enfrentan tanto nuestras empresas como el país y a la capacidad de oferta de las empresas de ingeniería y montajes. Lo que sí sorprende es el bajo dinamismo que aún muestra la construcción a pesar de la importante labor de reconstrucción. Esta lenta respuesta de la actividad de la construcción puede deberse a los

rezagos en la puesta en marcha de las labores de reconstrucción, lo que hace prever para este sector un importante repunte en los próximos trimestres.

En cuanto al comportamiento de la demanda interna, ésta prácticamente no sufrió con el terremoto y sigue creciendo con fuerza apoyada por políticas monetarias y fiscales expansivas, la restitución de inventarios para poder satisfacer una demanda interna que se ha tornado más dinámica que lo anticipado y las mejores condiciones crediticias. Así, después de crecer sólo en 1,4% anual en el último trimestre del 2009, la demanda interna creció 11,1% anual en el primer trimestre de este año. Los indicadores parciales de gasto interno de alta frecuencia son incluso más impactantes: en el trimestre móvil terminado en mayo las ventas reales de bienes durables crecieron a una tasa anualizada cercana al 40% y las de no durables en torno al 13%. Las importaciones de bienes de consumo y de bienes de capital en dólares crecieron a una tasa anual promedio por sobre el 65% en los últimos tres meses.

En paralelo, con la excepción del sector construcción, la confianza empresarial ha mejorado en forma importante en los últimos meses y las expectativas de los consumidores se mantienen

cerca de la neutralidad. Las condiciones financieras continúan normalizándose y el crédito de vivienda ha aumentado en torno al 10% real anual, y sobre el 6% real anual tanto el crédito de consumo como el de empresas. Las distintas mediciones muestran que el empleo sigue creciendo y los salarios reales siguen aumentando entre el 3 y el 4% anual. El crecimiento de la masa salarial real, el dinamismo del mercado laboral y la menor incertidumbre debieran seguir apoyando el dinamismo de la demanda interna aunque a una tasa menor que en meses previos a medida que se completa la reposición de durables asociada al terremoto y a la postergación de compras por la incertidumbre sobre la economía global que nos golpeó hasta avanzado el año 2009.

La inflación anual se mantiene en un 1,2% mientras que las medidas de inflación subyacente comienzan a repuntar al igual que la velocidad de expansión mensual de los distintos agregados de precios.

En cuanto a perspectivas, en el segundo semestre de este año el crecimiento de la actividad debiera acelerarse, empujada por las mejores expectativas, la continuación del dinamismo del comercio y las comunicaciones y los efectos positivos en el sector construcción del mayor gasto en reconstrucción, el que debiera incluso tomar más fuerza en el año 2011. En contraste, el crecimiento de la demanda interna debiera atenuarse con la maduración del proceso de compra de durables por parte de las familias y de reposición de inventarios por parte de empresas, pero seguirá impulsada por la inversión en maquinaria y equipos y por una mayor inversión en construcción. Como resultado, el PIB crecería entre el 4,5 y el 5% este año y por sobre el 6% el próximo.

Con un crecimiento de la actividad productiva por encima del crecimiento del PIB potencial, las holguras de capacidad se van a comenzar a reducir y debieran extinguirse en los próximos trimestres, y antes de lo anticipado. En estas circunstancias, para evitar que la inflación de tendencia se escape en forma persistente de la meta del 3% anual, el Banco Central va a tener que continuar con su proceso de retiro del excesivo estímulo monetario aún presente. Así, las dos alzas recientes de la TPM debieran ser

parte de una serie de alzas que debieran llevar a la TPM a un nivel por lo menos neutral en los próximos 12 a 18 meses. El riesgo es que para contrarrestar el excesivo dinamismo de la demanda interna y sus potenciales efectos en la tendencia inflacionaria la política monetaria tenga que jugar un claro rol contractivo, para lo cual la TPM tendría que superar la tasa neutral.

Este escenario central de fuerte dinamismo de la actividad, que requeriría una normalización progresiva de la política monetaria, enfrenta riesgos, los cuales están marginalmente sesgados a la baja para el crecimiento y para la inflación. Estos riesgos son mayoritariamente de origen externo: Primero, la desaceleración de EE.UU. puede resultar más pronunciada y más duradera de lo proyectado, con efectos negativos en los volúmenes exportados, los términos de intercambio y las expectativas de empresarios y consumidores. Segundo, la crisis europea puede empeorar y terminar teniendo implicancias mayores a las contempladas en el crecimiento mundial y en las condiciones financieras internacionales. Tercero, la desaceleración de China puede resultar mayor que la necesaria para controlar su sobrecalentamiento con efectos negativos en los precios de los bienes primarios y en el crecimiento mundial. Cuarto, en el lado positivo, la desaceleración proyectada en el segundo semestre para el crecimiento del gasto interno puede resultar más tenue y al mismo tiempo las actividades de reconstrucción pueden tomar más dinamismo que el anticipado. El efecto combinado de los tres primeros riesgos sería un menor crecimiento y menores presiones inflacionarias. En contraste, el cuarto riesgo resultaría en mayor crecimiento y mayores presiones inflacionarias. De acuerdo a su modo de actuar en un esquema de política monetaria de metas de inflación, el Banco Central se mantendrá atento al desarrollo de estos escenarios para calibrar sus implicancias para la evolución de las holguras de capacidad y de la inflación proyectada, y ajustará su política monetaria para que la inflación proyectada se ubique en torno a la meta en el horizonte de política.

Las proyecciones macroeconómicas para este año y el próximo de distintas fuentes se presentan en la Tabla 3.

Tabla 3

Variables Macroeconómicas de Chile
(variación porcentual anual, %)

	2009	2010				2011		
		BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	-1.5	(4.0-5.0)	4.5	5.0	4.8	5.7	4.7	5.8
			(4.0; 5.0)		(4.4; 5.1)	(4.8; 6.5)		(5.0; 6.3)
Demanda Interna	-5.9	14.5	-	-	-	-	-	-
Con. privado	0.9	7.8*	5.5	7.5	-	5.6	7.4	-
Inversión total	-15.3	23.0	14.8	26.0	-	11.7	21.0	-
Bce. Sector Púb.	-4.4	-	-2.4	-2.2	-	-0.9	-1.4	-
Tipo Cambio (fin período)	506.4	-	534.9***	541.8	536**	544.6***	566.4	540**
					(511; 550)			(515; 558)
Inflación (dic-dic)	-1.4	3.8	3.5	3.3	3.5	3.2	2.9	3.2
			(2.8; 4.0)		(3.0; 3.7)	(2.8; 4.5)		(3.0; 3.9)

* Se refiere al consumo total

** Corresponde a fines de junio del año siguiente.

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

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