

ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 369, 5 de Abril de 2007

AL INSTANTE

ESTADOS UNIDOS: La incertidumbre aumenta

Existe cierto temor global por la “posible recesión” de Estados Unidos a fines de año y sus repercusiones en las economías del mundo, sin embargo, ésta es poco probable (30% ó menos), como afirmó hace pocos días el ex presidente de la FED., Alan Greenspan, y luego el presidente del Banco Central de Chile, Vittorio Corbo.

Por otro lado, las afirmaciones de Alan Greenspan de que existen posibilidades de que EE.UU. entre en recesión a fines del 2007, ha hecho que el temor en los mercados se mantenga y no se disipe, traduciéndose en una continua volatilidad, tal como ocurrió en mayo y junio del año pasado.

Dentro de los factores de preocupación está la desaceleración del sector inmobiliario, el persistente déficit fiscal y el creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. De todas formas, hay que tener presente que estos síntomas hay que tenerlos en cuenta, pero tampoco son datos alarmantes, ya que Estados Unidos sigue siendo la mayor economía mundial en términos de PPP, y si es que existe un país capaz de sobreponerse a las adversidades es éste, debido a la flexibilidad de su economía.

CRECIMIENTO POTENCIAL DE LA ECONOMÍA

El crecimiento potencial se proyecta de un 2,3% para este año 2007, más bajo que el de la década anterior – que era de 3% - y comienzos de la actual. La menor velocidad en la productividad, la cual ha disminuido a un 2% anual en negocios no agrícolas y a un 1,7% anual en toda la economía, junto al menor crecimiento potencial ha originado mayores presiones en el aumento de la inflación, generando para la Reserva Federal de EE.UU. más dificultad en mantener la inflación bajo el 2%.

La disminución en la productividad se ha debido a la caída en la velocidad en que las empresas gastan en tecnología y otros equipos de capital. Además, la innovación en tecnología ha disminuido y la fuerza que hubo en el ciclo de productividad ya terminó.

Por otro lado, la estimación realizada en septiembre por JP Morgan, mostró que parte de la disminución del crecimiento potencial se debe a la moderación en el crecimiento de la fuerza laboral debido a dos factores. El primero hace referencia al término del crecimiento de las fuentes de trabajo

comenzada en la década de los 90's, junto a la estabilización de la tasa de participación femenina. Segundo, la inmigración legal (e ilegal) ha decaído después de los atentados del 11 de Septiembre. Según datos disponibles, la tendencia en el crecimiento, con respecto a horas trabajadas, ha caído a una tasa proyectada de 0,8% entre el 2007 y el 2010, comparado con la tasa de 1,2% anual entre 1996 y el 2002.

POLÍTICA MONETARIA

El último aumento de la tasa de interés, hecha por la FED, fue en junio del 2006, siendo el aumento de 5% a 5,25%, y el pasado 21 de marzo, decidió otra vez mantener la tasa de interés actual en 5,25%, dejando claro que se espera que la economía del país, a pesar de bajar su ritmo, seguirá creciendo. Por otro lado, la presión en el aumento de la inflación en años recientes, pareciera haber disminuido, proyectándose una inflación de 2,2% y 2,5% para el 2007 y 2008 respectivamente. Junto a esto, la FED declaró en un comunicado de la semana pasada, que los futuros ajustes en política monetaria dependerán de cómo se comporte el crecimiento del país y la inflación.

Frente a lo señalado, los inversionistas de Wall Street reaccionaron con incertidumbre, asumieron que la FED recortaría la tasa de interés, disminuyendo el rendimiento de los bonos, pero al día siguiente parecieron arrepentirse, y asumieron que ella si subiría la tasa, provocando que el rendimiento de los bonos subiera otra vez. Efectivamente, los anuncios de la FED generaron incertidumbre entre los inversionistas.

La *yield* de los bonos ha subido, especialmente la de los a largo plazo, debido la existencia de expectativas futuras acerca de la probable continuación de la alta inflación.

Por otro lado, el bajo crecimiento de la economía hace pensar a algunos que, de seguir la situación así, la FED deberá ponderar las posibilidades de aumentar la tasa de interés para disminuir la inflación o bajar la tasa para incentivar el crecimiento. En opinión de Jim Caron, de Morgan Stanley, la FED sólo recortará las tasas si la economía cae en serios problemas, siendo necesario cortes dramáticos.

La inflación subyacente fue bastante alta en febrero, aumentando un 0,24%, mientras que la inflación total aumentó un 0,4%, entre enero y febrero. Este aumento fue provocado, en parte, por el aumento en el precio de los alimentos (crecieron un 0,8%), el mayor aumento desde 1990, debido al mayor precio del trigo (a causa de la producción de etanol), además aumentó el precio de la fruta y los vegetales. Por el lado de la producción, los precios también subieron en febrero, donde el índice de precios de la producción creció un 0,4% en el mes pasado.

En adición a lo anterior, uno de los elementos centrales de la economía de Estados Unidos, en estos días, es el equilibrio en la relación entre la inflación y el crecimiento, el cual se ha deteriorado. Luego de haber crecido establemente durante la década de los '90, el PIB potencial de Estados Unidos ha disminuido a la tasa de 2,3% para el 2007, mientras que las fuentes de trabajo y la capacidad de crecimiento se han moderado. Junto a esto, las fuerzas que restringían la inflación durante la última fase de expansión, como la débil demanda asiática, los precios de los *soft commodities*, y la apreciación del dólar, han sido reemplazadas por un aumento del precio de las importaciones a nivel global. Este deterioro en el intercambio entre inflación y crecimiento, ha hecho que la Reserva Federal de Estados Unidos se

enfrente con dificultades en el momento de mantener la inflación en el 2%, de hecho, en los últimos cuatro años ha sobrepasado este nivel.

SECTOR VIVIENDA

El deterioro de las condiciones del mercado inmobiliario ha tenido un rol significativo en la disminución del crecimiento de la economía durante el 2006. La demanda por casas nuevas y antiguas comenzó a caer a mediados del 2005. A consecuencia de esto, el inventario de casas nuevas aumentó, por lo que la construcción de casas disminuyó en el primer semestre del 2006, tendencia que continuó en el segundo semestre del 2006. De todas formas (o alentadoramente), el índice del mercado de la construcción de la NAHB (Asociación Nacional de Constructores de Casas) que mide las ventas actuales y futuras de casas en estados Unidos, alcanzó los 40 puntos en febrero, el nivel más alto desde junio del 2006, aunque se estima una leve baja (38 puntos) para marzo del 2007.

Por otro lado, algunas evidencias son menos alentadoras. Debido al pasado auge en créditos otorgados a los norteamericanos para la compra de sus casas, sobretodo en el caso de los créditos concedidos a personas de mayor riesgo financiero, actualmente existe una mayor probabilidad de que se ejecuten las hipotecas asociadas a los créditos, por razones de no pago de deudas. El segmento de personas que caen en este tipo de deuda son generalmente más pobres que aquellos que pueden obtener créditos hipotecarios a tasas menores y fijas. Tienden a formar parte del mercado hipotecario más tarde, cuando los precios son más altos. Por otro lado, los ejecutivos de cuentas que han incentivado a este segmento, a comprar sus casas bajo este tipo de créditos de mayor riesgo, han estado más preocupados por los

mayores sueldos y por las comisiones, que por la verdadera capacidad de estos estadounidenses de pagar sus deudas, junto a prestamistas que subestimaron la tasa de "default". Por otro lado, el mercado de créditos hipotecarios de mayor riesgo es bastante nuevo.

Además, las personas que han comprado casas y los prestamistas de créditos hipotecarios, están viviendo las consecuencias de la política monetaria expansiva de años anteriores. Cuando la Reserva Federal de los Estados Unidos bajó la tasa de interés después del boom del mercado tecnológico (y su consiguiente caída), infló el mercado inmobiliario. La consecuencia de la disminución del crecimiento del sector inmobiliario (junto a la caída en la producción de vehículos motorizados) ayudó en gran parte a la moderación del crecimiento económico y enfriamiento de la economía.

TLC EE. UU. - CHILE

Chile firmó un Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos el 6 de junio del 2003 y entró en vigencia el 1 de enero del 2004, este TLC ha sido de especial beneficio para Chile, ya que Estados Unidos es el principal país al que Chile exporta. Las exportaciones hacia este país han aumentado considerablemente desde la entrada en vigencia del TLC, las que fueron de US\$ 3467,7 millones el 2003 y ya en el 2004 fueron de US\$ 4820,4 millones, lo que corresponde a un aumento de 39%, el 2005 las exportaciones aumentaron un 38,4% y el 2006 un 34,1%.

Por otro lado, las exportaciones sin el cobre, fueron de US\$ 3.310,2 millones el 2003 (año anterior a la entrada en vigencia del tratado) y se estima que en el 2006 llegaron a US\$

5.405 millones, lo que representa un aumento de 63,3% entre el 2003 y el 2006.

De los actuales productos que se exportan a Estados Unidos (7.675 en total), el 97,1% cuenta con exención arancelaria, y para el año 2015, se deberá llegar al 100%. El total de las exportaciones, el 97,9% de las exportaciones hechas en el 2005 fueron de productos sin aranceles. De todas formas, los aranceles de Estados Unidos sobre los productos chilenos son progresivos, al aumentar con el grado de elaboración del producto, de manera que al ir subiendo la desgravación arancelaria, también aumentará la exportación de productos con mayor valor agregado.

Por el lado de las importaciones, éstas también presentaron un aumento a partir de la vigencia del tratado, aunque claramente no tan grande como el de las exportaciones que se expandieron en un 158% entre el 2003 y 2006, mientras que las importaciones se elevaron en un 97% en el mismo periodo, siendo las importaciones de bienes intermedios los dominantes.

CONCLUSIONES

Luego de los desastres producidos por los huracanes que afectaron a Estados Unidos durante el 2005, el crecimiento del país durante los tres primeros trimestres del 2006 fue menor que el de años anteriores, llegando a un aumento del PIB Real de 2% en el tercer trimestre del 2006.

El mercado de construcción inmobiliaria disminuyó su crecimiento en el 2006, junto a una caída en la producción de vehículos livianos motorizados. Pero a pesar de esto, la junta de la FED, en su informe de febrero de Política Monetaria para el Congreso, mostró altas expectativas de que la actividad económica del país sería estable este año

2007, basándose en la fortaleza del consumo mostrada en el 2006, en el crecimiento estable de la inversión del sector empresarial, a la trayectoria estable y en crecimiento de la demanda por bienes y servicios estadounidenses (debido al fortalecimiento de la actividad económica de otros países), y a la disminución en la tasa de desempleo.

Después del crecimiento de la inflación durante el 2005 (3,4%), ésta disminuyó el 2006, siendo de 3,2%, aunque se proyecta una disminución para el 2007, llegando a 2,2%, pero con un ligero aumento el 2008 a 2,5%. Esta disminución en la inflación se explica, en parte, por la caída en los precios de la energía, luego de su rápida ascensión en años anteriores. El precio del petróleo aumentó durante el primer semestre del 2006, pero cayó fuertemente a fines del mismo año, provocando que la inflación del país durante el 2006 creciera rápidamente durante la primera mitad del año, para bajar rápidamente en la segunda mitad. Los cambios en el precio del petróleo no sólo afectaron el precio de la gasolina, sino también los precios de una variedad de bienes y servicios que ocupan al petróleo como insumo.

La inflación, que en parte importante determina los movimientos de la tasa de interés, de corto plazo, de referencia; el movimiento de las utilidades corporativas; y el crecimiento económico afectan los movimientos y la volatilidad en la bolsa y en los mercados de renta fija. A fines de febrero (27) se produjo un movimiento fuerte del Índice Dow Jones acompañado de volatilidad que en las semanas siguientes ha ido estabilizándose y retomándose una tendencia al alza. El origen de esta situación fue una caída de la Bolsa de Shanghai anticipándose a supuestas regulaciones para

limitar una eventual burbuja en el mercado de acciones Chino.

El mercado accionista de Estados Unidos es muy influyente en los mercados regionales de Europa, Asia y América Latina de modo, que se produjeron también episodios de volatilidad en los mercados emergentes y por supuesto en América Latina y Chile.

En cuanto al crecimiento del PIB Real, existe cierta incertidumbre sobre el futuro de éste, provocada en parte por el riesgo de que el gasto en consumo siga expandiéndose rápidamente, ejerciendo presión en los recursos disponibles y en los precios. A pesar del temor existente, JP Morgan proyecta una leve disminución en la tasa de crecimiento del consumo privado, proyectándose un crecimiento de 3,2% en el 2007 y 2,4% el 2008. Por otro lado, el sector de construcción de viviendas todavía genera

señales preocupantes (a pesar de presentar algunos signos de estabilización), debido a las deudas hipotecarias pendientes y al todavía alto nivel de inventarios.

Se proyecta, asimismo, que el crecimiento del PIB Real disminuya durante el 2007 y 2008, el cual se estima que creció en 3,3% anual durante el 2006, y se proyecta un crecimiento de 2,3% y 2,8% el 2007 y 2008 respectivamente.

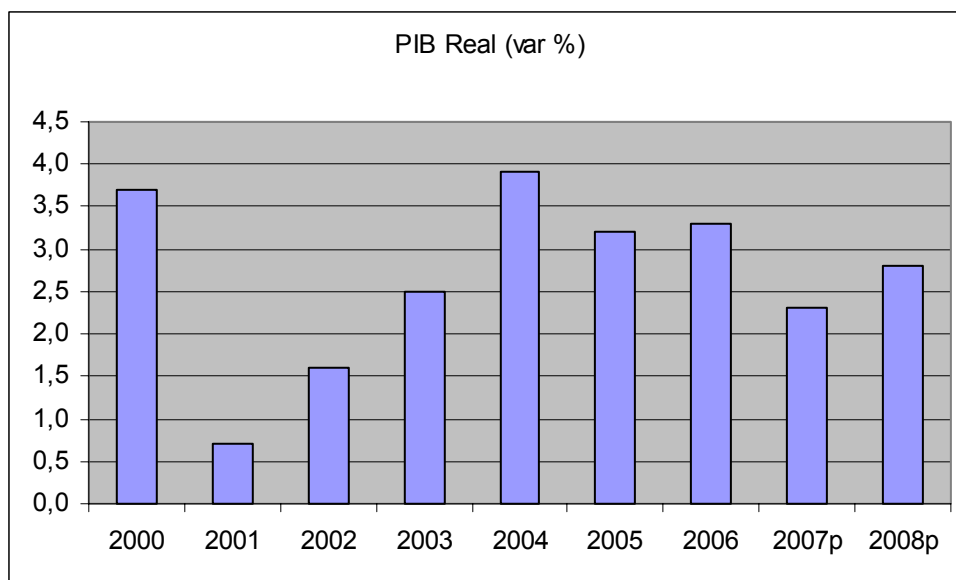
Finalmente, vale la pena recordar los riesgos presentes en el escenario global y en la propia economía norteamericana, que son de carácter geopolítico (Irán – Gran Bretaña) o cualquier otro, derivado del medio oriente. Al mismo tiempo, hay riesgos inflacionarios y desequilibrios macroeconómicos o financieros y riesgos vinculados a precios del petróleo, siempre amenazantes (Brent 70).

Cuadro N° 1
Índices Económicos

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007p	2008p
PIB Real (var %)	3,7	0,7	1,6	2,5	3,9	3,2	3,3	2,3	2,8
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,2	-3,8	-4,5	-4,8	-5,7	-6,4	-6,5	-6,1	-6,2
Demanda Doméstica (var %)	3,8	1,6	1,2	2,5	3,5	3,3	3,1	2,3	2,8
Consumo Privado (var %)	4,7	2,5	2,7	2,8	3,9	3,5	3,2	3,2	2,4
Inversión Fija (var %)	6,5	-3,0	-5,2	3,4	7,3	7,5	2,9	-1,2	5,1
Exportación (var %)	8,7	-5,4	-2,3	1,3	9,2	6,8	8,9	7,6	6,8
Importación (var %)	13,1	-2,7	3,4	4,1	10,8	6,1	5,8	4,6	7,2
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	17,7	16,1	13,9	12,9	12,8	12,5	n.a.	n.a.	n.a.
Formación de Capital Fijo Bruto (% del PIB)	19,9	19,2	17,9	18,0	18,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Inflación (var %)	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,2	2,5
Desempleo (% de la fuerza laboral)	4,0	4,7	5,8	6,0	5,5	5,1	4,6	4,5	4,5
Balance Fiscal (% del PIB)	0,9	1,6	-0,4	-3,8	-4,8	-4,6	-3,7	-3,1	-3,2

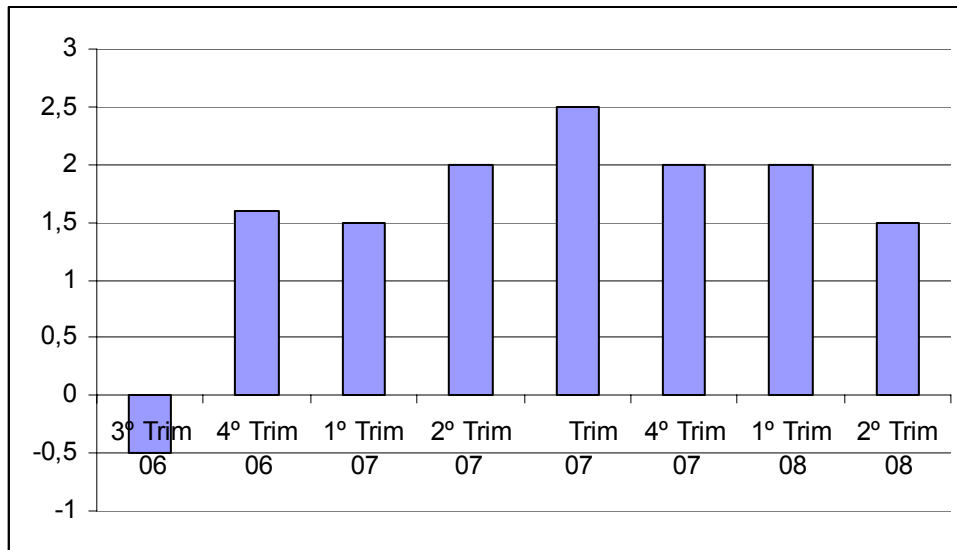
Fuente: OECD, FMI, JP Morgan

Gráfico N° 1
PIB Real
(var %)



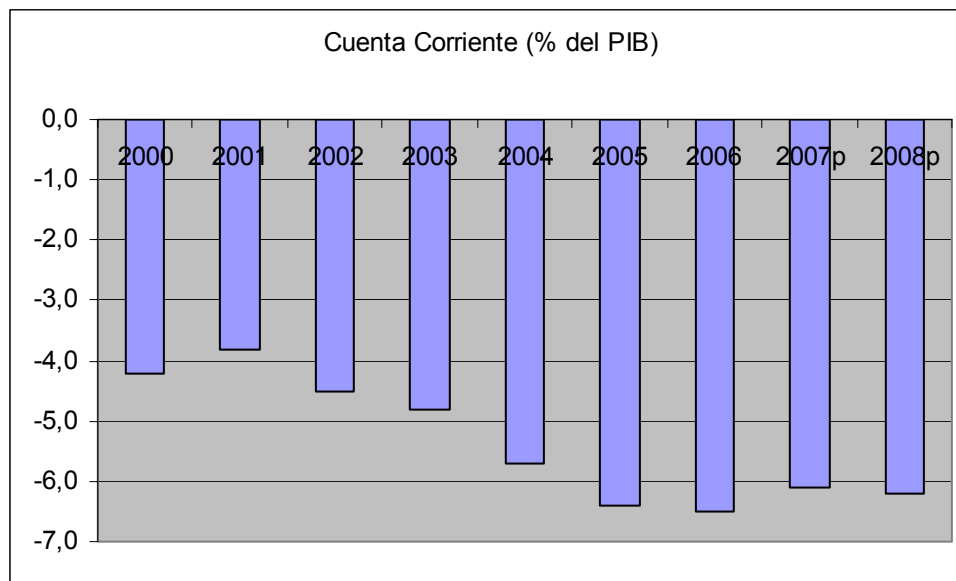
Fuente: FMI, JP Morgan

Gráfico N° 2
Productividad
(var % anual con respecto al mismo periodo)



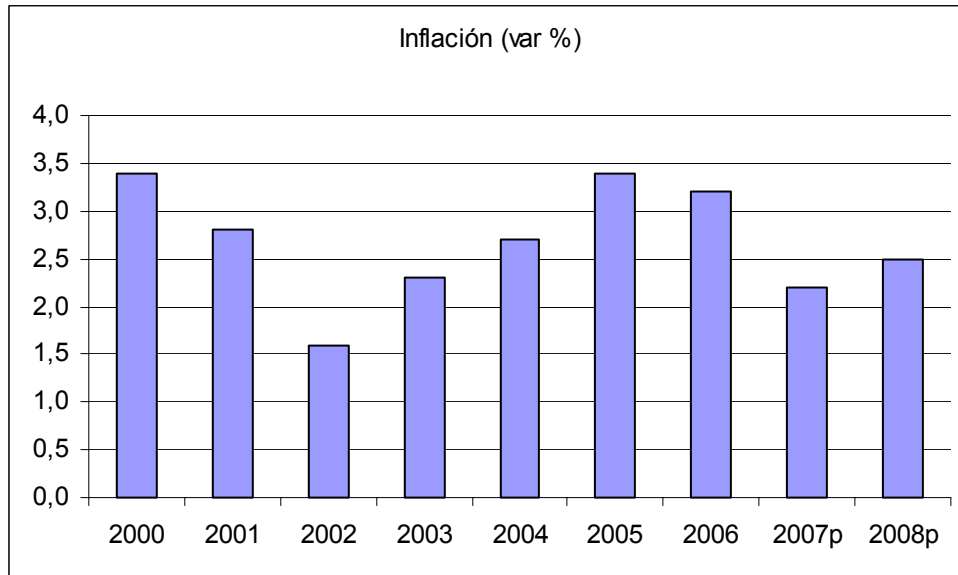
Fuente: JP Morgan

Gráfico N° 3
Cuenta Corriente
(% del PIB)



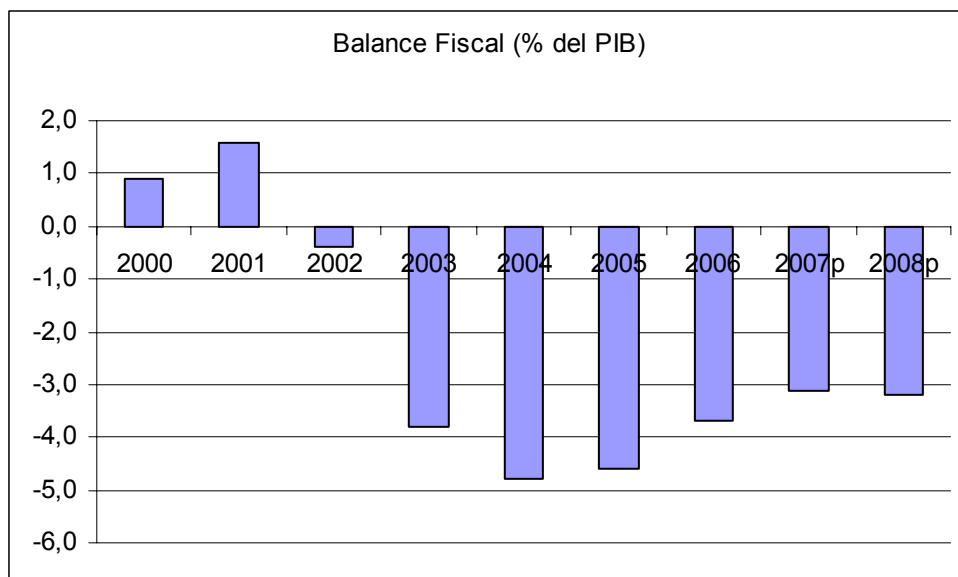
Fuente: FMI, JP Morgan

Gráfico N° 4
Inflación
(var %)



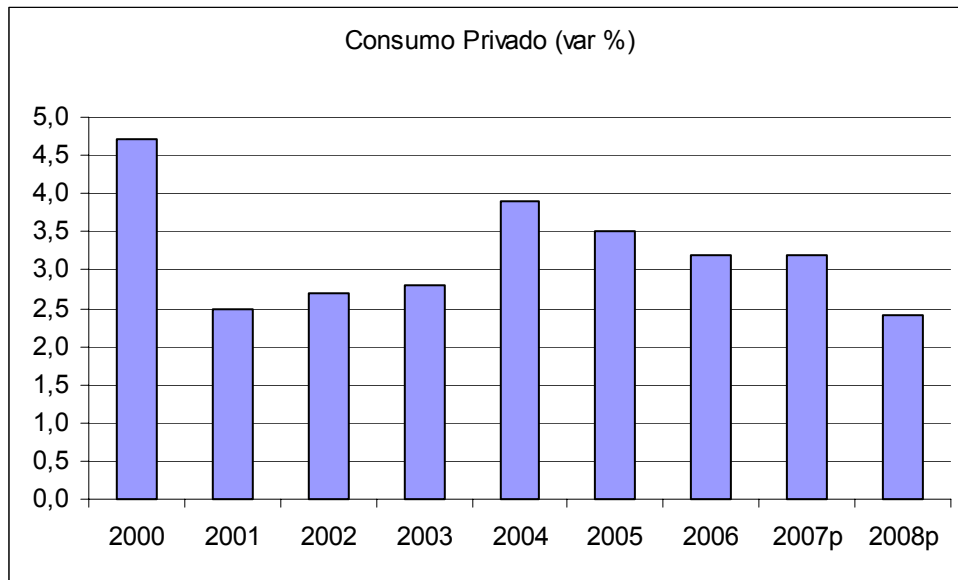
Fuente: FMI, JP Morgan

Gráfico N° 5
Balance Fiscal
(% del PIB)



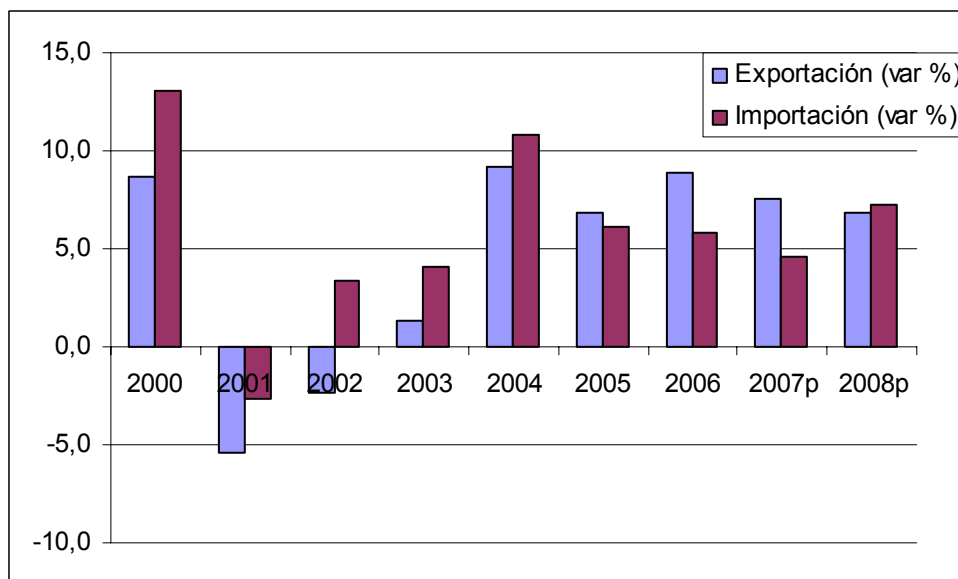
Fuente: FMI

Gráfico N° 6
Consumo Privado
(var %)



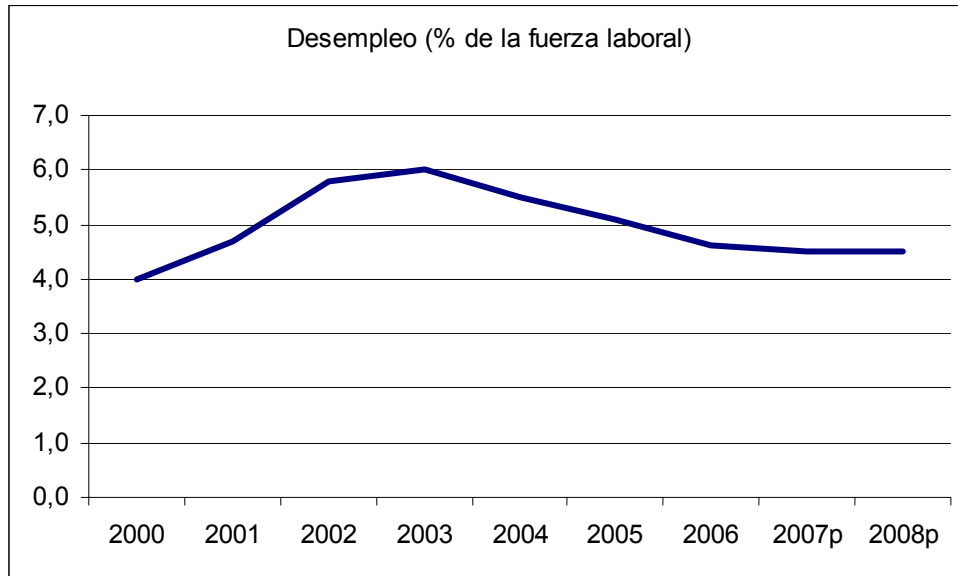
Fuente: JP Morgan

Gráfico N° 7
Intercambio Comercial
(var %)



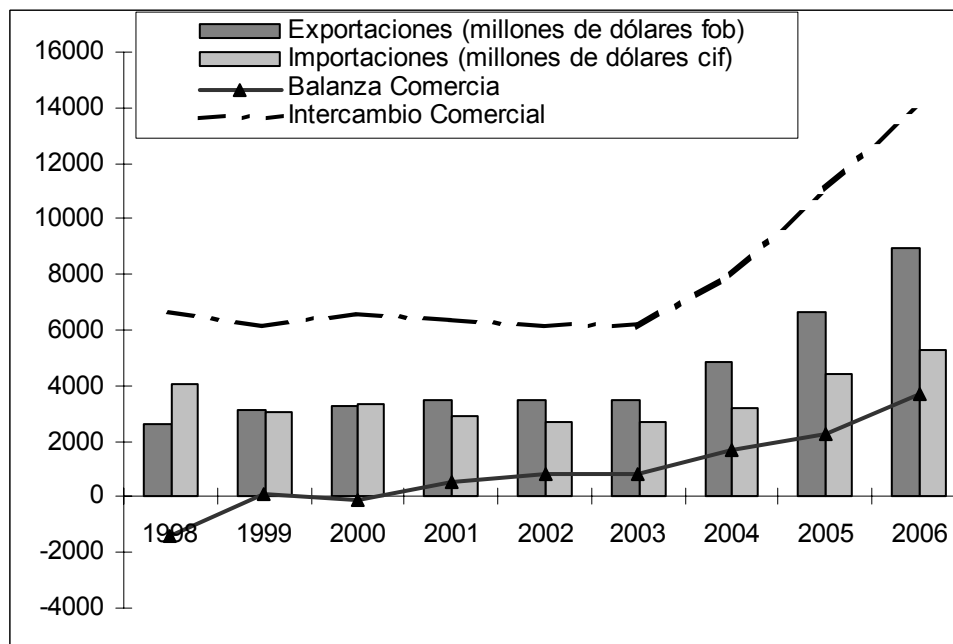
Fuente: JP Morgan

Gráfico N° 8
Desempleo
(% de la fuerza laboral)



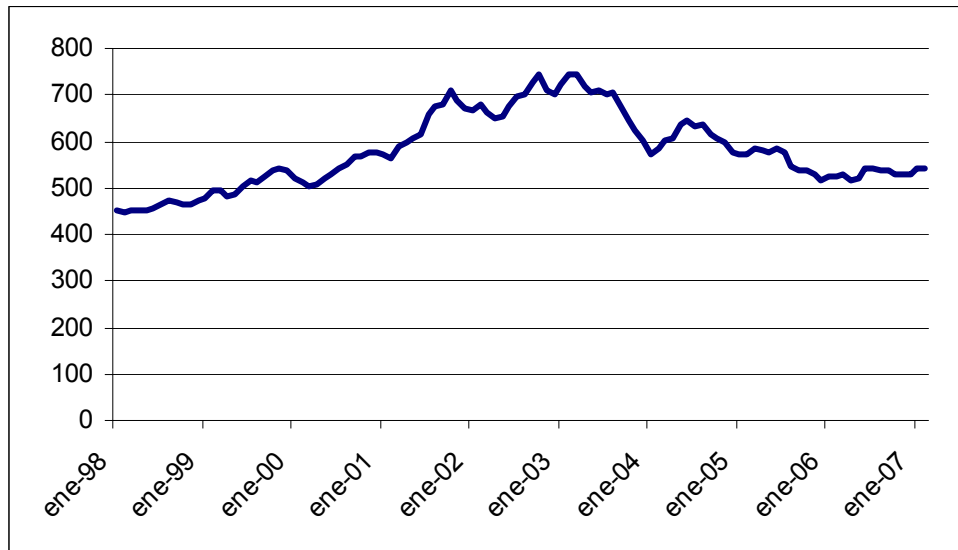
Fuente: FMI, JP Morgan

Gráfico N° 9
Comercio Chile-Estados Unidos
(en millones de dólares)



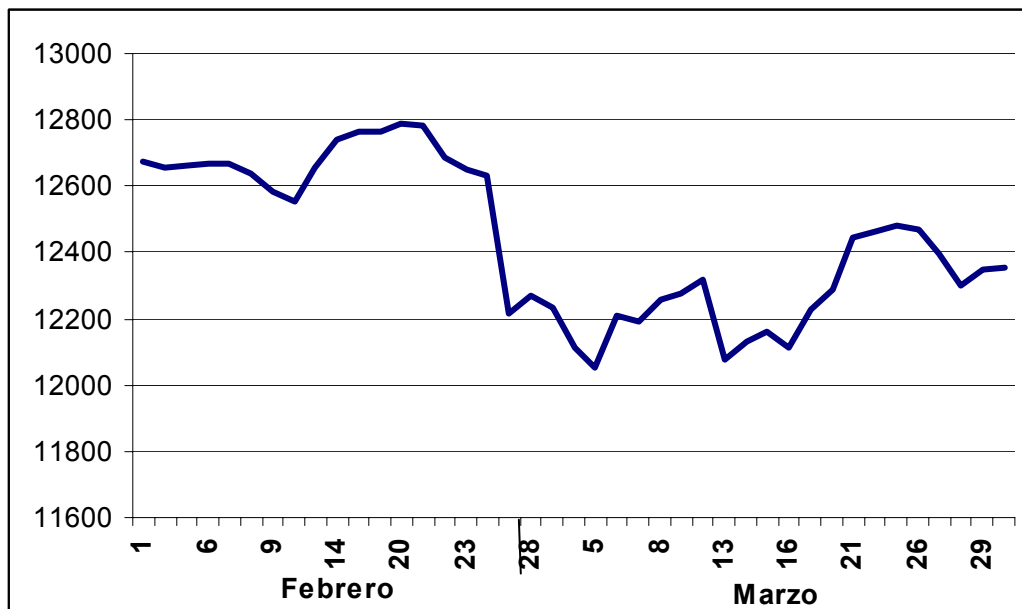
Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico N° 10
Tipo de Cambio del Dólar Observado
(pesos por un dólar)



Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico N° 11
Bolsa de Dow Jones



Fuente: Bolsa de Nueva York

Cuadro N° 2
Tasa de referencia

30 de Marzo de 2007	Jun 07*	Sep 07*	Dec 07*	Mar 08*	Jun 08*
5,25	5,25	5,25	5,50	6,00	6,00

Fuente: JP Morgan.