

INFORME ACTUALIDAD ECONÓMICA



Contenidos:

Sección Nacional

Editorial Nacional
Actividad Económica
Indicadores Financieros
Precios
Mercado Bursátil
Mercado Laboral

Especial

2009: EE.UU, de vuelta al
menú Keynesiano

Sección Internacional

Balanza de Pagos
Cuenta Corriente
Cuenta Financiera
Precios Internacionales
Otros

Editores:

Matías Berthelon, Ph.D.
Rodrigo Navía, Ph.D.
Soledad Cabrera

Colaboradores:

Rodrigo Aravena
Rodrigo Ibáñez

EDITORIAL NACIONAL

Lecciones de 2008 y los desafíos de cara al bicentenario

Dejamos atrás 2008, un año que sin dudas no será nada fácil de olvidar. Probablemente el gran hito que marcó el año fue el inicio de la mayor recesión económica en la era posterior a la Segunda Guerra Mundial- o probablemente desde la gran depresión de los años 30- en los países desarrollados. Asimismo, la velocidad de cambio de escenario no tuvo precedente alguno, dado que pasamos de un primer semestre marcado por alzas de tasas de interés en el resto del mundo (a excepción de EE.UU. y Japón) debido a la elevada persistencia inflacionaria provocada por los altos precios de los alimentos y de la energía, hacia serias amenazas de recesión global que ha impulsado a recortes de tasas de interés sin precedentes. De hecho, recientemente la Fed recortó la tasa de instancia al valor más bajo de la historia (rango entre 0,0% y 0,25%), revelando con esto la gravedad y preocupación que muestran las autoridades por los efectos reales y desinflacionarios de la crisis de liquidez. Asimismo, los precios de los commodities han presentado significativos descensos, destacando las caídas de 75% y 68% en el precio del petróleo y del cobre en los últimos 6 meses, lo cual, junto a la marcada desaceleración que han evidenciado las cifras de actividad manufacturera en China, India y Rusia, dejan entrever que aún queda espacio para que la contribución de las economías emergentes al crecimiento global sea aún menor.

Pero todo es historia conocida. A nuestro juicio, debemos realizar dos lecturas a partir de los acontecimientos de 2008: la primera de ellas, es extraer lecciones de lo que observamos en los mercados, y la segunda es identificar cuáles serán los desafíos y riesgos que enfrentará la economía chilena de cara al bicentenario.

Cosas para no olvidar de 2008

Uno de los principales desafíos en escenarios de este tipo consiste en rescatar lecciones a partir de hechos recientes que debieran ser considerados cuando la economía enfrente nuevamente un ciclo expansivo (que probablemente no llegaría antes del bicentenario). La primera es que el crecimiento de largo plazo no se puede sostener sólo por medio de políticas monetarias expansivas --como recortes sucesivos de tasas de interés-- debido a que esto genera elevados costos en el largo plazo. Esto, ya que los orígenes de la crisis subprime dicen relación con la existencia de tasas de interés reales muy bajas por una gran cantidad de años en el resto del mundo, lo cual originó un crecimiento excesivo del crédito y a una expansión global sobre 5,0% en los últimos años (cifra superior al promedio de 3,3% de crecimiento desde 1980 a la fecha). A pesar que nunca es una mala noticia crecer a tasas elevadas, son los efectos inflacionarios los que generaron un ajuste de la actividad por medio de dos vías: una, a través de los presupuestos de compañías que son intensivas en el uso de la energía; y por otra parte una fuerte desaceleración de la demanda global como consecuencia de la pérdida de poder adquisitivo que enfrentan las familias.

La segunda enseñanza nos dice que la eficiencia del mercado de capitales y la existencia de elevados estándares en el otorgamiento de créditos son pilares centrales para el funcionamiento del sistema financiero y la estabilidad de pagos. Lo anterior cobra especial relevancia al reconocer que la principal fuente del problema de liquidez surgió del excesivo crecimiento de crédito en EE.UU. como consecuencia de las escasas restricciones que enfrentaron las instituciones financieras a la hora de realizar colocaciones, lo cual ocasionó un aumento en las tasas de morosidad y con ello se estrecharon las condiciones de liquidez. Hoy, uno de los principales desafíos que enfrentan las autoridades estadounidenses corresponde a la revisión e implementación de nuevos estándares de créditos.

En el plano local, hoy podemos ver que los esfuerzos de ahorro rinden sus frutos en el largo plazo. En el año 2001 la economía chilena dio inicio a una regla de política fiscal con fines contracíclicos, lo cual consistía en ahorrar gran parte de los excedentes en ingresos cíclicos en fondos soberanos. Hoy, en un escenario marcado por riesgos de recesión, podemos gozar de la tranquilidad de contar con un buen colchón para enfrentar esta crisis, y no tener que ajustar bruscamente los niveles de gasto en la medida que los ingresos corrientes caigan. Es esta situación es lo que nos permite, a pesar que no somos en lo absolutos inmunes a lo que ocurra en el resto del mundo, contar con un stock de recursos tales que serían suficientes como para disminuir la probabilidad que la economía chilena caiga en recesión en los próximos años.

Desafíos y riesgos del próximo bienio

En sólo un par de semestres la economía chilena cambió drásticamente, tanto en lo que se refiere a composición de crecimiento como a los riesgos que enfrenta para los próximos trimestres.

En lo referente a composición de actividad, las últimas cifras coyunturales sugieren que quedó atrás el boom de la demanda agregada que tomó lugar en nuestra economía desde comienzos de 2008 hasta el tercer trimestre de 2008. Por lo menos así lo demuestran las cifras de cuentas nacionales correspondientes a dicho período, donde la economía

creció un 4,8%, frente a un crecimiento de la demanda interna en 11,2% y de 30% en la inversión privada. Sin embargo, la crisis externa, los efectos rezagados de las alzas de tasas de interés, la depreciación del peso chileno y el deterioro de las expectativas ha llevado a que la demanda por bienes durables esté presentando caídas a tasas de dos dígitos, como por ejemplo las ventas de viviendas (-30%), ventas de automóviles (-33%) y ventas de bienes durables en el sector fabril (-26%).

¿Qué sugieren estas cifras? Básicamente que los efectos de la crisis internacional han llegado a nuestra economía, y se han materializado en una menor demanda de los elementos más volátiles de la demanda agregada (bienes durables), quedando pendiente aún un deterioro significativo del mercado laboral- que se podría materializar en una tasa de desempleo de dos dígitos a mediados del próximo año- y un nuevo ajuste en la inversión y el consumo privado. En síntesis, el cuadro al parecer es bastante claro: el principal ajuste en 2009 será en la demanda interna, y no será poco, ya que después de crecer en torno a 9% este año lo haría bajo 1% en los próximos trimestres. En términos sectoriales, la economía chilena, si es que creciera en 2009, lo haría gracias a los sectores ligados a recursos naturales (electricidad, pesca y minería), debido a bajas bases de comparación, mejora en las condiciones hidrológicas y la caída en los costos energéticos. A diferencia de años previos, construcción y comercio restarían dinamismo debido al enfriamiento de la demanda interna.

En este cuadro, los principales desafíos provienen de la calidad, timing y tamaño que tendrán las políticas económicas que llevarán a cabo las autoridades. En el frente monetario, las medidas de preservar liquidez en el sistema financiero (por medio de acumular reservas y estimular la liquidez en dólares mediante licitaciones de swaps) tuvieron un gran éxito en los últimos meses. Una vez que se normalizó la liquidez, es difícil imaginarse otra cosa que no sean recortes de TPM, ya que luego de la caída en las expectativas inflacionarias, en el precio de los commodities y en las mayores holguras que se generarán como consecuencia de la desaceleración de la actividad, el Banco Central contaría con los elementos suficientes como para iniciar un proceso

de agresivos recortes de TPM en el primer trimestre que la podrían ubicar bajo 6,0% al cierre del próximo año.

Finalmente, la política fiscal tendría un rol protagónico en el desarrollo de la crisis en Chile, ya que podría contribuir significativamente a que la economía chilena no entre en un cuadro recesivo en los próximos trimestres. De concretarse el anuncio de incremento en el gasto fiscal de 5,7% para el 2008, un crecimiento en torno a 1,6% para el próximo año, el gobierno podría incurrir en un déficit de alrededor 0,5% del PIB (que equivaldría a US\$1.108 millones aproximadamente) para financiar dicho gasto. De concretarse este escenario, veríamos una política fiscal altamente expansiva, lo cual quedaría de manifiesto por medio de la elevada brecha que existiría entre el crecimiento de la demanda interna y el gasto de gobierno, que sería la mayor en la década.

No cabe duda que esta situación genera una serie dudas respecto de la viabilidad en el largo plazo de estas acciones. Al respecto, debemos señalar que los criterios bajo los cuales se conduce la política fiscal en Chile son de largo plazo, lo cual permite que en periodos de bajo crecimiento sean los ahorros fiscales de periodos previos los que permitan financiar un gasto mayor que los ingresos. Es más, la disponibilidad de los ahorros en los fondos soberanos permitirían financiar alrededor de 5 años con un déficit de alrededor 2,5% del PIB. Por tanto, más que preocuparnos por el tamaño del déficit fiscal que podríamos tener en los próximos años, debemos estar tranquilos de contar con reservas que podrían jugar un rol crucial para evitar una recesión en Chile, a diferencia de crisis previas.

Rodrigo Aravena González
 Académico Escuela de ingeniería Comercial PUCV
 Subgerente de Estudios
 Departamento de Estudios, Banchile Inversiones

ACTIVIDAD ECONÓMICA

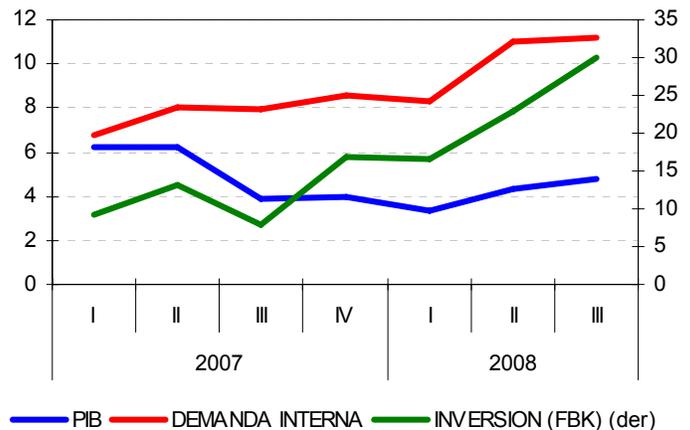
PIB – IMACEC

Durante el tercer trimestre del año el crecimiento económico se mantuvo débil, alcanzando un 4.8%, cifra 0.9 puntos porcentuales mayor a la registrada el mismo trimestre del año anterior. El sector que más aportó a este crecimiento fue EGA (Electricidad gas y agua) con un 16.2%. Lo siguen Construcción y Pesca con un 12.4% y 10.3% respectivamente. Por su parte, el sector Minero y el Agropecuario- Silvícola presentaron reducciones de 6.1% y 2.9% respectivamente.

Esta variación fue anticipada por el Indicador Mensual de la Actividad Económica (IMACEC), que registró un promedio de 4.8% durante el tercer trimestre.

Durante el mes de Octubre el IMACEC presentó un incremento de 2,7%, cifra inferior en 1,6 puntos porcentuales al mismo mes del 2007. Este resultado se explica por la contracción de los sectores Minería e Industria en un 8,2% y 0,8%, respectivamente.

Actividad Económica (% de var. en 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile

Por su parte en Noviembre, el IMACEC registró un pobre incremento de 0,1%, explicado por el débil desempeño de los sectores Minería, Industria y

Comercio, junto con la existencia de un día hábil menos que en Noviembre del 2007

La región con mayor dinamismo durante el tercer trimestre fue Coquimbo, la cual, de acuerdo al Índice de Actividad Económica Regional (INACER), presentó un crecimiento de 21%, al comparar con igual periodo del 2007. Este crecimiento se debe a la expansión de los sectores Minería, Construcción, Transporte, Almacenaje y Telecomunicaciones.

Por su parte, la Región de Antofagasta fue la única en presentar una reducción en su crecimiento correspondiente a un 3,3%, explicada principalmente por el Sector Minero, debido a la menor ley de mineral que afecta a las principales empresas de la región. Cabe destacar que durante el tercer trimestre del 2007, esta región presentó un crecimiento de 17,5%

DEMANDA INTERNA

Durante el tercer trimestre del año la demanda interna presentó un incremento de 11,2%, cifra similar a la obtenida durante el segundo trimestre, y superior en 3,3% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Este gran dinamismo se explica principalmente por la formación bruta de capital fijo, la cual se incrementó un 30,1%, cifra bastante superior al 8% registrado el tercer trimestre del 2007.

Por el contrario, el consumo ha mostrado un retroceso en sus tasas de crecimiento, alcanzando un incremento de 5.8% el tercer trimestre, cifra inferior al 7,2% registrado en el mismo periodo del 2007. Este menor dinamismo del consumo, observado durante el año, se explica en parte por las condiciones crediticias más restrictivas existentes este año, y el menor ingreso disponible con que cuentan de las familias.

Por su parte el consumo del gobierno presentó un aumento de 4.8%, siendo la cifra más baja en años

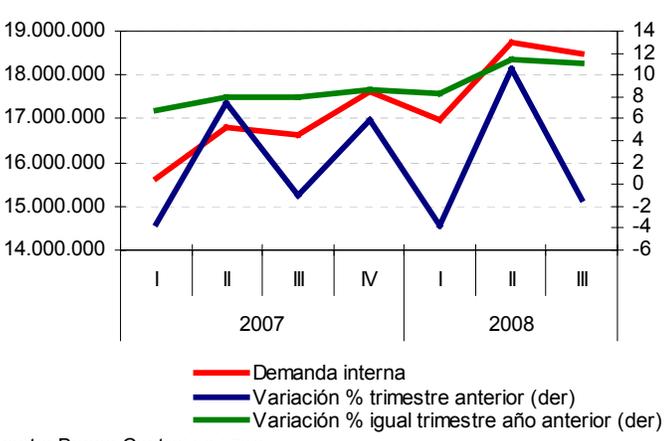
INDICADORES FINANCIEROS

En la reunión de Política Monetaria del mes de Septiembre el Banco Central decidió aumentar la tasa de interés en 50 puntos bases alcanzando un 8,25%. A partir de esa fecha la Tasa de Política Monetaria se ha mantenido constante, a pesar que la inflación sigue por sobre su rango meta. Esto se debe a que internamente, se visualiza un bajo crecimiento y algunos componentes del consumo durable muestran un menor dinamismo, lo cual se vería perjudicado con un alza en la tasa de interés, y externamente, los mercados actualmente se vive una desaceleración de la economía global y los precios de los productos básicos han mostrado una significativa reducción.

La tasa interbancaria del mes de Diciembre fue 8,24%.

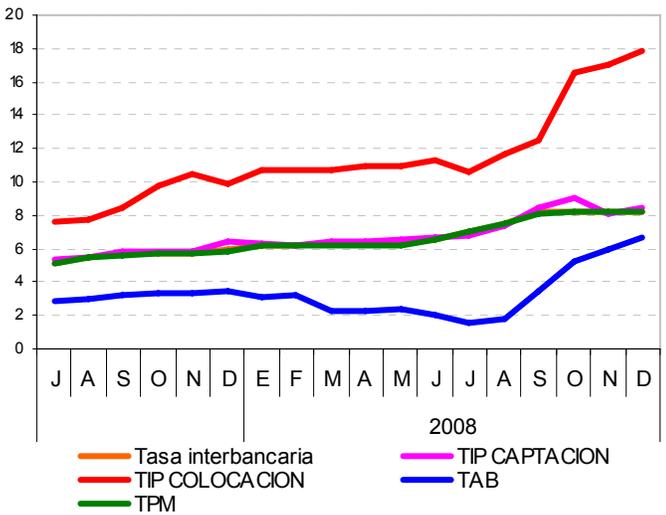
La Tasa Interés promedio de Operaciones (TIP) de 30 a 89 días, fue 8,4% para las captaciones, y 17,88% para las colocaciones. Al comparar respecto a Diciembre del 2007, se aprecia que la tasa para colocaciones aumentó 804 puntos porcentuales, mientras que la de captaciones aumentó en 192 puntos.

Demanda Interna (millones \$ 2003)



Fuente: Banco Central de Chile

Evolución % Tasas de Interés



Fuente: Banco Central de Chile

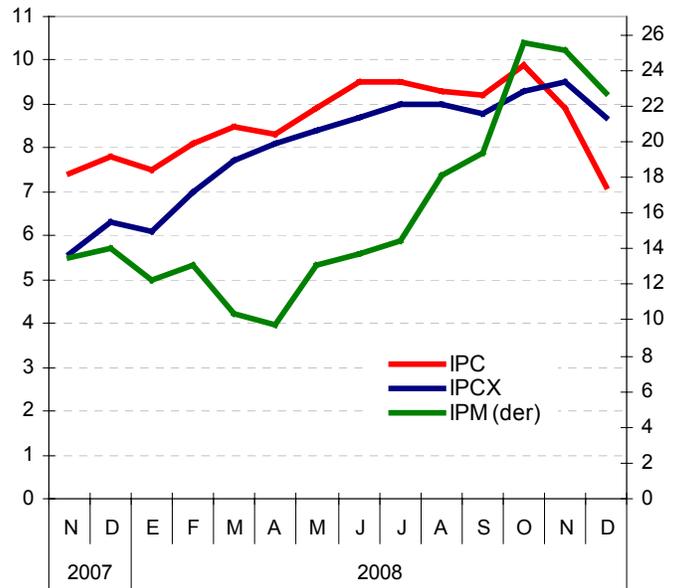
La Tasa Activa Bancaria (TAB) promedio en UF, fue de 6,61% en Diciembre recién pasado, valor superior (3,11%) al registrado en igual mes de 2007. Es posible concluir que todas las tasas descritas presenta una tendencia al alza, a excepción de la TPM que se ha mantenido constante en 8,25% los últimos 3 meses

PRECIOS

Durante el tercer trimestre la inflación continuó con sucesivas alzas, registrando el IPC de Julio, Agosto y Septiembre incrementos de 1,1%, 0,9% y 1,1%, respectivamente. Estas alzas se deben principalmente al grupo Alimentación, por el alto precio internacional de los productos básicos, además de un incremento en el precio interno de las frutas y verduras. Con esto el IPC acumulaba un 9.2% en 12 meses. En Octubre, se visualiza una reducción en los precios internacionales de los productos básicos y del petróleo, sin embargo no alcanza a impactar a la inflación interna, la cual presenta un incremento de 0,9%. Recién en Noviembre la inflación se ve afectada por estas bajas, visualizadas en una variación del IPC de -0,1%, y explicadas por una caída de precios en el grupo transporte de un 3,9%. Asimismo, Diciembre

presenta una reducción más notoria de 1,2%, causada por las disminuciones presentadas en el grupo Transporte, Vivienda y Alimentación de 6,4%, 0,8% y 0,5% respectivamente.

Nivel de precios (% de var. en 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile

Respecto a la inflación subyacente, se ha mantenido elevada, registrando en Diciembre un 0,1% y acumulando un 8,7% en doce meses. Durante el año el IPCX mantuvo la tendencia del IPC, sin embargo en el mes de Noviembre se ve un quiebre de la tendencia ante una reducción del IPC y un incremento del IPCX, lo que muestra un cambio en el fenómeno inflacionario.

El Índice de Precios al por mayor presenta una variación positiva de 22,7% acumulado durante el año. Este incremento es bastante sustancial al comparar con el 14% de variación de doce meses que presentaba en Diciembre del 2007.

Durante el presente año los productos nacionales han aumentado de precio en un 15%, mientras que los productos importados lo han hecho en un 9,6%, valores similares a los acumulados en igual periodo del 2007.

Los productos con mayor alza este año corresponden al grupo Pesca e Industria los cuales

registran un incremento de 34,4% y 26,1% respectivamente

MERCADO BURSÁTIL

Los primeros días de Octubre la bolsa presentó un comportamiento descendente, alcanzando su piso el día 10, gatillado principalmente por el incremento de temores de una recesión a nivel global, lo que hizo caer a la mayor parte de las bolsas mundiales. Si bien, a partir de esta fecha se visualiza un leve repunte, nuevamente los temores causados por la crisis internacional generaron la mayor caída del mes correspondiente a un 6%, el día 22. Se finaliza el mes con un IPSA de 2489,59 puntos y un IGPA de 11786,27 puntos

En noviembre la Bolsa presentó una reducción de 3,3%, registrando al 28 de ese mes 2406,26 puntos. Las mayores bajas se presentaron el día 12 y 20 del mes, las cuales fueron generadas principalmente por temores de una recesión global. El día 12, la reducción se explica, en específico, por un anuncio del Secretario del Tesoro de USA, acerca de que se daría marcha atrás a la compra de activos hipotecarios usando el fondo de rescate. Por su parte, la caída del día 20 se genera por la incertidumbre frente al plan de rescate del sector automotor de USA

Finalmente el mes de Diciembre la bolsa presentó un comportamiento sin mayores fluctuaciones, presentando caídas sólo los tres primeros días y el día 15, debido a los débiles datos presentados en por la economía Estadounidense y el deterioro sobre la perspectivas de la demanda de materia prima. El IPSA termina el año en 2376,42 puntos presentando una caída anual de 22,3%. Por su parte, el IGPA termina en 11324,05 puntos.

MERCADO LABORAL

En el trimestre móvil Septiembre – Noviembre de 2008, se observó una tasa de desocupación de un 7,5%, superior en 0,2 puntos porcentuales a la del 2007, pero idéntica a la presentada en el trimestre móvil anterior.

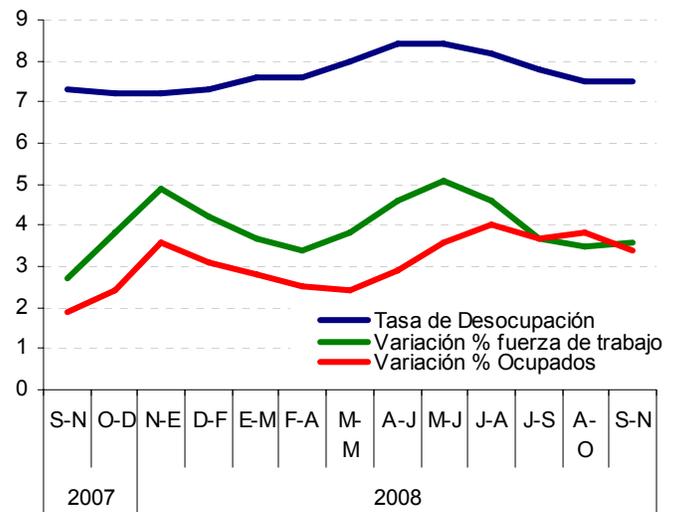
Los desocupados alcanzaron en el período un total de 542.800 personas, un 6,1% más que el año

anterior. Los cesantes presentaron un incremento de un 11,6% (50.230 personas), mientras que los que buscan trabajo por primera vez registraron una reducción de 24,3% (19.060 personas).

El mercado de ocupados aumentó 3,4% respecto al mismo trimestre de 2007, al generarse 222.430 nuevas plazas de trabajo en los últimos 12 meses. Esta cifra es mayor a la observada en 2007, donde casi 120.000 nuevos empleos fueron creados.

A pesar que durante los últimos doce meses, se visualiza un aumento de los ocupados, los desocupados también muestran un incremento, debido a que el aumento de la fuerza de trabajo (3,6%) es mayor que en los ocupados (3,4%)

Mercado Laboral (Var. %)



Fuente: INE

El trabajo asalariado creció en 0,2% lo cual implica la creación de 9.260 trabajos. Asimismo, las personas que trabajan por cuenta propia aumentaron en 2,5%, lo que significa una creación de 36.420 empleos en dicha categoría.

Los sectores económicos que contribuyeron en mayor medida a la generación de empleo en los últimos 12 meses, fueron Construcción y Servicios Comunes, Sociales y Personales, con 58.720 y 61.800 empleos respectivamente. Por el contrario, los sectores Agricultura, Caza y Pesca, y EGA

(Electricidad, Gas y Agua) registraron una reducción de 22.320 y 5.480 empleos cada uno.

A nivel regional, los mayores niveles de desempleo durante el período Septiembre – Noviembre de 2008, se observaron en La Araucanía y Valparaíso, con tasas de 10% y 10,3% respectivamente. La tasa más baja (2,3%) se produjo en Magallanes, región que presentó también la menor cifra para el mismo trimestre del 2007. Durante los últimos 12 meses, las mayores disminuciones ocurrieron en Coquimbo (de 7,6% a 5,6%) y la región del Maule (de 9,4% a 7,3%). Por su parte, la Región de La Araucanía presentó el mayor incremento en doce meses correspondiente a un 2,7%

Respecto a las remuneraciones reales, éstas registraron una reducción de 1,4% en Octubre de 2008, con respecto al mismo mes del año anterior

ESPECIAL

2009: EE.UU, de vuelta al menú keynesiano

Sin dudas el año que recién comienza es uno de los más desafiantes que se presenta en materia de política económica para los países desarrollados. De acuerdo al FMI, y como consecuencia de una caída en la demanda, en 2009 este conjunto de economías exhibiría una contracción de 0,3% en su producción con una inflación de 1,4%. En el caso específico de EE.UU., la reducción del PIB sería de 0,7%, siendo sólo superada por las caídas que se registrarían en Inglaterra y Alemania.

Ante tal panorama, y tras la experiencia de la depresión económica de los años 30, 2009 se visualiza como un año intenso en políticas de estabilización macro, especialmente en EE.UU. A continuación se describen y analizan las políticas que se llevarían a cabo en este último país., que por su relevancia en el concierto mundial afectarán no sólo a la principal economía mundial, sino a todas las naciones del orbe.

Política Monetaria: Tasas en cero y medidas “poco convencionales”

En la última reunión de política de 2008, la Fed redujo la tasa Fed Fund a su menor nivel histórico al

situarla en el rango 0,0%-0,25%, agotando de este modo el margen para futuras contracciones. Con tal escenario, las autoridades anunciaron un paquete de medidas “poco convencionales” que regirán la operacionalización de una política monetaria expansiva en 2009:

1) La Fed se comprometió a mantener la tasa rectora baja hasta que la actividad se recupere:

Con esta medida, lo que persigue la autoridad es afectar las expectativas de los agentes, anclándolas en lo que refiere a los futuros valores de las tasas de corto plazo. En este sentido, King (2002) señala que al eliminarse la incertidumbre respecto al nivel de la Fed Fund, es posible reducir las tasas en toda la estructura de plazos de la economía. Sin embargo, si los riesgos deflacionarios (que hoy están activos) son percibidos como transitorios, las perspectivas inflacionarias para horizontes mayores podrían sesgar al alza las tasas largas (nominales), no lográndose un efecto expansivo en el consumo e inversión.

ii) Evaluación de futuras compras de títulos de largo plazo emitidos por el Tesoro:

Este anuncio surge como una respuesta al riesgo comentado recientemente. Lo anterior, ya que una compra masiva de bonos públicos de mayor duración introduciría una presión alcista en los precios de éstos, reduciendo en consecuencia las tasas nominales de mayor plazo.

Adicionalmente, autores como Krugman (1998), Svensson (2003) y Bernanke (2003) sugieren que las economías pueden adoptar un esquema de metas de inflación (o de precios) y de esta forma anclar las expectativas inflacionarias y así reducir tasas de mayor plazo.

iii) Fed continuaría expandiendo sus balances:

Desde mediados de septiembre, los activos y pasivos de la Fed se han elevado cerca de un 122%, en circunstancias de que antes de la quiebra de Lehman y Brothers el crecimiento del balance (base monetaria) era prácticamente nulo. En términos simples lo anterior implica que la Fed ya no esteriliza sus compras de activos (que lo lograba vendiendo papeles del Tesoro) sino que las financia con base monetaria, expandiendo de este modo la cantidad de dinero de la economía.

El complejo escenario que antecede la administración Obama

Una de las peculiaridades más importantes de la actual recesión de EE.UU. y que plantea un reto importante para la futura administración de Obama, es el hecho de que por primera vez el consumo se contraería por más de un trimestre. Diversos son los factores que sustentan esta visión, destacando los siguientes:

i) Desde el inicio de la actual recesión el índice accionario S&P 500 ha caído un 41%, en tanto que el valor de las viviendas, medidas por el indicador S&P Case- Shiller ha descendido un 15%. De este modo, y sólo por estos efectos la riqueza de los consumidores ha descendido al menos un 17% en el presente ciclo.

ii) Hasta noviembre de 2008, el empleo se había contraído en 1.911.000 plazas laborales, con una destrucción media de 173.700 por mes. Por su parte, los salarios reales han presentado un descenso promedio de 0,2% en los últimos seis meses, implicando esto que el ingreso laboral también ha evidenciado una erosión.

iii) La pérdida del ingreso laboral, la caída del empleo y de la riqueza amenazan con ampliar la brecha entre el ratio de obligaciones financieras de las familias y la tasa de ahorro. En la actualidad, y gracias al plan de estímulo fiscal implementado el primer semestre, la tasa de ahorro de los hogares se sitúa en un 2,4% (luego de alcanzar un 0,0% en abril), mientras que el ratio de obligaciones financieras anotó en el tercer trimestre de 2008 un valor de 17,6 veces el ingreso. La ampliación de la brecha en un contexto de restricciones de crédito sería el inicio de una reacción en cadena que exacerbaría la desocupación y el gasto de los consumidores.

iv) De acuerdo a las encuestas de crédito realizada a los bancos comerciales, la disposición de éstos a otorgar nuevos créditos de consumo ha caído cerca de un 40% trimestral.

De esta forma, la autoridad enfrenta un escenario que conjuga un consumo débil y una economía que aún enfrenta restricciones de crédito.

¿Qué dice la teoría en el actual escenario?

La teoría keynesiana sostiene que la adopción de un estímulo fiscal vía gasto o recorte de impuestos impulsaría la demanda agregada y con ello el producto y el empleo. Sin embargo la literatura también ofrece una visión un tanto opuesta a la anterior conocida como "equivalencia ricardiana", bajo la cual cualquier incremento del gasto hoy (o recorte de impuestos) generaría una caída en el consumo privado de igual monto, pues las familias ahorrarían debido a que la política fiscal expansiva llevada a cabo por la autoridad, necesariamente implicarán mayores tributos para el futuro, en el entendido de que en una base intertemporal el gobierno no puede tener déficit. Así, bajo este esquema, la política fiscal es totalmente inefectiva al momento de expandir la actividad.

La evidencia empírica da cuenta de que en la práctica se observa un efecto intermedio, puesto que estudios recientes revelan que el multiplicador de la política fiscal es menor a la unidad y se disipa en el mediano plazo. No obstante, la situación actual de EE.UU., caracterizada por restricciones al crédito, es más consistente con los efectos keynesianos, puesto que los hogares no dispondrían de la holgura suficiente para ahorrar debido a la falta de liquidez que enfrentan. Sin embargo, una vez que la escasez de crédito deje de ser tal, es esperable que la política fiscal expansiva sólo estimule el ahorro de las familias y no implique un patrón de convergencia al producto potencial.

El plan de Obama: Estímulo fiscal

El pasado 6 de diciembre, el presidente electo Obama anunció un plan de estímulo fiscal que tendría un costo de entre US\$ 675.000 millones y US\$ 775.000 millones. El plan se diseñaría de un modo tal que en el corto plazo estimularía la demanda agregada (vía gasto) e impulsaría al alza los balances de las familias. En lo más inmediato, el plan abordaría proyectos de infraestructura orientados a la mantención (de caminos, puentes, etc), puesto que en estos casos la mano de obra se puede contratar de manera rápida, sin esperar por la aprobación de proyectos nuevos que requieren de un mayor período de evaluación. Adicionalmente, el plan consideraría beneficios adicionales para los desempleados y

recortes de impuestos, cuyos efectos sobre el gasto se apreciarían rápidamente y con mayor intensidad en la segunda parte de 2009. De acuerdo a estimaciones oficiales el plan crearía cerca de 2.000.000 de puestos de trabajo, es decir casi lo mismo que la economía hasta hoy ha destruido en la actual recesión. En el escenario más probable, y dada la coordinación de la política fiscal y monetaria, los fondos para el financiamiento de esta política provendrían de la Fed, la cual adquiriría deuda de los Estados y de este modo evitaría que el mayor impulso fiscal afecte significativamente la estructura inter temporal de la tasa de interés. Considerando una propensión marginal al consumo situada entre 0,65 y 1,0 (ceteris paribus) el plan podría por sí sólo generar una contribución de cerca de 2,0 puntos porcentuales de crecimiento, moderando de esta forma la duración y profundidad de la recesión.

Conclusiones

El año 2009, que será recordado como el del regreso de los postulados keynesianos, se caracterizará por una fuerte coordinación entre el gobierno y la Fed. En efecto, desde la perspectiva monetaria los esfuerzos irán dirigidos a activar el canal del crédito, situación que convivirá con políticas fiscales expansivas que se orientarán a estímulos del gasto en el corto plazo. Dicha expansión fiscal evitará movimientos en las tasas debido a la monetización de la deuda, permitiendo este mix de políticas que la duración y la profundidad de la actual recesión se acote, evitándose así una depresión. Sin embargo, a partir de 2010, cuando los mercados financieros ya están en su mayoría reestablecidos, se precisan políticas de más largo plazo (orientada a la acumulación de factores productivos), puesto que el menú keynesiano no asegura por si mismo un crecimiento sostenido.

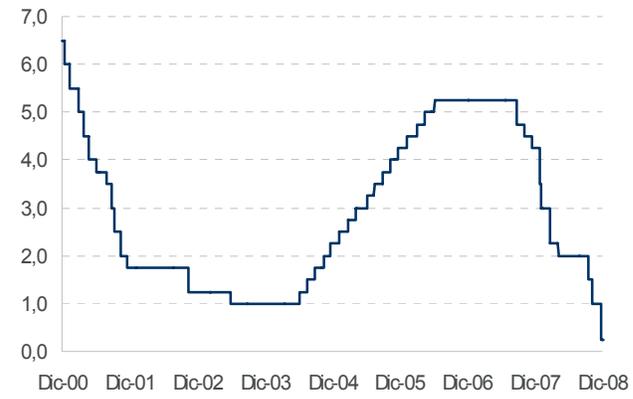
Rodrigo Ibáñez
 Académico Escuela de Ingeniería Comercial, PUCV.
 Economista
 Departamento de Estudios, Banchile Inversiones

Referencias

Bernanke Ben (2003), "Some thoughts on monetary policy in Japan". Discurso ante la sociedad japonesa de política monetaria, 31 de mayo, Board og Governors of the Fed system.
 King Mervyn (2002), "The inflation targets ten years on" Bank of England Quartely Bulletin, Vol. 42, n°4, Banco de Inglaterra
 Krugman, Paul (1998), "It's baaack; Japan's slump and the return of the liquidity trap"
 Svensson, L.E.O. (2003), "Monetary Policy and real stabilization" NBER Working papers series, documento de trabajo n° 9486, NBER.

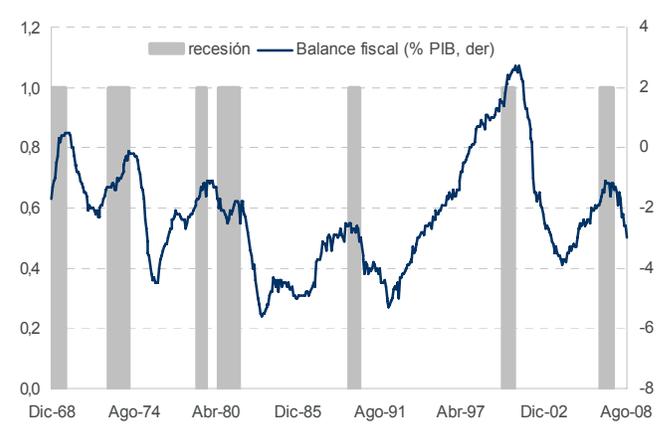
Gráficos

EE.UU.: Tasa de interés Fed Fund



Fuente: Reserva Federal, Bloomberg

EE.UU.: Gasto público (% PIB)



Fuente: Census, Bloomberg

SECCION INTERNACIONAL

BALANZA DE PAGOS

La Balanza de Pagos de Chile presentó un saldo positivo de US\$ 4.615,2 millones en el período Julio – Septiembre de 2008, con lo cual se obtiene un saldo positivo de US\$ 7.383,9 en los tres primeros trimestres del año. La Cuenta Corriente, por su parte, presentó un saldo negativo, correspondiente a US \$ 2.280,4 millones, explicada principalmente por las cuentas Renta y Servicios con saldos negativos de US \$ 2.863,6 millones y US \$ 406,2 millones respectivamente. Por el contrario, las cuentas Bienes y Transferencias corrientes presentan saldos positivos de US \$ 323,5 y US\$ 665,9 millones respectivamente. Cabe destacar que con respecto al trimestre anterior se visualiza un aumento en las importaciones y una reducción en las exportaciones

Respecto a la Cuenta de Capital y Financiera, se observó en ésta un saldo positivo de US \$ 2.152,9 millones, explicado principalmente por la inversión directa (US\$ 1.866,6) y Otras inversiones (US\$ 4.568,8).

CUENTA CORRIENTE

EXPORTACIONES

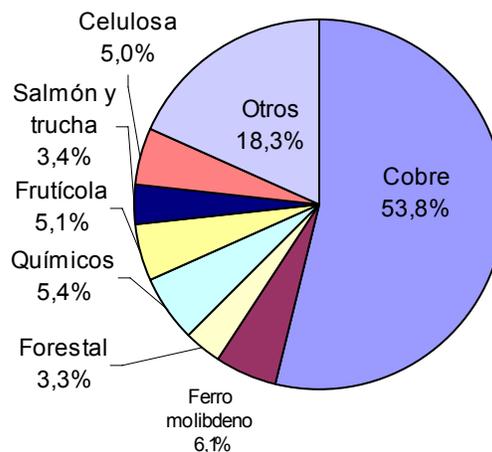
En el periodo Enero-Noviembre 2008, las exportaciones alcanzan US \$ 62.853,9 millones, lo cual implica un aumento de 1,47% respecto a igual período del 2007. Al observar los últimos 12 meses, el total exportado asciende a US\$ 72.841,2 millones, superior en un 2,6% al mismo periodo del año anterior

Estos aumentos en el periodo Enero-Noviembre se explican por un incremento de 20,8% en los bienes del sector Agropecuario- Silvícola y pesquero y un 13,5% en los Productos Industriales. Los Productos Mineros, por el contrario, presentaron una reducción de 5,7%.

De estos últimos, los productos que representan una mayor participación de las exportaciones de Mercancías corresponden al Cobre y el Ferro Molibdeno con un 53,8% y 5,3% de participación respectivamente en el periodo Enero-Noviembre 2008. Ambos productos presentan una

reducción en sus exportaciones con respecto al mismo periodo del 2007, correspondientes a un 6,5% en el caso del cobre y 8,3% el Ferro Molibdeno.

**Principales Productos Exportados
 Enero - Noviembre 2008**



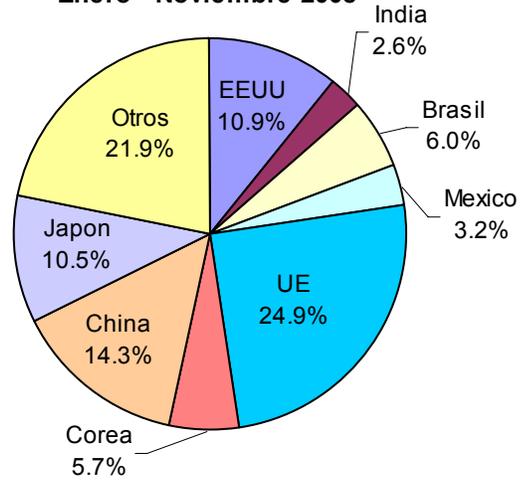
Por su parte, los productos frutícolas correspondientes al grupo de mayor ponderación dentro del grupo de productos Agropecuarios, registraron un aumento de 21%.

Asimismo, los productos Industriales, representados por productos químicos, Alimentos, celulosa y forestal, presentan incrementos con respecto al periodo Enero – Noviembre 2007. De estos productos, el mayor incremento fue presentado por los productos químicos correspondiente a un 29%.

Con respecto a los principales destinos de las exportaciones destacan la Unión Europea y China con un 25% y 14,3% de las exportaciones totales para el periodo Enero- Noviembre del 2008.

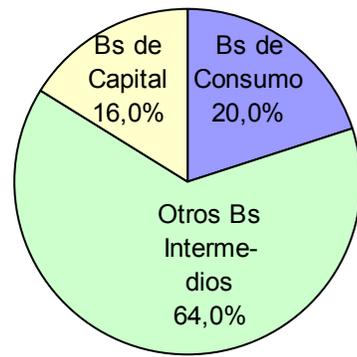
En cuanto a las variaciones con respecto al periodo Enero- Noviembre del 2007, destaca Brasil con un incremento de un 28,5%, seguido por Taiwán con 17,4%. Por su parte, India y Estados Unidos presentan reducciones en sus exportaciones de 16% y 7,3% respectivamente.

**Principales Destinos Exportaciones
 Enero - Noviembre 2008**



Fuente: Aduana de Chile.

**Principales Productos Importados
 Enero - Noviembre 2008**



Fuente: Banco Central de Chile.

Con respecto a los principales orígenes de las importaciones destaca Estados Unidos con un 20%, seguido por la Unión Europea y China los cuales abarcan un 12,5% y 11,9% de las importaciones totales respectivamente.

Cabe destacar que las importaciones provenientes de Japón han aumentado en el periodo Enero- Noviembre 2008, en 75,5% con respecto al mismo periodo del año anterior.

IMPORTACIONES

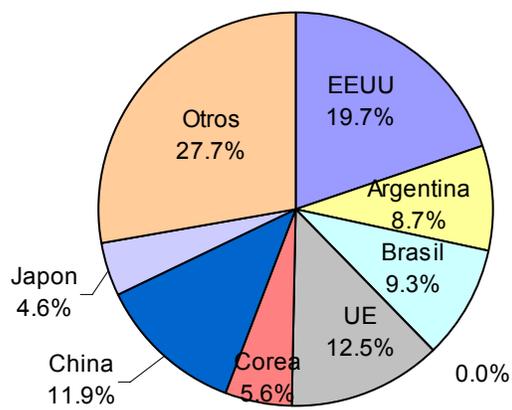
Las importaciones acumularon un total de US\$53.381,3 millones durante el período Enero – Noviembre del 2008, aumentando así un 34% respecto a igual período en 2007. De esta manera la brecha entre exportaciones e importaciones se sitúa en US \$ 6.472 millones.

La mayor parte de las importaciones corresponden a los bienes Intermedios, que constituyen un 64,3% del total de las importaciones. De este grupo, los combustibles son el componente más importante que abarca un 27% de las importaciones totales. Este producto mostró un incremento de 51,9% en el periodo.

Por su parte los bienes de consumo que corresponden a un 19,6% de las importaciones totales, aumentaron en un 22,3% con respecto al periodo Enero- Noviembre 2008.

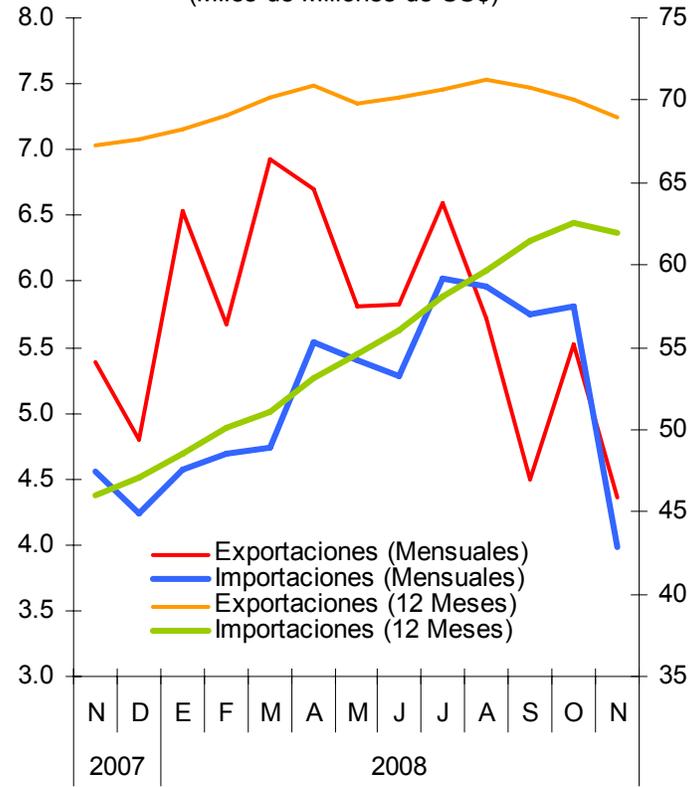
Asimismo, los bienes de capital registran un incremento de 34,4%.

**Principales Orígenes Importaciones
 Enero - Noviembre 2008**



Fuente: Aduana de Chile.

Balanza Comercial
 (Miles de Millones de US\$)



Fuente: Banco Central de Chile

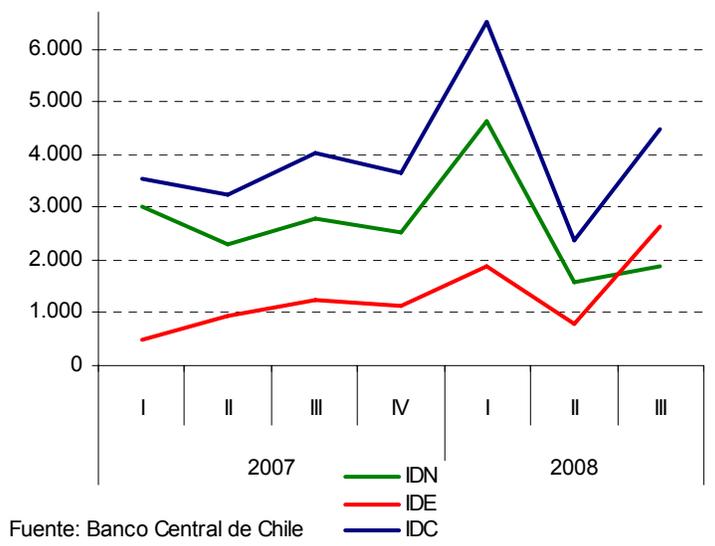
CUENTA FINANCIERA

INVERSIÓN DIRECTA

La Inversión Directa Neta (IDN) – diferencia entre la Inversión Directa que ingresa a Chile desde el extranjero y la Inversión Directa que el país realiza en el exterior - corresponde a US\$ 1.866,6 en el tercer trimestre del año, cifra inferior en US\$ 919,2 millones a la registrada en el mismo periodo del año anterior. Este saldo es explicado principalmente por la inversión directa en Chile (IDC), que en su mayoría (un 85%) se realizó a través de la cuenta acciones y otras participaciones que alcanzan US\$ 3.808,1.

Por su parte la inversión directa en el extranjero (IDE) en el tercer trimestre aumentó en un 62% con respecto al trimestre anterior.

Inversión Directa (Millones de US\$)



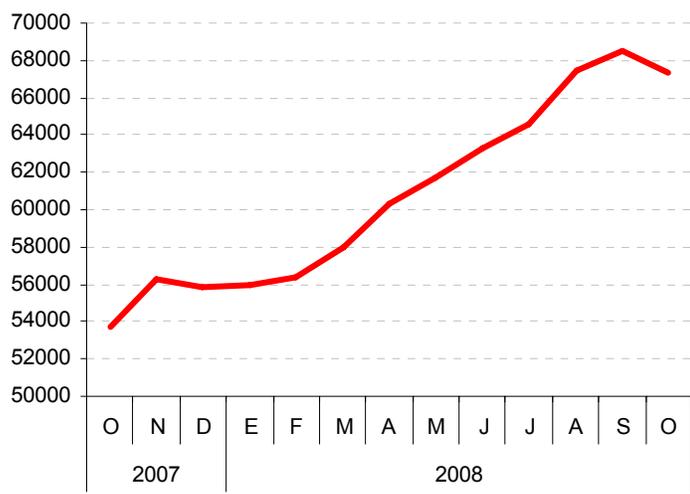
Fuente: Banco Central de Chile

DEUDA EXTERNA

A lo largo del presente año la deuda externa se ha incrementado constantemente, alcanzando US\$67.324 millones en Octubre. En lo que va corrido del año el incremento alcanza un 20,6%, explicado principalmente por un alza en la deuda privada de 24,2%.

Por su parte, la deuda pública acumula un aumento de 7,6% a Octubre, sin embargo en este último mes presentó una reducción de 4,5% respecto al mes anterior. Cabe destacar que todas las partidas de deuda pública sufrieron una reducción

Deuda Externa (Millones de US \$)



Fuente: Banco Central de Chile

La estructura de la deuda en términos de plazo se ha modificado hacia un incremento en la deuda de corto plazo, la cual en Diciembre del 2007 correspondía a un 20%, alcanzando en Octubre del 2008 un 26%. Esta estructura de deuda podría complicar a la economía debido a las variaciones en los riesgos financieros y a los problemas financieros internacionales actuales. En cuanto a su variación, tanto la de corto como largo plazo ha presentado un aumento en comparación a Diciembre del 2007, correspondiente a un 56,9% y un 11,5% respectivamente.

PRECIOS INTERNACIONALES

EXPORTACIONES

El Índice de Precio a las Exportaciones (IPX), disminuyó un 5% en el tercer trimestre del 2008 con respecto al trimestre anterior, siendo a su vez inferior en un 0,4% sobre el mismo periodo del 2007

Esta reducción se explica principalmente por la caída en el sector minero de 14,9%, con respecto al segundo trimestre del 2008, seguido por la baja

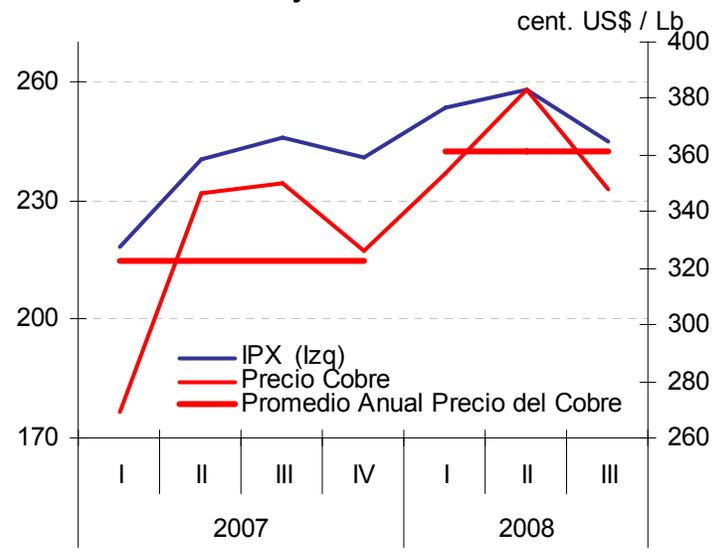
registrada en el sector Agropecuario, Silvícola y pesquero.

En lo que respecta al sector minero, la mayor reducción la representa el cobre, el cual presenta en el tercer trimestre una baja de 18,7% con respecto al segundo trimestre del 2008. Este comportamiento descendente se visualiza desde Agosto de este año, mes en el cual el precio del cobre cayó 35ctvos/lb.

En Octubre, el precio del cobre presentó una reducción de 29% con respecto a Septiembre de este año, ubicándose en 225,35ctvos/lb. Esta disminución se debe a la incertidumbre y bajas expectativas generadas por el deterioro de las condiciones financieras globales, la recuperación del dólar, y el menor crecimiento de China.

Por su parte, en Noviembre se visualiza una reducción de 24,5% con respecto a Octubre de este año, ubicándose en 168,6ctvos/lb. Esta disminución se debe a una menor demanda generada por una contracción en el gasto y producción de distintos sectores a lo largo del mundo, especialmente USA y China. Este último presentó durante Octubre una reducción de la importación de concentrados de Cobre de un 11%.

IPX y Precio Cobre



Fuente: Banco Central de Chile

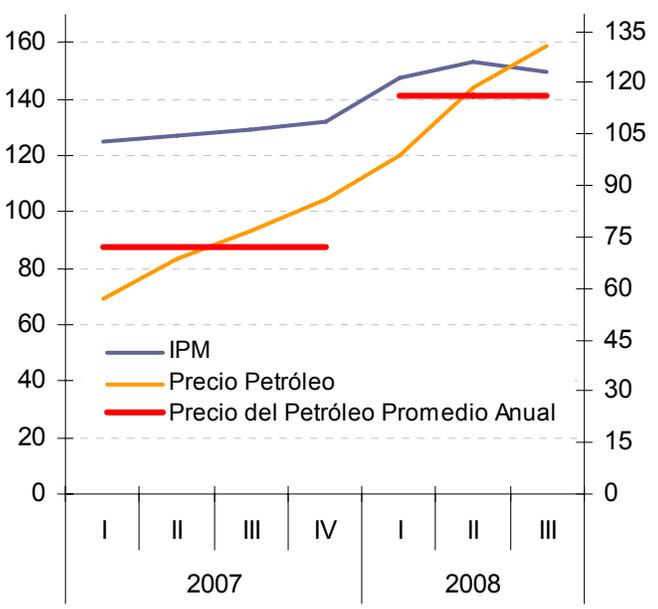
Finalmente en Diciembre, el precio del cobre presentó un descenso de un 16%, explicado por la

incertidumbre y pesimismo dado por las malas cifras macroeconómicas presentadas por Estados Unidos, China y Europa. De acuerdo al índice de gestores de Compra (valor 50 representa la división entre contracción y expansión), tanto China como Europa se encuentran en una delicada situación, presentando valores de 38,8 y 42,5 respectivamente. De esta misma forma, en Estados Unidos el índice ISM de la actividad Manufacturera registró 36,2 puntos, lo que llevaría a similares conclusiones. Junto con esto, la importación China de cobre no procesado y productos semimanufacturados cayó un 6% en Noviembre. Por su parte, durante Diciembre, se visualiza un incremento en la Bolsa de Metales de Londres

Por su parte, a partir de Septiembre del 2008, el precio promedio del petróleo ha bajado considerablemente. En Octubre el precio del petróleo se redujo en un 21%, registrando un valor promedio de 92,3 US\$/bb, esta baja fue explicada por la caída en la demanda China y Estadounidense, como efecto de la reducción en el crecimiento generada por la crisis financiera, junto con el fortalecimiento del dólar. Este mismo comportamiento se aprecia en Noviembre, debido a las razones planteadas previamente, alcanzando un valor promedio de 67,7US\$/bb.

En Diciembre el precio vuelve a caer, debido a que continúa la menor demanda por crudo ocasionada por la crisis, también se visualiza una menor tasa de operación en las refinerías Estadounidenses, lo que trae consigo un aumento en los inventarios de crudo. Además se debe considerar la reducción de los impuestos de los fondos de estabilización

IPM y Precio Petróleo US\$/bb



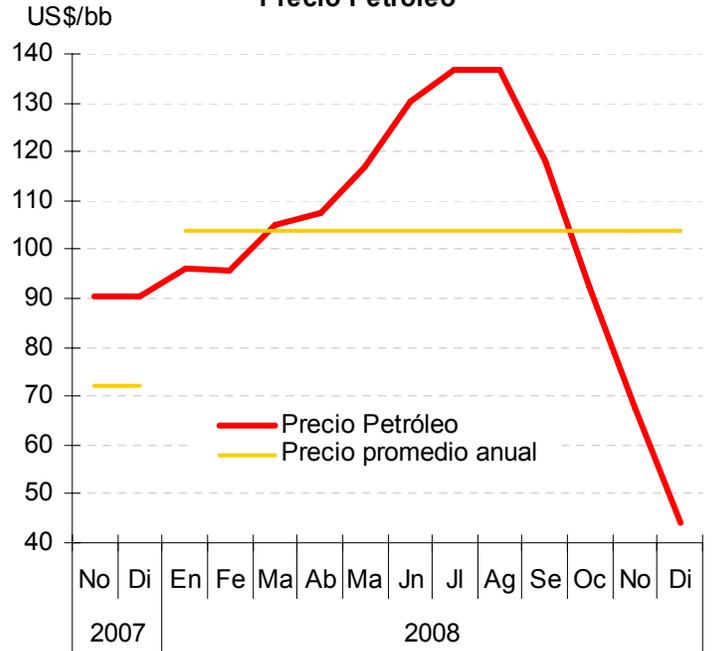
Fuente: Banco Central de Chile

IMPORTACIONES

El Índice de Precios a las Importaciones (IPM) registró una reducción de 1,9% en el tercer trimestre del año, acumulando un alza de 13,5% hasta Septiembre.

Para el trimestre Julio - Septiembre el precio de los bienes de consumo importados registra un aumento de 3,3%, y los bienes intermedios presentan una reducción de 2,2%.

Precio Petróleo



Fuente: Banco Central de Chile

OTROS

TIPO DE CAMBIO NOMINAL

A partir de Abril, el tipo de cambio nominal mostró una tendencia alcista, acumulando durante el año 2008 un incremento de 31%. Es así como en Diciembre se observa un valor promedio del dólar de 651,63\$/US. Sin embargo es a partir del mes de Octubre que su valor sobrepasa los 600\$/US

Este comportamiento alcista se explica por la menor entrada de divisas a nuestro país, por la reducción en el precio del cobre y la fuerte incertidumbre en los mercados globales. En algunos meses esta alza también se debió a la recuperación del dólar a nivel mundial

Cabe destacar que el promedio del tipo de cambio nominal del 2008 es sólo 0,19\$/US mayor que el promedio del 2007

Este comportamiento del tipo de cambio tiene injerencia sobre el nivel de las exportaciones netas, afectando al resultado de la Balanza Comercial.

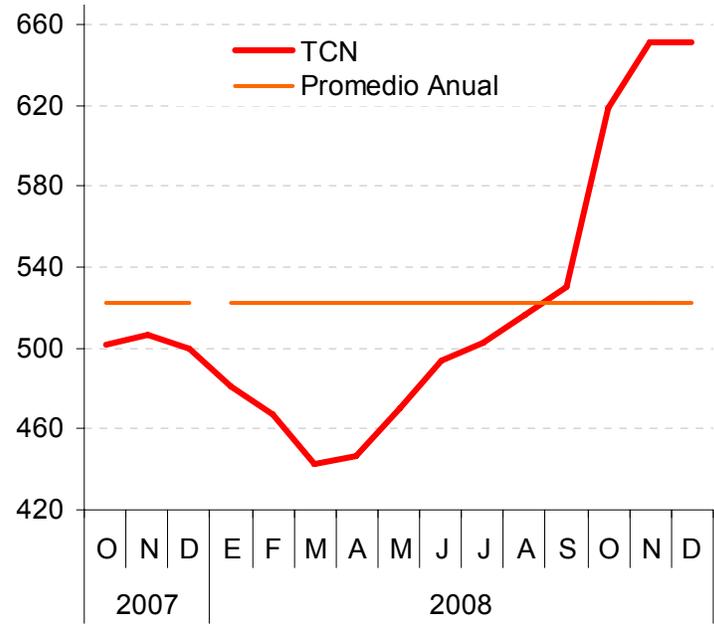
TIPO DE CAMBIO REAL

El tipo de cambio real¹ se ha incrementado durante el año, siendo en Octubre del 2008 un 14,5% mayor que el valor alcanzado en Diciembre del 2007. Sin embargo, su promedio anual es menor al presentado en el año anterior en 0,17%. De acuerdo a lo establecido por el Banco Central de Chile, el valor actual es coherente con el Tipo de Cambio Real de Equilibrio.

Este incremento se explica, por la depreciación observada durante el año en el tipo de cambio nominal, y por el aumento que se manifestó hasta Septiembre de los precios internacionales.

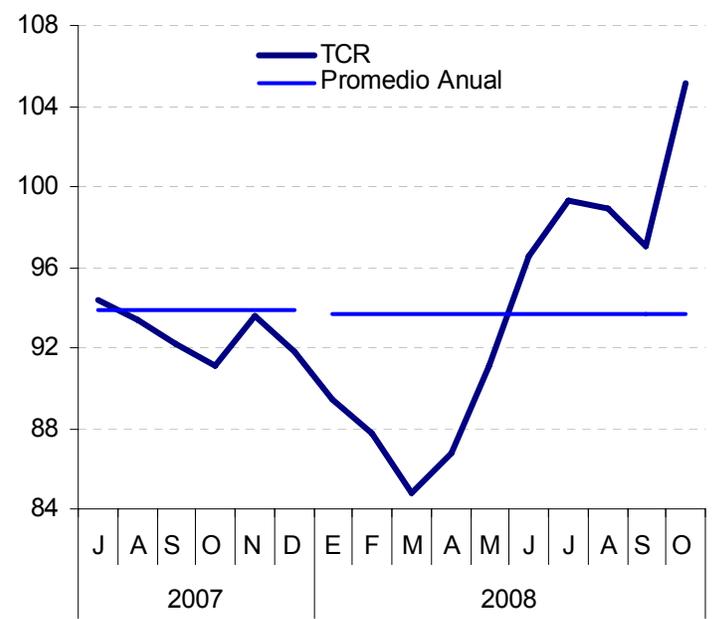
¹ El índice del Tipo de Cambio Real Observado (TCR) se define como el tipo de cambio nominal observado multiplicado por el cociente entre la inflación externa relevante y el IPC. La inflación externa se calcula con los IPM de los principales socios comerciales, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones -excluyendo petróleo y cobre- que Chile realiza desde ellos.

Tipo de Cambio Nominal (\$/US\$)



Fuente: Banco Central de Chile

Tipo de Cambio Real



Fuente: Banco Central de Chile