



El Momento Económico Internacional y Nacional

Vittorio Corbo

Centro de Estudios Públicos

17 de enero del 2012



1. El Momento Económico Internacional

El estado de la Crisis Europea

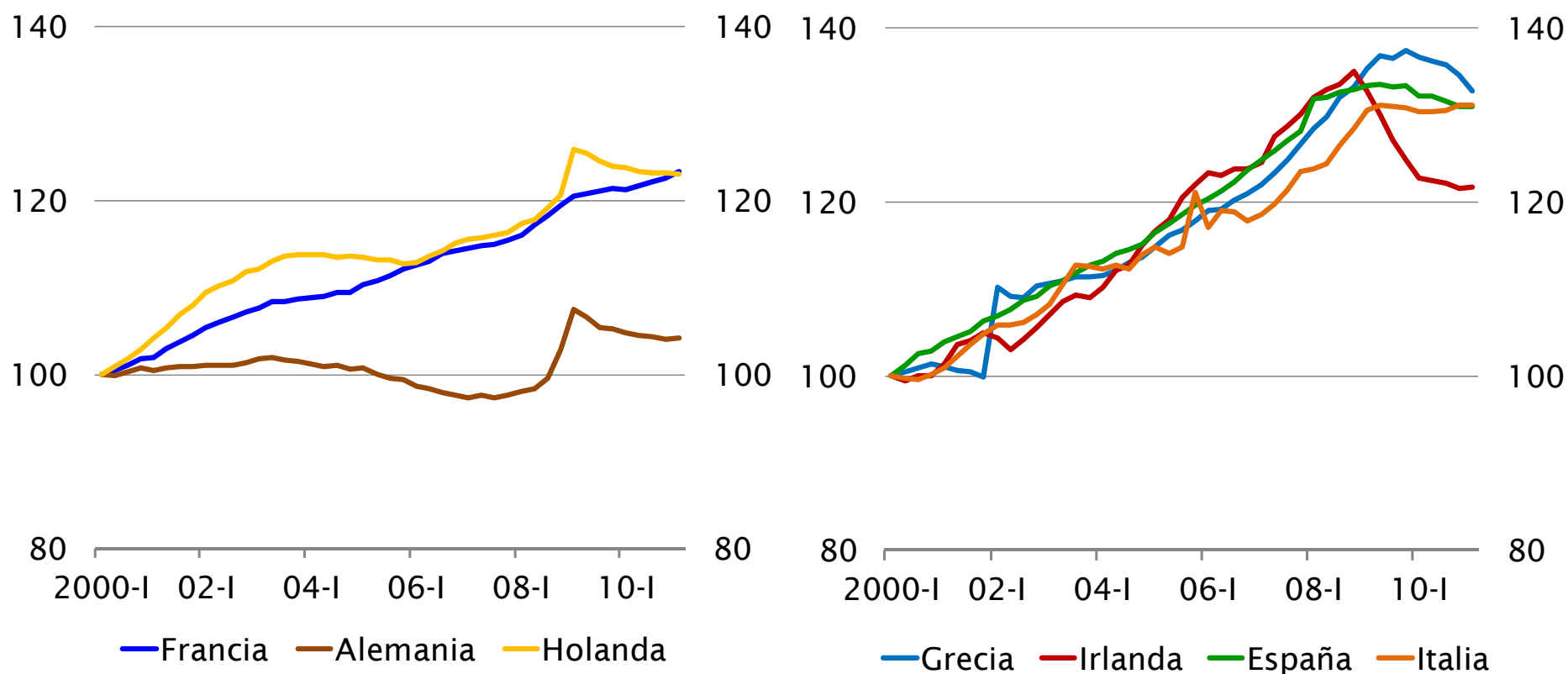
- El progresivo deterioro de la crisis europea se había contenido en las últimas semanas, gracias a una serie de medidas:
 - La profundización de los programas de ajuste fiscal y de reformas para facilitar el ajuste y promover el crecimiento en Italia y España;
 - La decisión del BCE de proveer liquidez de mediano plazo en condiciones ventajosas para aliviar los problemas de liquidez de la banca;
 - Los avances (lentos) en la movilización de recursos adicionales para apoyar el financiamiento de los países vulnerables que se están ajustando, especialmente Italia y España.
- Pero el mayor déficit fiscal de España en el 2011, la reducción en la clasificación de deuda de Francia y el quiebre de las negociaciones de Grecia con sus acreedores vuelven a inquietar.
- Además, el ajuste fiscal es recesivo en el corto plazo y los problemas estructurales acumulados en el período 2001-2007 requieren bastante más que un ajuste fiscal.

Los problemas estructurales de Europa

- En el período 2001-2007 estos países experimentaron bajas pronunciadas de las tasas de interés, financiamiento fácil, aumentos de gasto, alzas en precios de activos, altos déficits en cuenta corriente y apreciación real.
- En algunos países, la expansión del gasto la lideró el sector público (Grecia y Portugal), en otros el sector privado (España e Irlanda). En contraste, Italia tuvo baja productividad y bajo crecimiento.
- La contracción crediticia asociada a la Gran Crisis Financiera, la escasez de financiamiento externo y los aumentos en las tasas de interés deterioraron la solvencia y forzaron un ajuste.
 - Los problemas de Grecia y la falta de decisión de los líderes europeos para enfrentarlos golpearon a los mercados de deuda soberana de países vulnerables, obligando a ajustes fiscales más generalizados.

Costos Laborales Unitarios en la Zona Euro

Evolución de los Costos Laborales Unitarios
(Índice 2000-Q1=100)



Fuente: OECD Statistics, Main Economic Indicators (database).

La situación de los países vulnerables hoy

- Para recuperar la competitividad con tipo de cambio fijo se requieren mercados flexibles y reformas para facilitar el ajuste y elevar la productividad.
- Pero como los ajustes van a ser recesivos en el corto plazo se requiere de financiamiento para reducir las presiones en los mercados de deuda y de una depreciación del Euro para estimular la demanda.
 - Hasta ahora la depreciación del Euro ha sido muy limitada.
- Como bien lo dice S&P, los problemas actuales no son solo de origen fiscal: “In our view the financial problems facing the Eurozone are as much a consequence of rising external imbalances and divergences in competitiveness between the Eurozone’s core and the periphery”

La crisis hoy

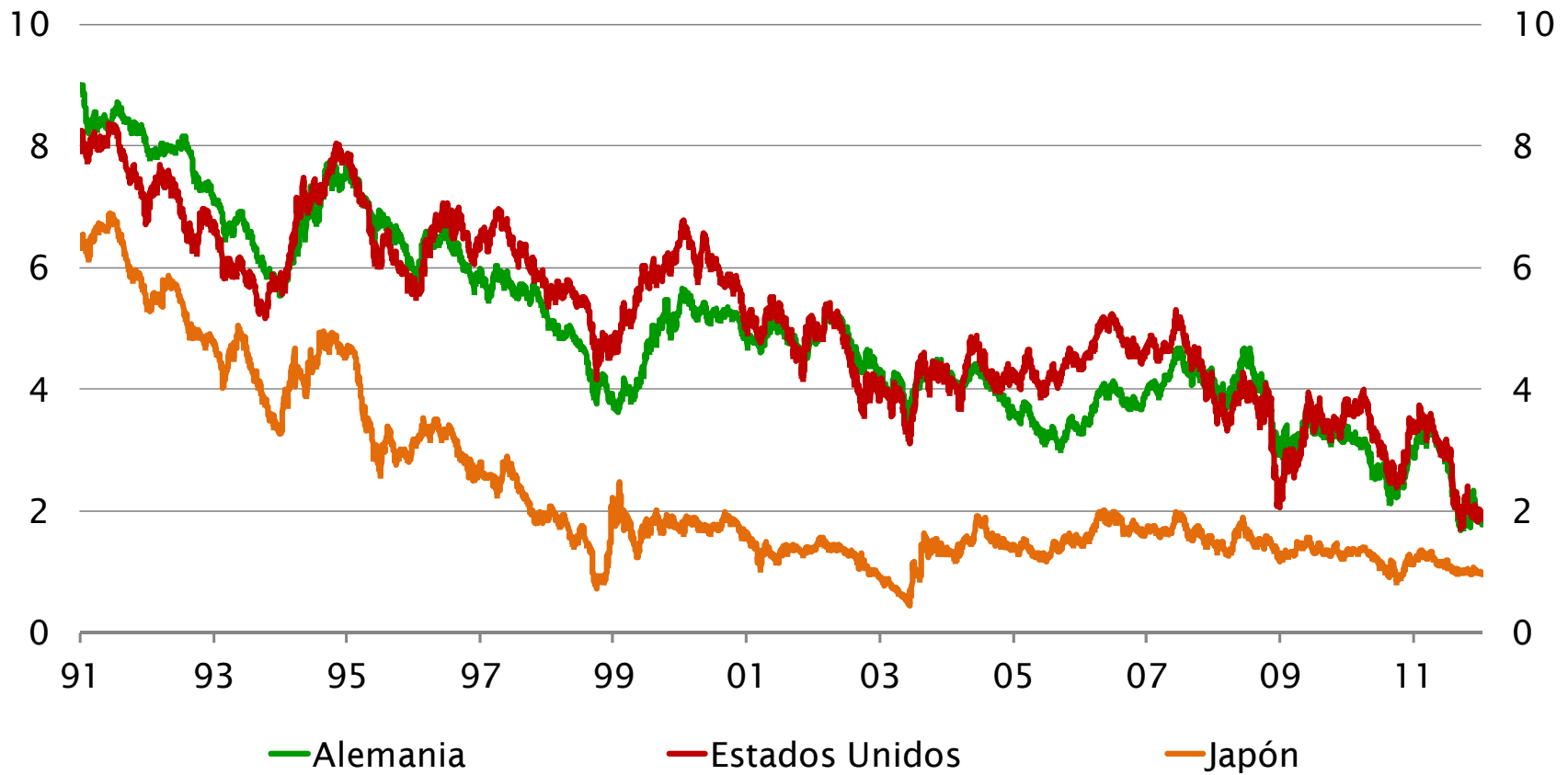
- La situación es difícil (restricción del crédito, altos premios por riesgo, desapalancamiento de los gobiernos y de las familias, deterioro en perspectivas de crecimiento).
- Se requiere, en forma urgente, una serie de acciones para intentar controlar la crisis:
 - Reforzar los programas de ajuste fiscal y reformas pro-crecimiento en los países vulnerables, pero con fuerte respaldo institucional;
 - Asegurar suficientes recursos para apoyar a los mercados de deuda soberana de Italia y España (opciones: EFSF, ESF, más recursos para el FMI y el BCE);
 - Bajas agresivas de tasas por el BCE y eventualmente la introducción de medidas de relajo cuantitativo (QE); lo que ayudaría además a depreciar el euro.
 - La introducción de estímulos fiscales por parte de los países de la Zona Euro con importantes superávits en cuenta corriente (Alemania, Holanda y Finlandia).

Los mercados se mantendrán expectantes de los avances

- Los mercados financieros siguen mostrando tensiones:
 - El mercado interbancario europeo prácticamente no funciona;
 - Los depósitos overnight en el BCE siguen marcando máximos históricos;
 - Mercados para el emisión de bonos bancarios están obstruidos (bancos tienen que renovar 200 billones de euros de deuda en el primer trimestre);
 - El crédito bancario sigue cayendo;
 - Continúa la fuga hacia la calidad;
 - Los *CDSs* de los países vulnerables han vuelto a aumentar;
 - Los flujos de capitales a países emergentes siguen contrayéndose;
 - En contraste, la volatilidad ha bajado.

Rendimientos de bonos soberanos se encuentran en niveles históricamente bajos

Rendimientos de Bonos de Gobiernos a 10 años
(porcentaje)

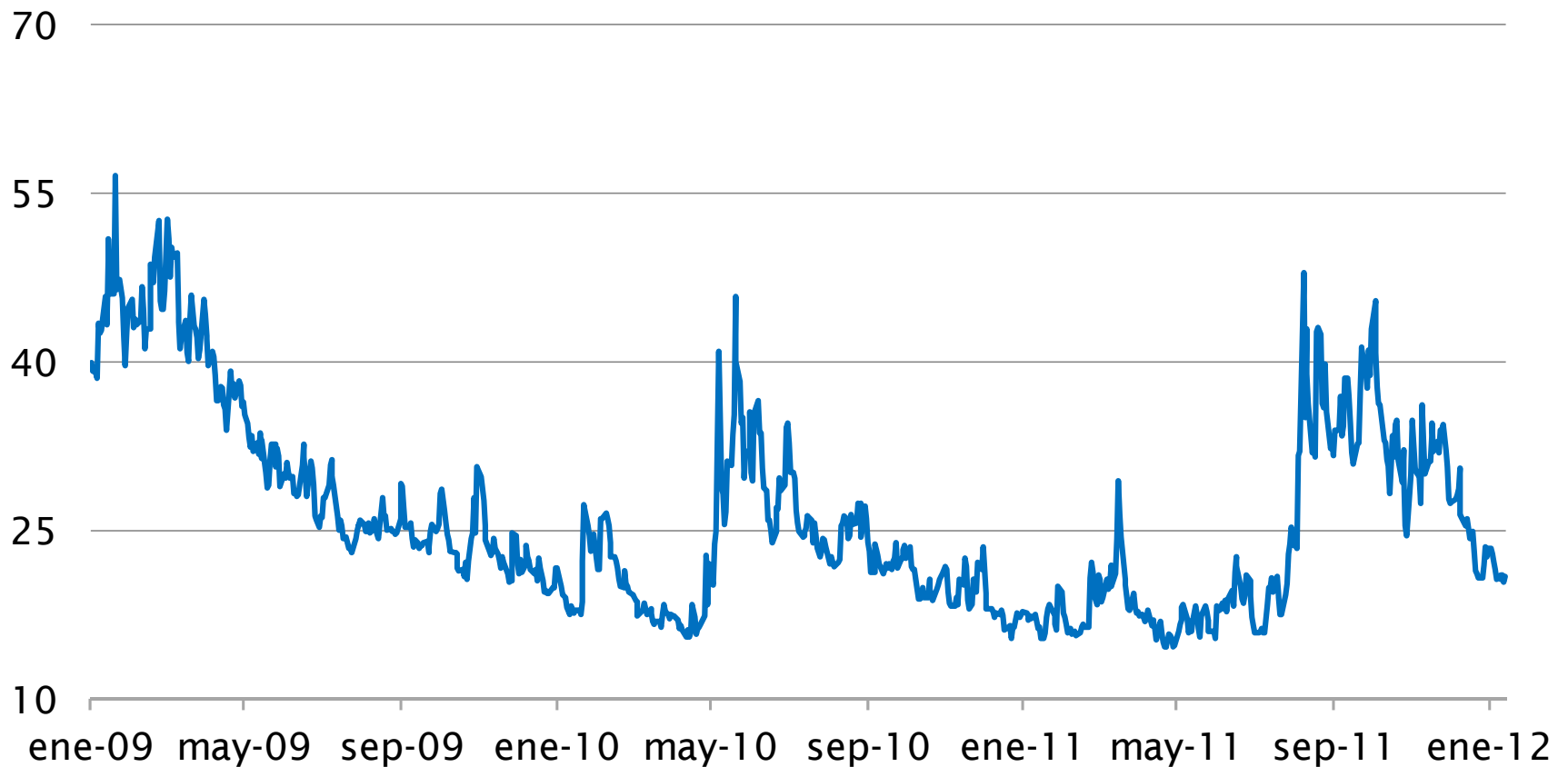


Fuente: Bloomberg, 13 de enero del 2012.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

La volatilidad se ha reducido en los últimos meses

Índice de Volatilidad VIX
(Calculado a partir del S&P 500)

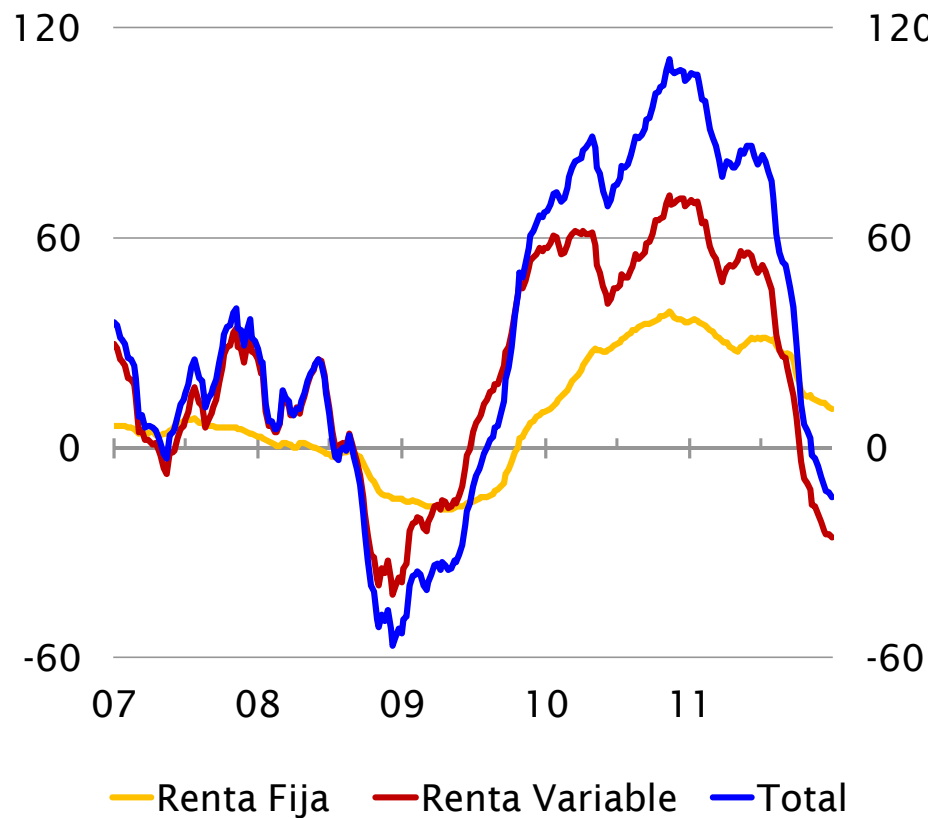


Fuente: Bloomberg, 13 de enero del 2012.

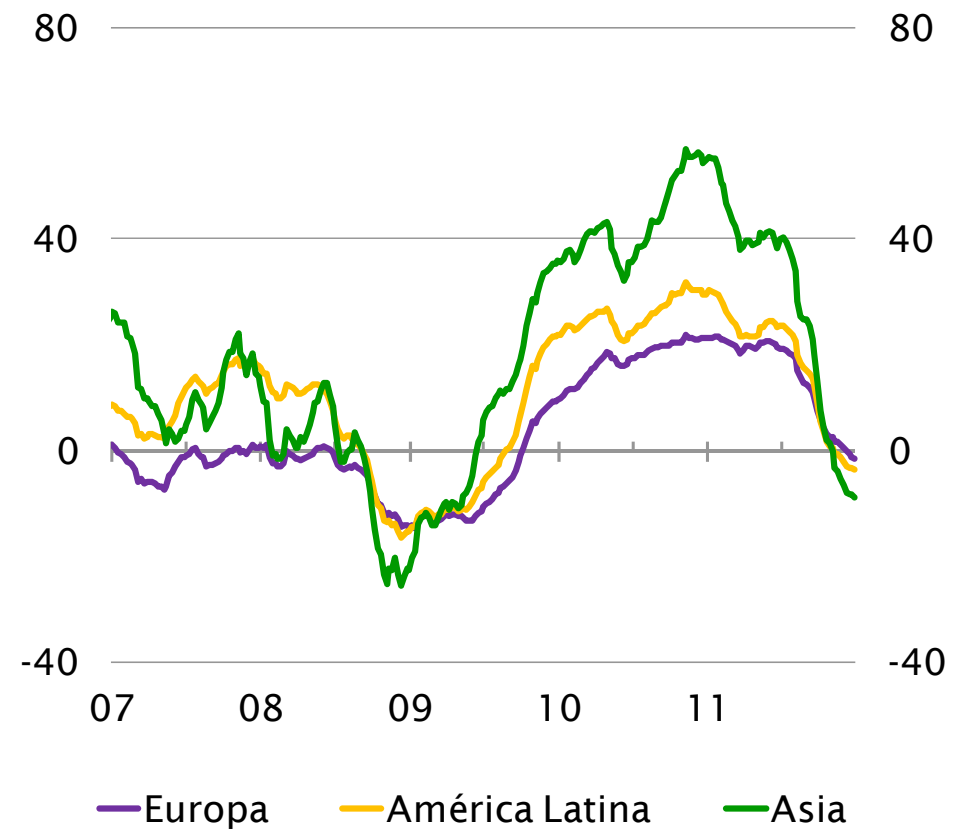
La Economía Mundial y sus Perspectivas

Los flujos de inversión hacia las EMEs se han reducido con fuerza

Flujos Netos de Inversión en EMEs, por Tipo de Inversión



Flujos Netos de Inversión en EMEs, por Mercado de Destino

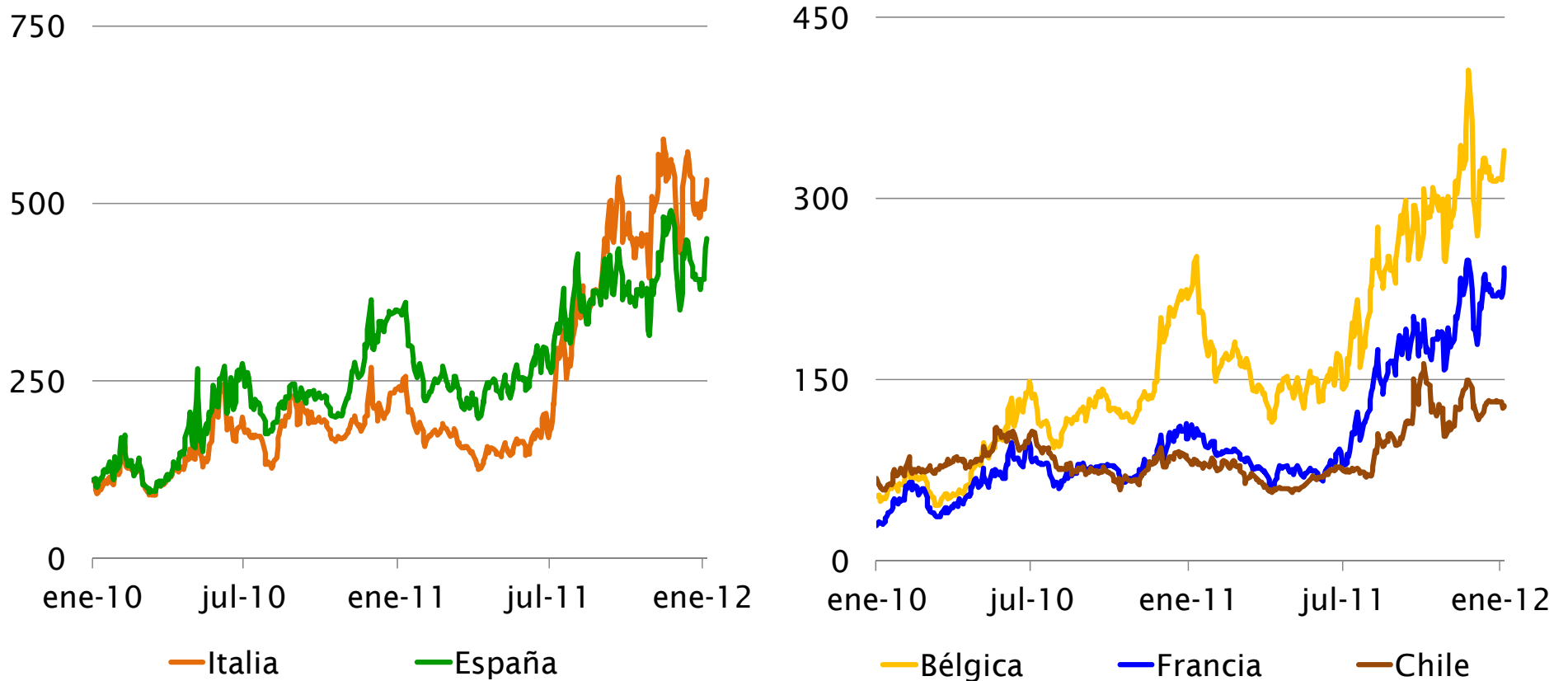


(*) Corresponde a fondos de inversión que invierten en economías emergentes. Expresado en miles de millones de dólares, promedios móviles semanales acumulados en 12 meses. Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Contagio a los CDSs llega a España, Italia y Francia

Premios por Riesgo Soberanos
(Medidos con los CDSs a 5 Años, puntos base)

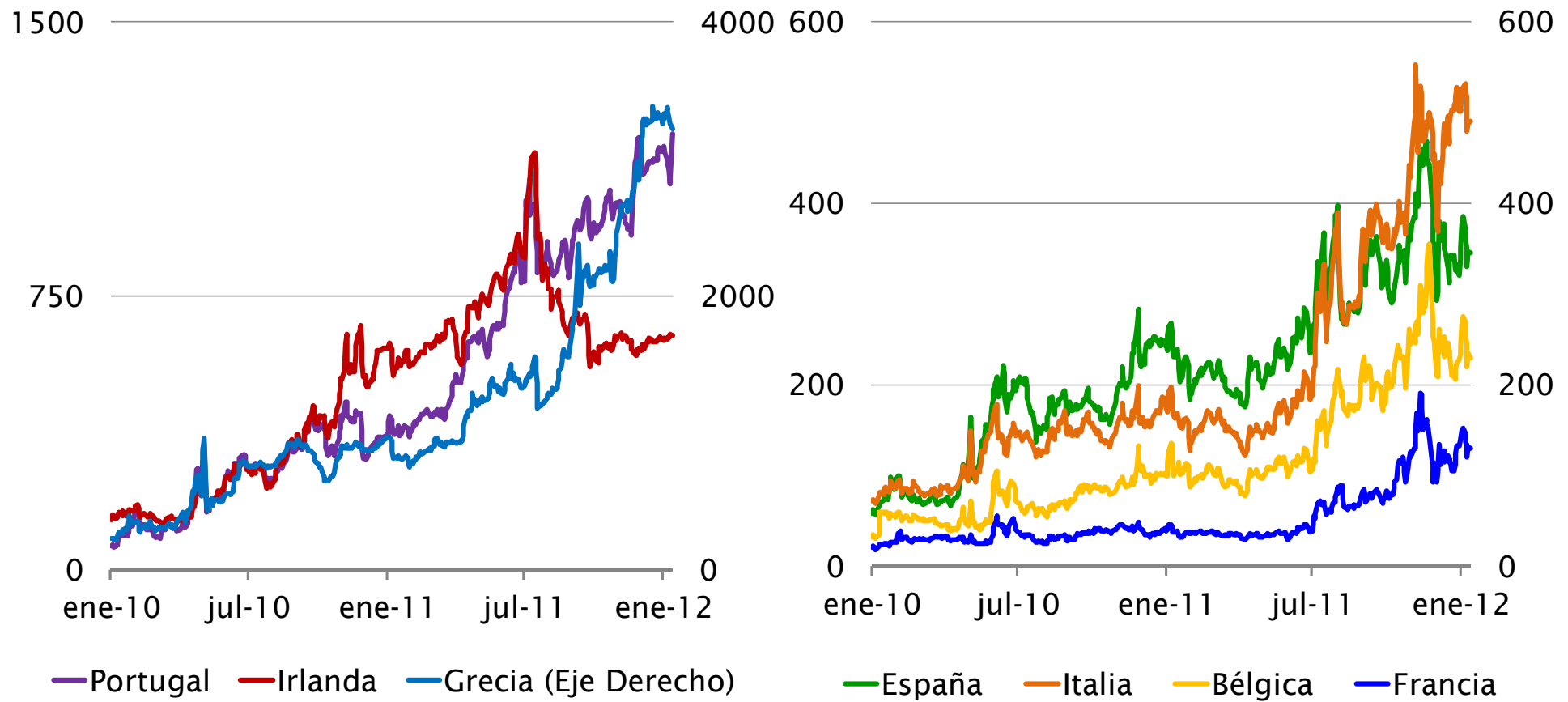


Fuente: Bloomberg, 13 de enero del 2012.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Spreads de deuda muestran lo mismo

Premios por Riesgo Soberanos
(Medidos como *spreads* de rendimientos de los bonos a 10 años sobre bonos alemanes)



Fuente: Bloomberg, 13 de enero del 2012.

Vencimientos de la Deuda Soberana y Pago de Intereses

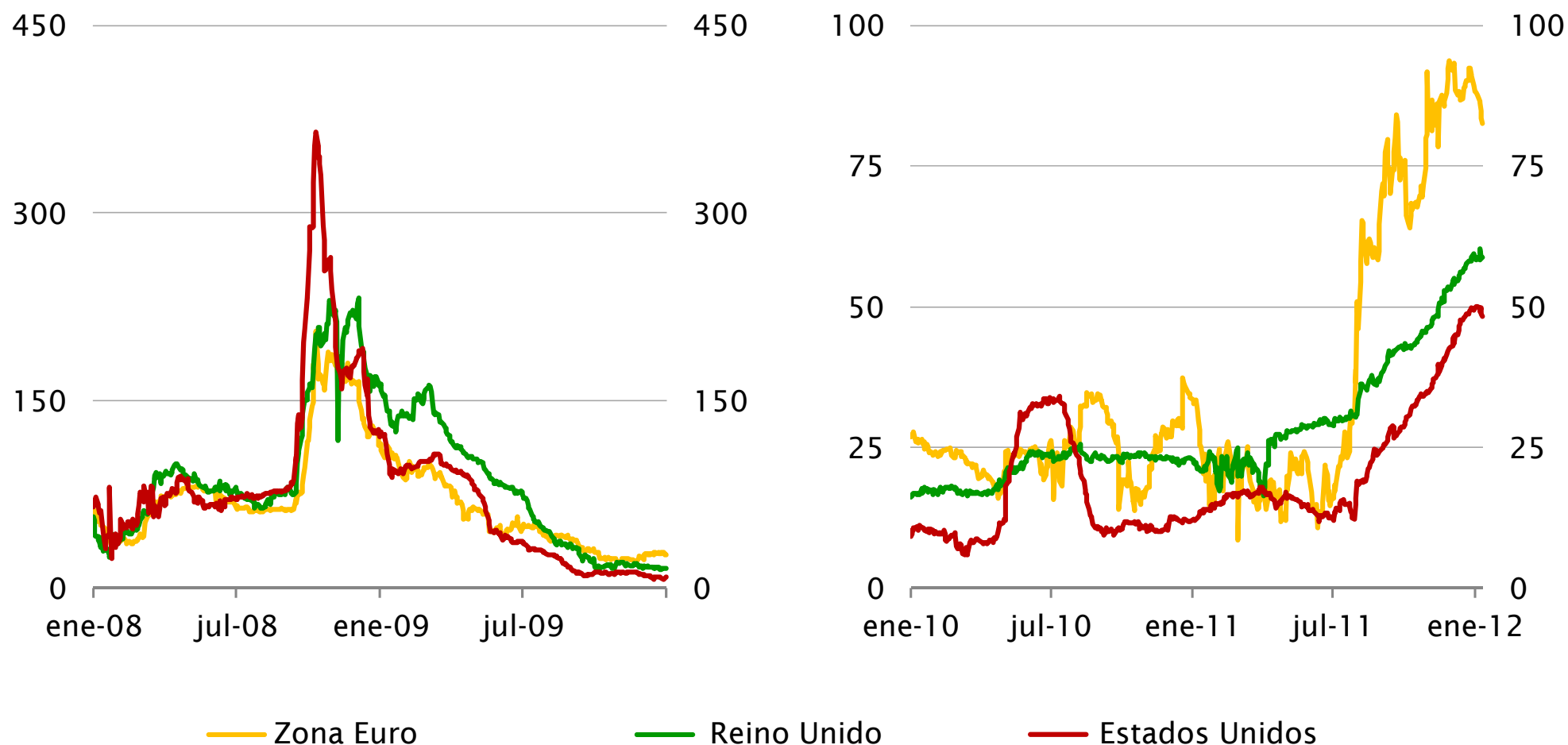
Vencimientos por Trimestres en el 2012 de la Deuda Soberana
(En Millones de Euros)

Año 2012	Italia		España		Portugal		Grecia	
	Principal	Intereses	Principal	Intereses	Principal	Intereses	Principal	Intereses
Ene-Mar	112.945	17.669	36.391	7.319	10.733	314	23.806	2.085
Abr-Jun	77.339	9.442	39.694	4.813	10.950	2.479	14.203	2.392
Jul-Sep	62.827	18.487	38.762	8.239	1.383	671	7.920	5.805
Oct-Dic	83.998	8.676	36.624	3.802	1.588	1.693	2.286	1.294
Total	337.109	54.274	151.471	24.173	24.654	5.157	48.215	11.576

Fuente: Bloomberg.

Los mercados interbancarios siguen tensionados

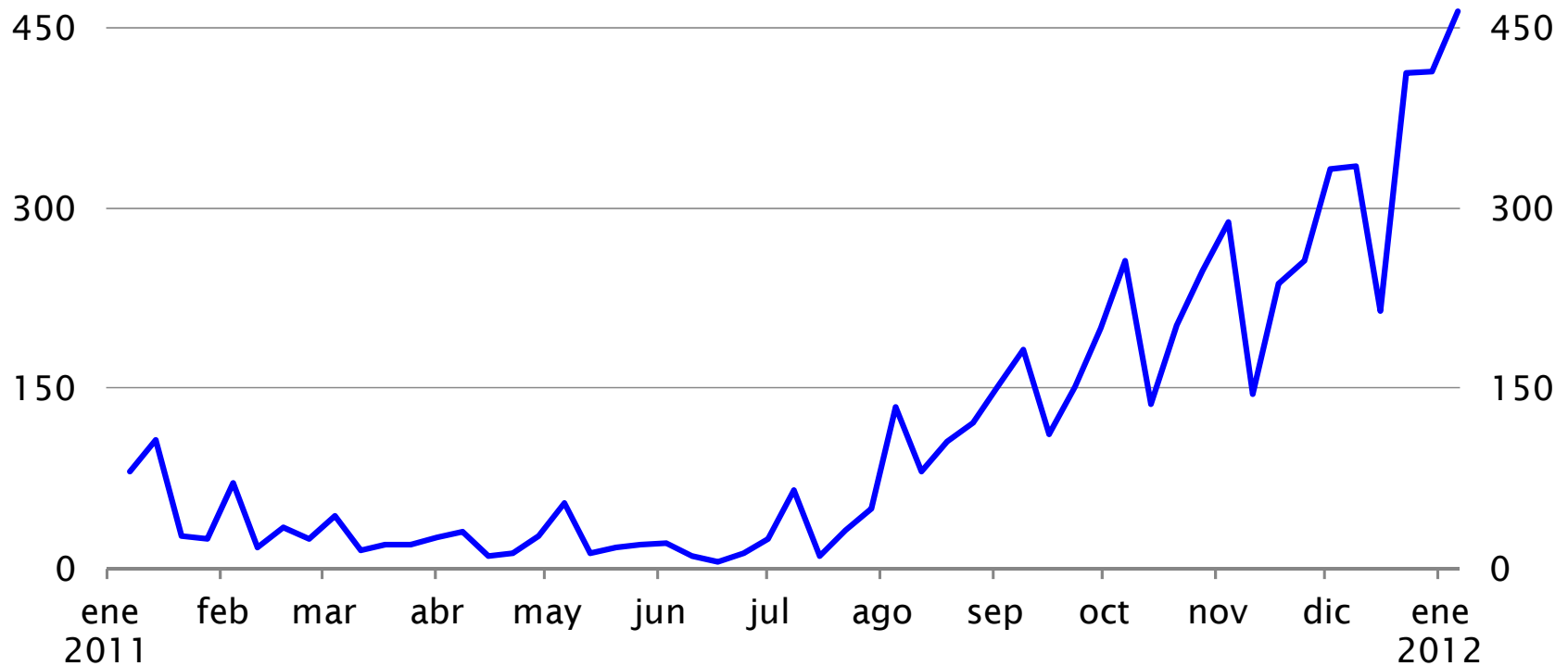
Spreads entre la LIBOR y *Overnight Index Swaps*
(puntos base)



Fuente: Bloomberg, 13 de enero del 2012.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Los bancos aumentan sus depósitos en el BCE

Facilidad de Depósito en el Banco Central Europeo
(Miles de Millones de Euros)

Fuente: Banco Central Europeo, 13 de enero del 2012.

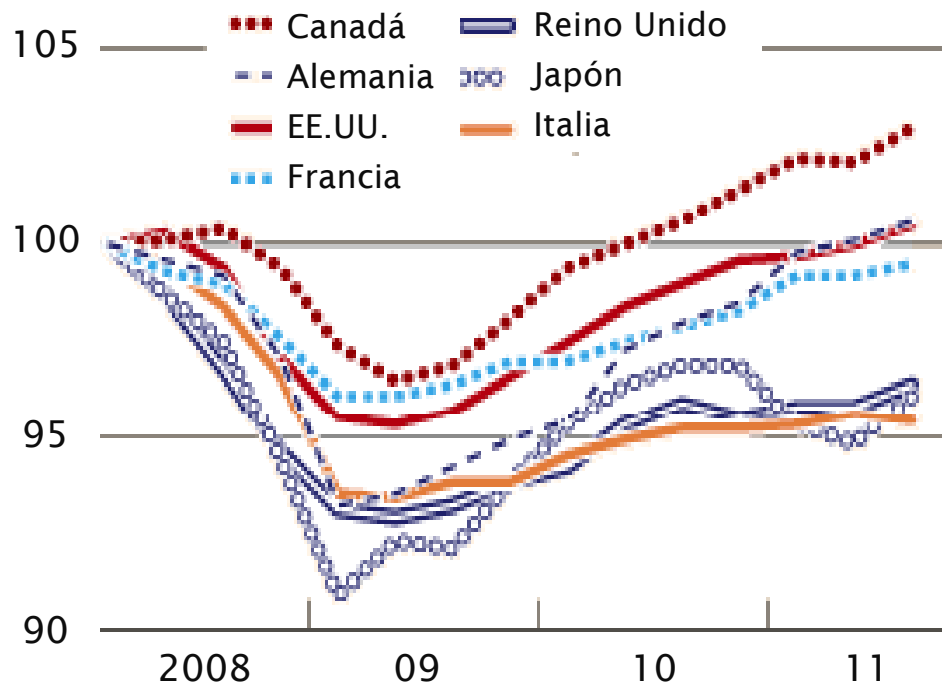
Perspectivas de Crecimiento Mundial

- La combinación de ajustes fiscales, contracción crediticia y alta incertidumbre están llevando a la Zona Euro a una recesión.
- En contraste, en EE.UU. cifras recientes (mercado laboral, producción industrial y ventas) muestran que está en mejores condiciones que lo esperado hace unos meses.
- Además, los riesgos políticos han disminuido y lo más probable es que el acuerdo entre el gobierno y el Congreso sobre el impuesto a las contrataciones y la extensión del seguro de desempleo se extienda hasta fines de año.
- El crecimiento de EE.UU. habría alcanzado el 1,8% el año 2011 y superaría el 2% este año.
- Con todo, el peso excesivo de la deuda pública y privada va a continuar afectando su crecimiento por un periodo prolongado.

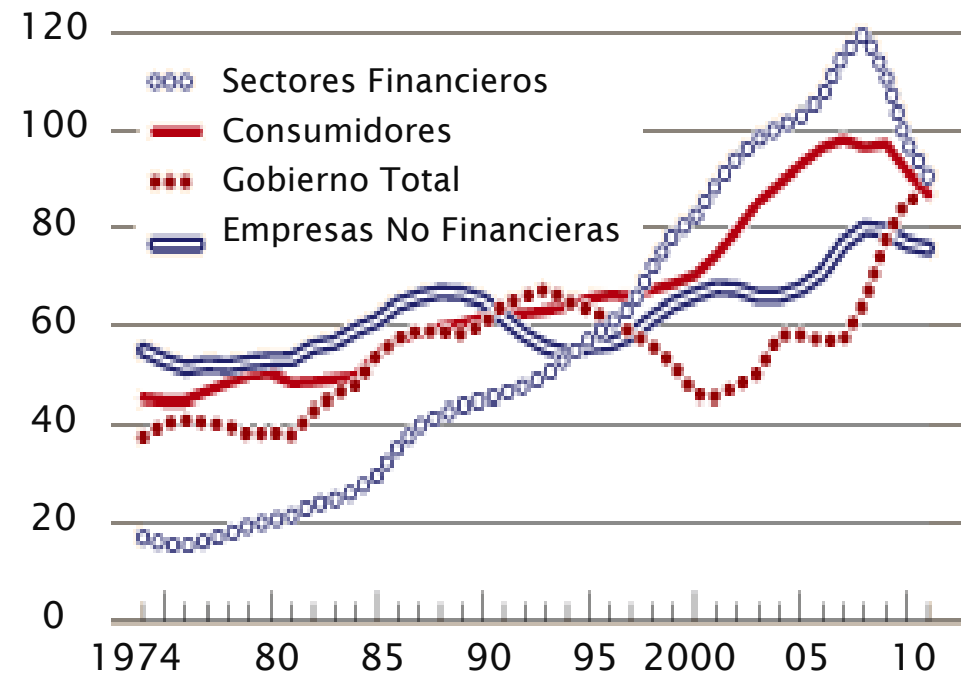
La Economía Mundial y sus Perspectivas

PIB Real de Economías Avanzadas y Deuda Sectorial en EE.UU.

PIB Real
(Índice 2008'Q1=100)



Deuda Sectorial en EE.UU.
(% del PIB)



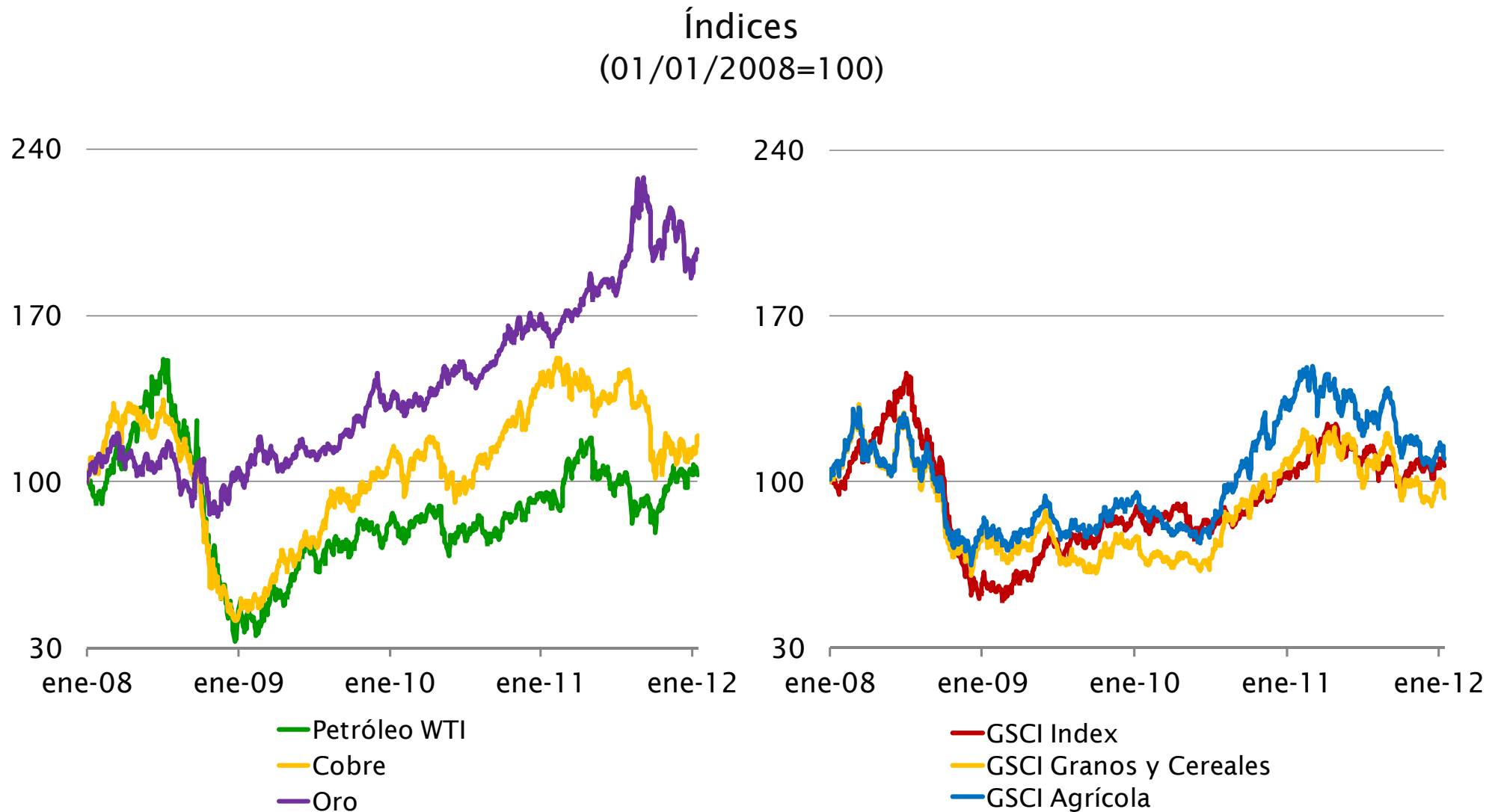
Fuente: Consensus Economics; Thomson Reuters Datastream; Reserva Federal.

Perspectivas de Crecimiento Mundial

- En Japón, la recuperación pierde fuerza en el margen, muy afectada por el deterioro en Europa y Asia Emergente y la apreciación del yen.
- El crecimiento también se reduce en los países emergentes afectado por:
 - menores términos de intercambio;
 - el menor crecimiento de los países avanzados;
 - condiciones financieras menos favorables; y
 - deterioro en las expectativas.
- En el caso de China y la India el deterioro de la crisis europea las encontró tratando de enfriar su economías, ahora las políticas restrictivas y la crisis europea impactan en su crecimiento.
 - China creció “sólo” un 8,9% anual el 2011'Q4.
 - Precios de minerales se recuperan con cifras de China.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Precios de commodities y de productos agrícolas caen en últimos meses



Fuente: Bloomberg, 13 de enero del 2012.

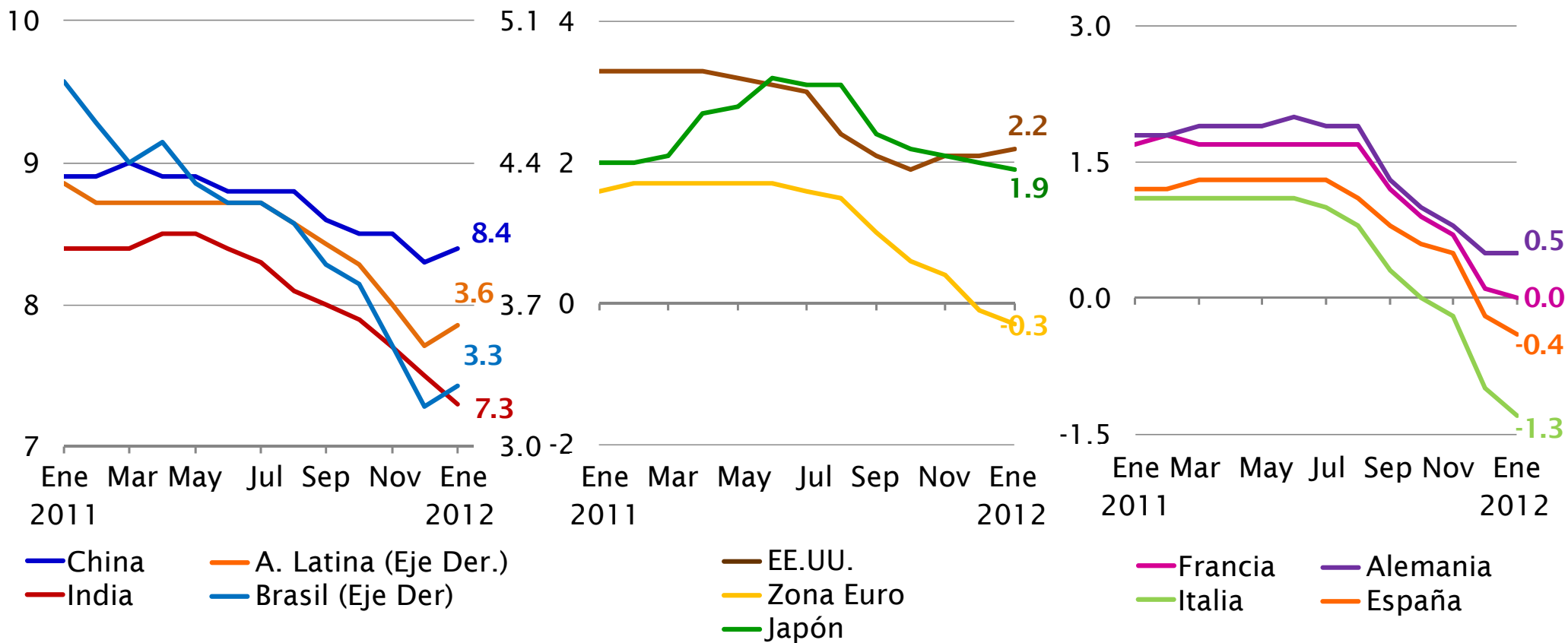
Perspectivas de Crecimiento Mundial

- En este cuadro, las proyecciones de crecimiento para el 2012, a excepción de EE.UU., Brasil y México, se han seguido corrigiendo a la baja.
- Si la crisis de Europa se profundiza, los países más afectados serían los avanzados, Europa Central y del Este, Asia Emergente, América Latina y África, en ese mismo orden.
- En general, los países emergentes tienen espacio para utilizar política contracíclica para amortiguar los efectos del deterioro de los países avanzados.
- En el caso particular de América Latina, comparado con el año 2008, la situación es más favorable en términos de cuentas fiscales, cuenta corriente, reservas internacionales y deuda externa a PIB.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Las expectativas de crecimiento se han corregido periódicamente a la baja

Perspectivas de Crecimiento Económico para el 2012
(variación % anual del PIB Real)



Fuente: Consensus Forecasts.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Proyecciones del crecimiento mundial (variación anual, %)

	2009	2010	2011			2012			2013		
			FMI	BI	CF	FMI	BI	CF	FMI	BI	CF
Estados Unidos	-3.5	3.0	1.5	1.7 ↓	1.8 ↑	1.8 (2.7; 2.9; 2.7)	2.4 =	2.2 ↑	2.5	2.6	2.5
Zona Euro	-4.3	1.8	1.6	1.5 ↓	1.6 =	1.1 (1.7; 1.8; 1.7)	-0.5 =	-0.3 ↓	1.5	0.8	1.0
Japón	-6.3	4.0	-0.5	-0.9 ↓	-0.8 ↓	2.3 (2.9; 2.1; 1.8)	1.2 ↑	1.9 ↓	2.0	1.5	1.4
Asia (ex-Japón)	6.2	9.6	7.9	7.2 =	7.4 ↓	7.6 (7.9; 7.9; 8.4)	6.6 =	7.0 =	8.0	7.4	7.5
China	9.2	10.3	9.5	9.1 =	9.2 =	9.0 (9.5; 9.5; 9.5)	8.2 =	8.4 ↑	9.5	8.8	8.6
India	6.8	10.1	7.8	7.0 =	7.0 ↓	7.5 (7.8; 7.8; 8.0)	7.3 =	7.3 ↓	8.1	7.9	8.2
América Latina	-1.7	6.1	4.5	4.3 =	4.1 =	4.0 (4.1; 4.2; 4.1)	3.5 =	3.6 ↑	4.1	4.1	4.0
Brasil	-0.6	7.5	3.8	2.9 =	2.9 =	3.6 (3.6; 4.1; 4.1)	3.2 =	3.3 ↑	4.2	4.5	4.3
México	-6.2	5.4	3.8	3.9 =	4.0 ↑	3.6 (4.0; 4.0; 4.8)	3.1 =	3.3 ↑	3.7	3.4	3.4
Mundo (PPP)	-0.7	5.1	4.0	3.6 =	3.7 =	4.0 (4.5; 4.5; 4.5)	3.1 =	3.4 =	4.5	3.8	n.d.
Mundo (TCM)	-2.3	4.0	3.0	2.6 =	2.9 =	3.2 (3.7; 3.7; 3.6)	2.0 ↓	2.6 ↓	3.6	2.7	2.6
Comercio Mundial	-10.7	12.8	7.5			5.8 (6.7; 6.9; 6.8)					

Fuente: Consensus Forecasts, Enero 2012; Asia Pacific Consensus Forecasts, Enero 2012; Latin America Consensus Forecasts, Enero 2012; FMI: WEO, Septiembre 2011, y en paréntesis WEO Update Junio 2011, Abril 2011, Update Enero 2011, respectivamente; Bancos de Inversión: J.P.Morgan; Barclays Capital y Deutsche Bank.

Los mercados se mantendrán expectantes de los avances

- Pero este escenario central enfrenta importantes riesgos, prácticamente todos con un sesgo a la baja en el crecimiento proyectado:
 - (1) Una profundización de la crisis europea como resultado de:
 - (i) la incapacidad de los líderes europeos en la implementación de programas de ajuste y crecimiento que restablezcan la confianza de los mercados;
 - (ii) un *default* desordenado de Grecia que termine desatando un contagio a otros países periféricos y al sistema financiero europeo y global;
 - (3) un fracaso en la creación del *súper fondo* por indecisión política o debido a dificultades para levantar suficientes recursos.
 - (2) Un aterrizaje no tan suave de China.
 - (3) Incapacidad de acuerdos entre el Ejecutivo y el Congreso en EE.UU. para aprobar el presupuesto del año 2012 y para llevar a cabo un ajuste fiscal creíble y gradual:
 - (4) Shocks geopolíticos inesperados (Irán es un candidato).
- Un riesgo sesgado al alza es que la recuperación de los EE.UU. nos pueda volver a dar sorpresas positivas.

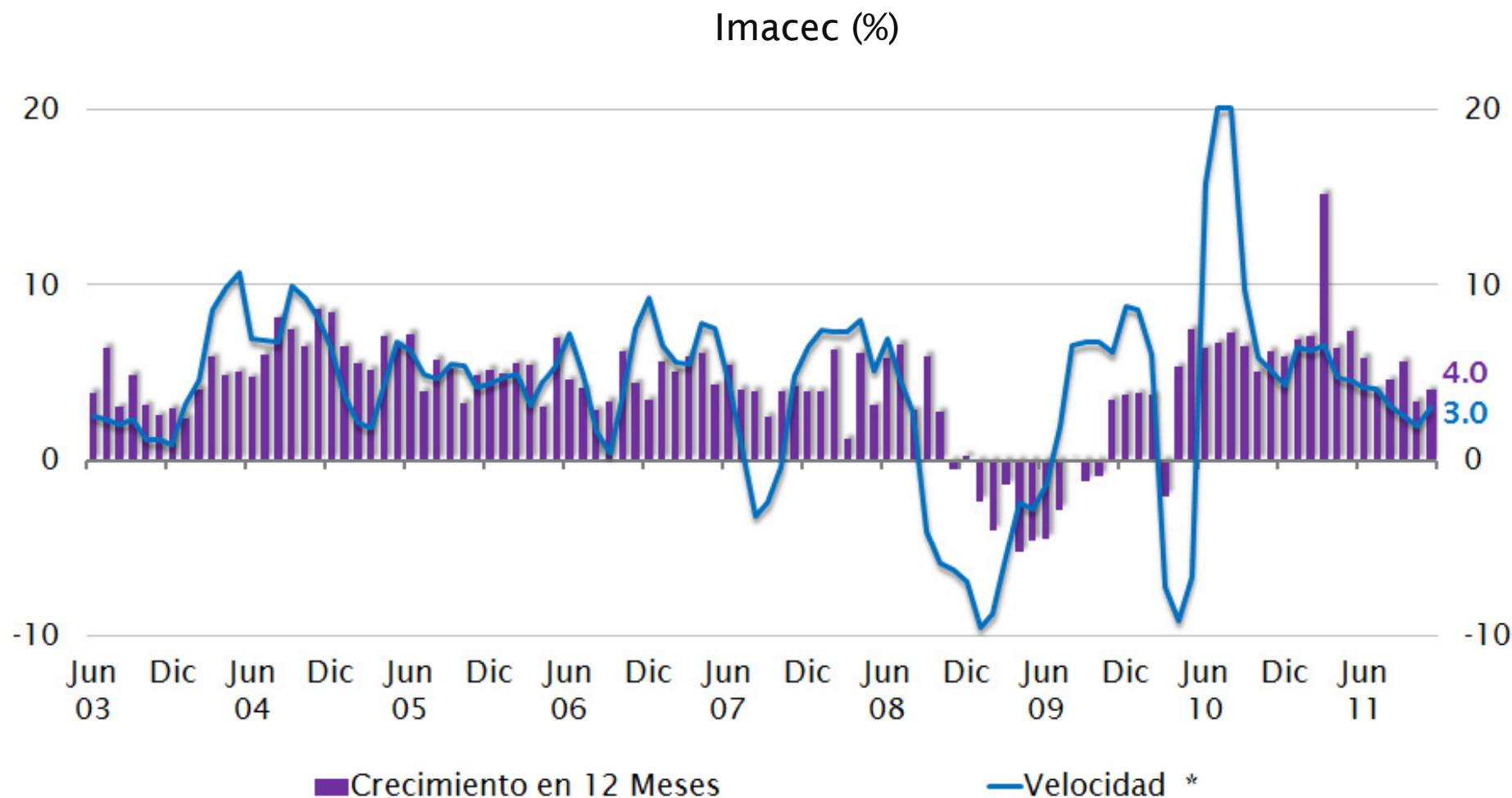


2. Perspectivas de la Economía Chilena

Después de crecer con fuerza, Chile se desacelera en el último trimestre

- En los primeros dos trimestres del 2011, Chile creció con fuerza.
- Sin embargo, el crecimiento perdió fuerza en el tercer trimestre, afectado por los efectos contractivos de la política monetaria y por el deterioro del entorno externo.
 - Después de crecer a tasas anualizadas de 5,8 y 5,3% en 2011'Q1 y Q2, el crecimiento del tercer trimestre se redujo a un 2,6% y el trimestre terminado en Noviembre alcanzó un 3,0% anualizado.
 - Las tasas de crecimiento anuales (con respecto al mismo trimestre del año anterior) también se han estado reduciendo a lo largo del año: 9,9% el 2011'Q1, 6,6% el 2011'Q2 y 4,8% el 2011'Q3.
 - Los sectores más dinámicos son el comercio y las comunicaciones. En contraste, la minería se contrae y la industria manufacturera pierde dinamismo afectada por el deterioro en la economía mundial.

La actividad se desacelera en los últimos meses



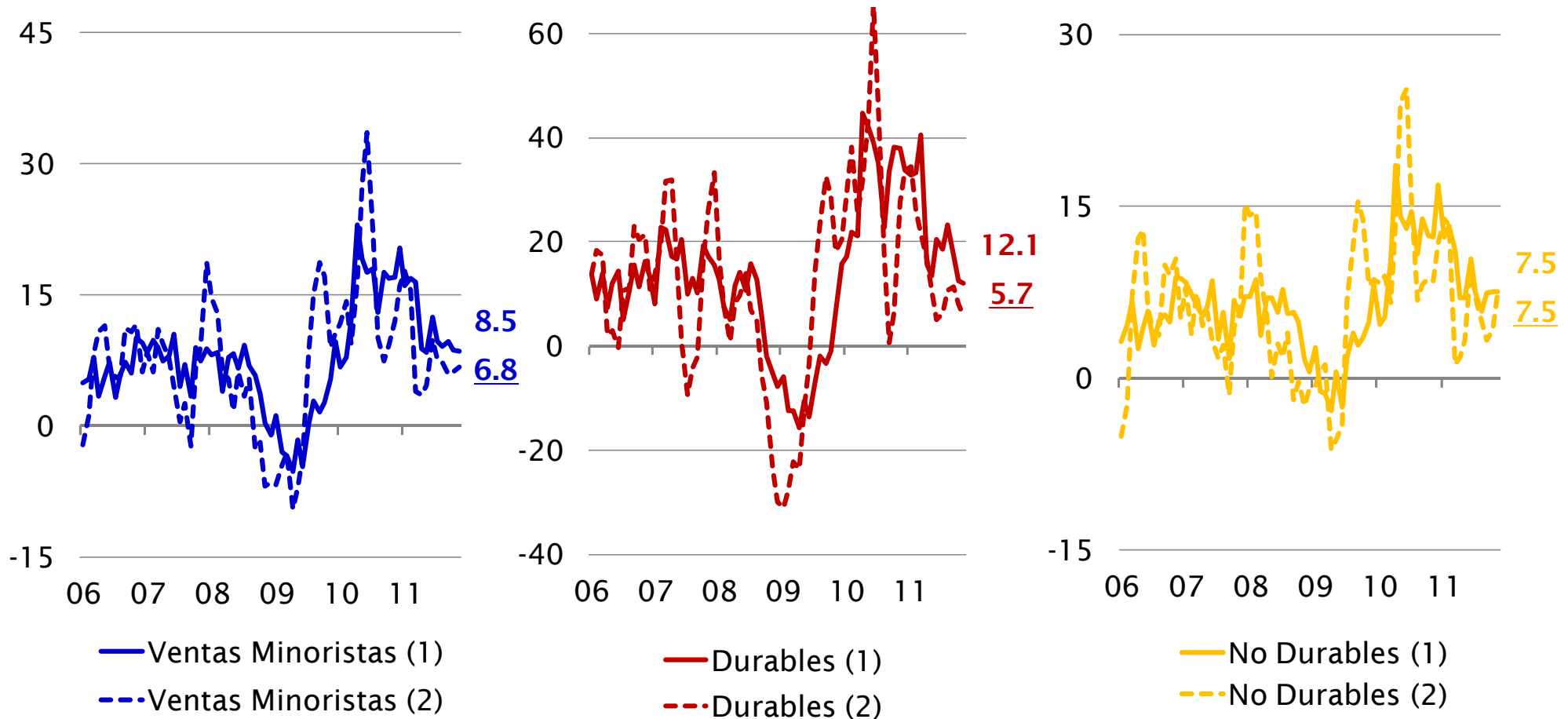
* Tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.
Fuente: Banco Central de Chile.

La demanda interna se desacelera pero poco y la tasa de desempleo se reduce

- En cuanto a la demanda interna, su desaceleración ha sido más moderada, creciendo a una tasa anual del 9,4% en el tercer trimestre.
- Indicadores parciales de demanda (ventas al detalle e importaciones) muestran que la desaceleración sigue siendo moderada.
- Como resultado de la diferencia de dinamismo entre el crecimiento del gasto y el crecimiento del producto la balanza comercial se deteriora.
- La tasa de desempleo de septiembre/noviembre se redujo hasta 7,1%.
 - El empleo sigue aumentando pero como era de esperar a tasas más moderadas y los salarios nominales crecen con fuerza lo que evidenciaría que se mantiene la estrechez en el mercado laboral.

Las ventas minoristas se desaceleran

Ventas Minoristas Reales del Comercio

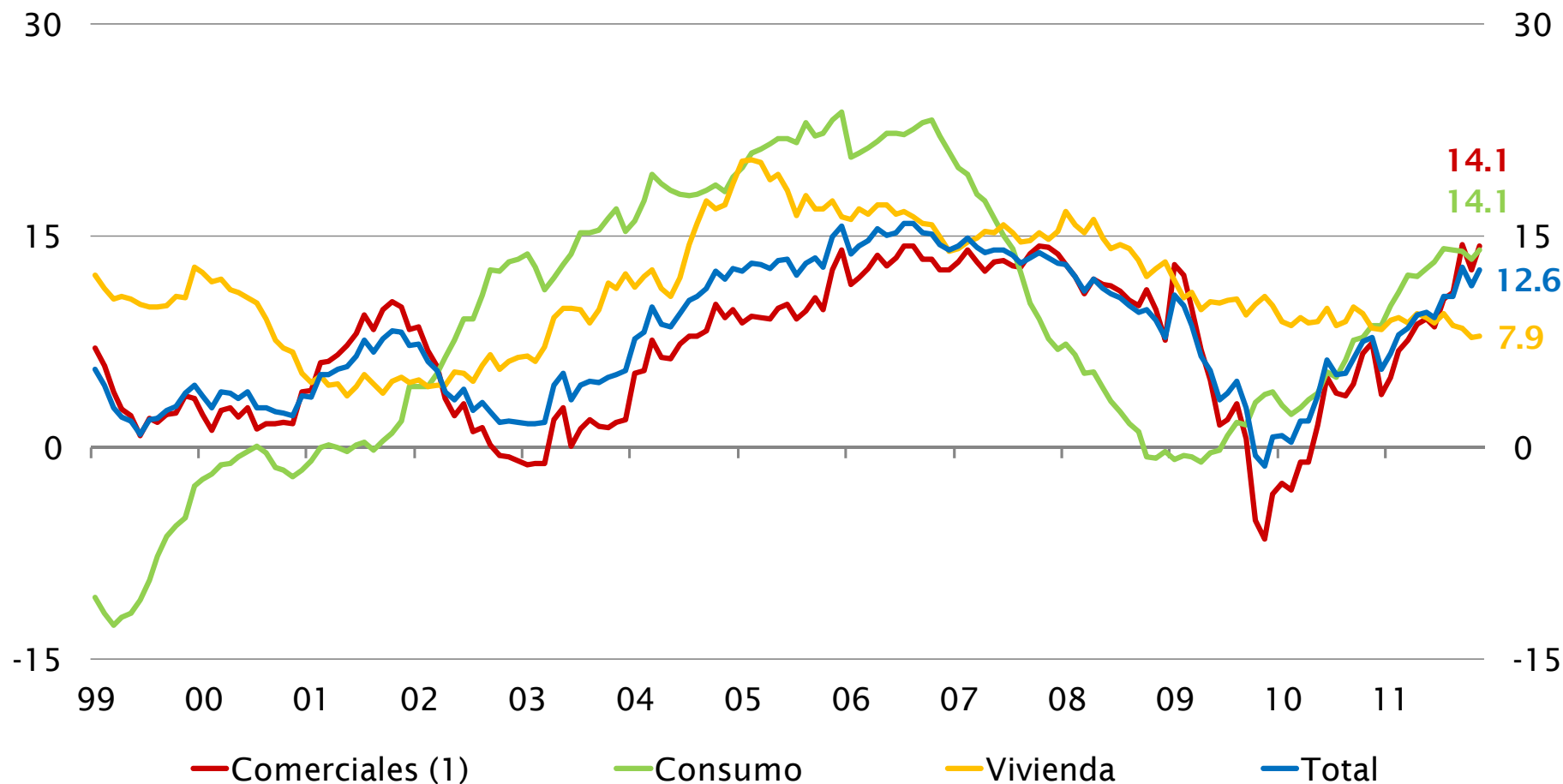


(1) Tasa de variación porcentual en 12 meses.

(2) Velocidad de crecimiento: tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

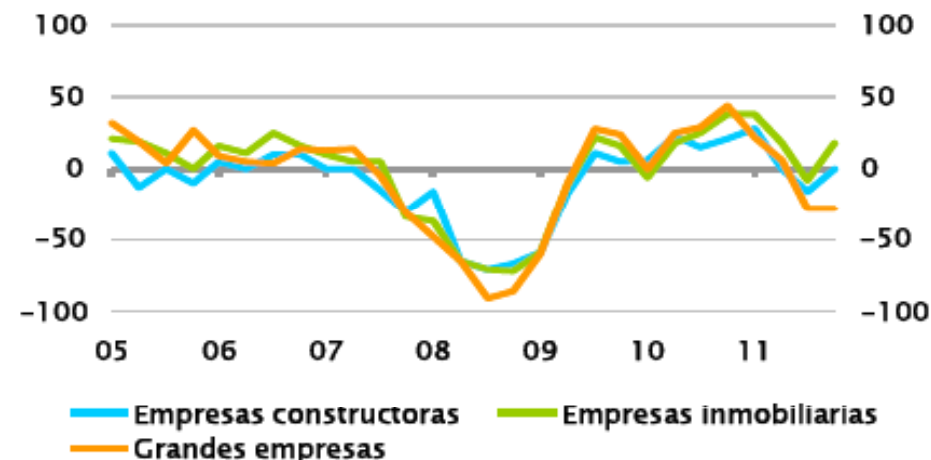
Las colocaciones reales, excepto las hipotecarias, mantienen el crecimiento



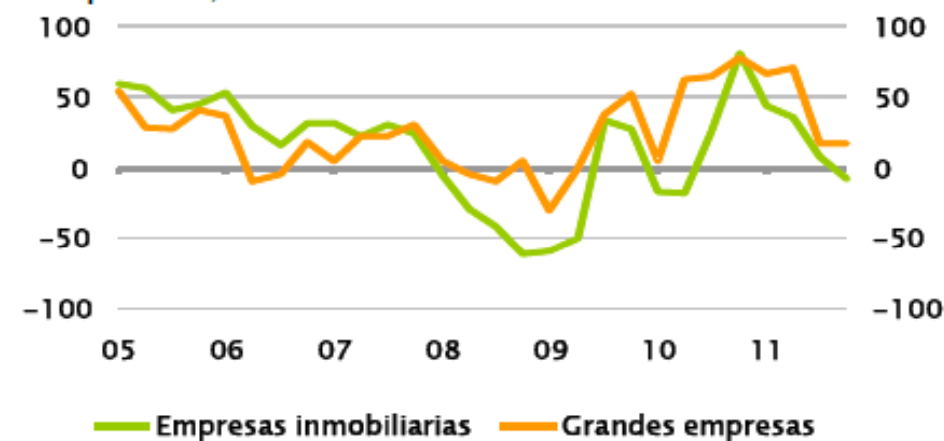
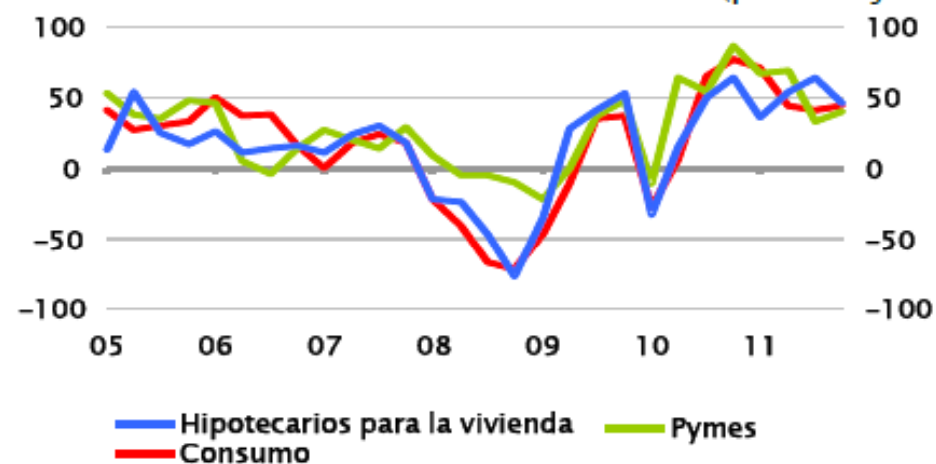
(1) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior.
Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Condiciones crediticias se restringen

Cambio en la oferta de crédito
 (porcentaje neto de respuestas)



Cambio en la demanda de crédito
 (porcentaje neto de respuestas)



Fuente: Presentación de Antecedentes, RPM de Enero del 2012. Banco Central de Chile.

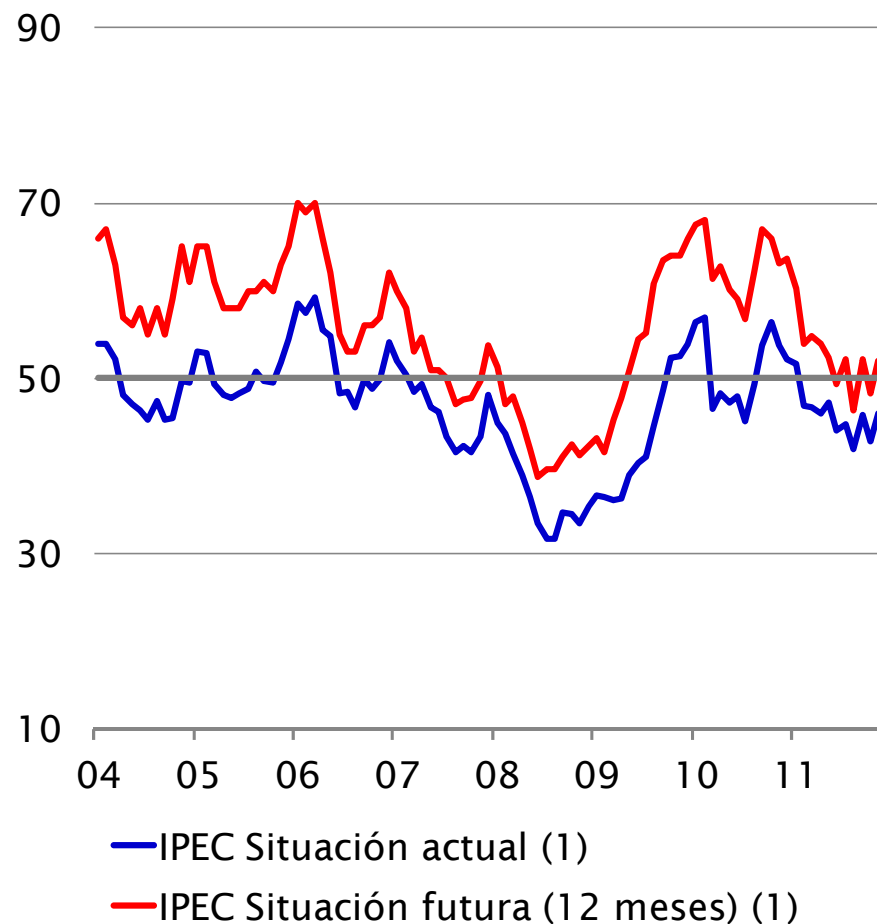
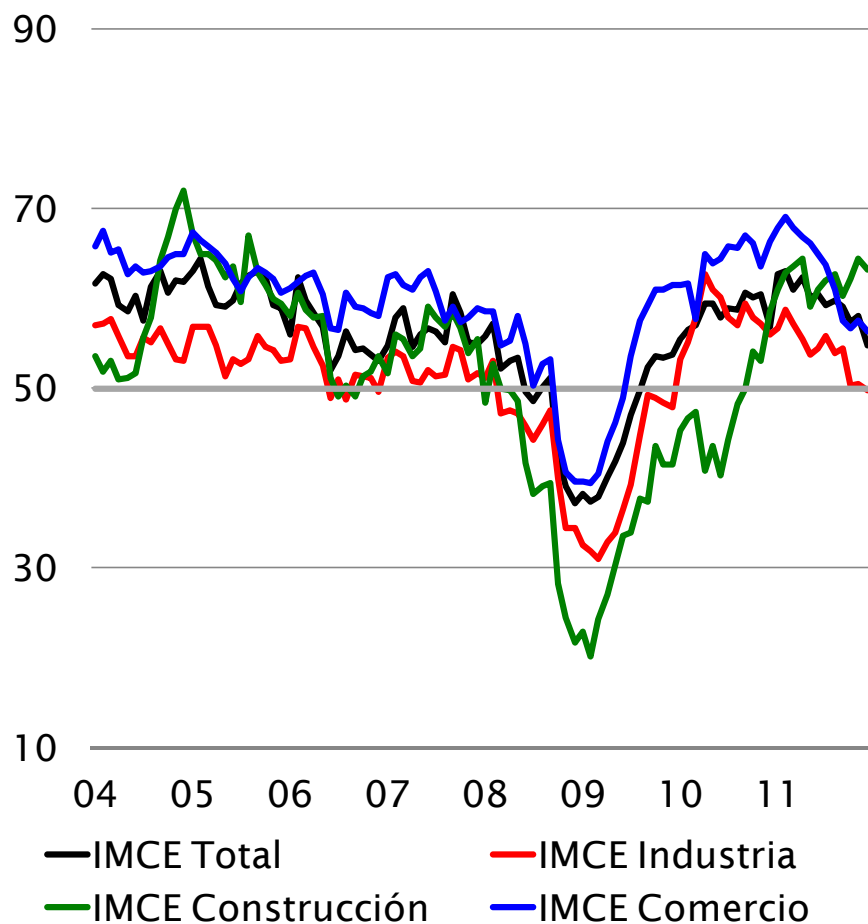
Pero las expectativas de los consumidores siguen bajas

- La confianza del consumidor se mantiene en terreno pesimista y se reduce en diciembre.
 - En particular, la percepción para los próximos 12 meses volvió a terreno pesimista
- La confianza del sector empresarial, si bien se mantiene en terreno positivo para casi todos los sectores, se ha estado reduciendo en los últimos meses.
 - Se destaca la confianza del sector construcción que se ha mantenido en los niveles más altos de los últimos 5 años.
 - Sin embargo, en el sector industrial, la confianza cae al terreno pesimista después de dos años.

Empresarios (ex. industriales) siguen optimistas pero sus expectativas se reducen

Percepción de los empresarios:
 IMCE (*)

Percepción de los consumidores:
 IPEC (*)

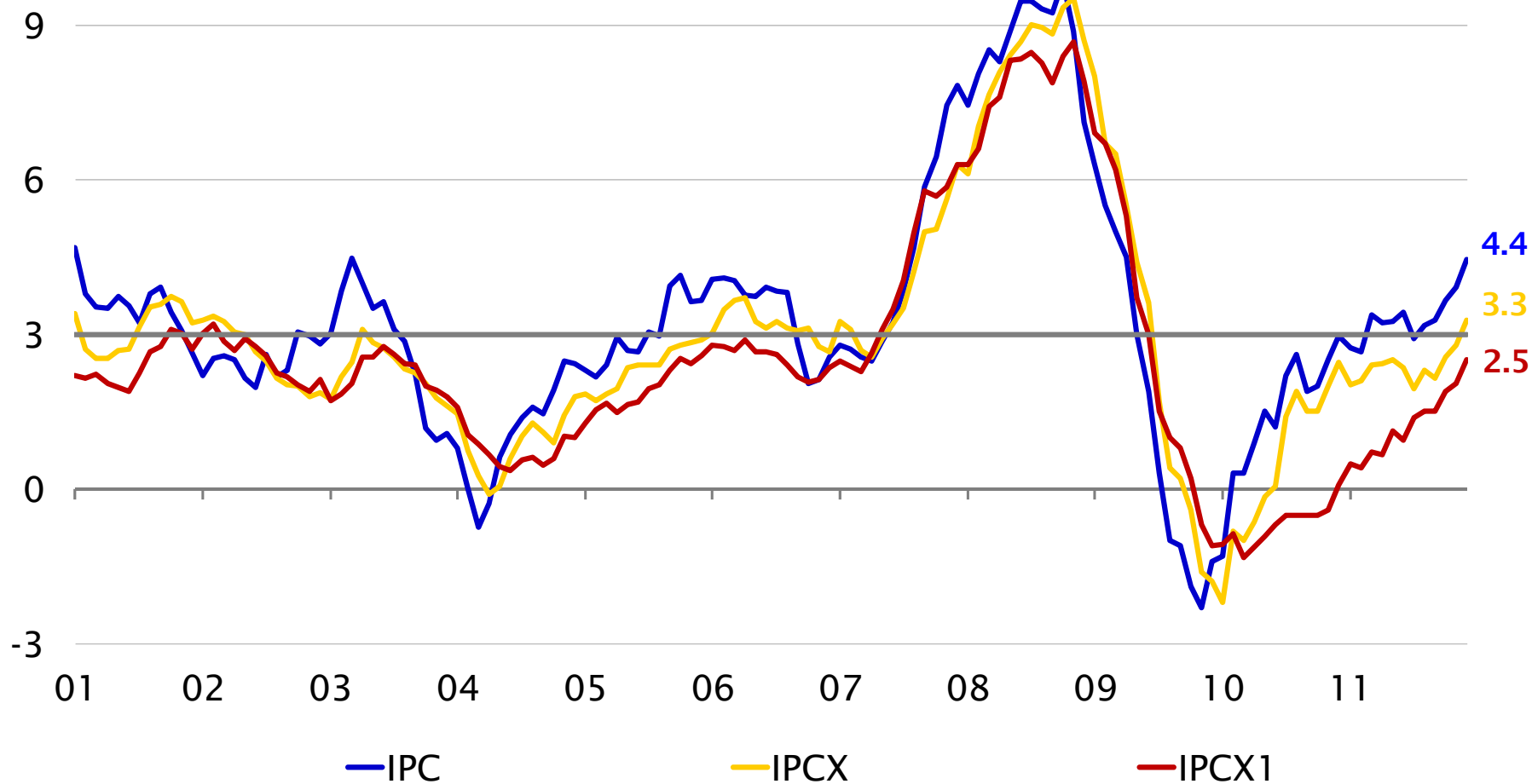


(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
 Fuente: Adimark, ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Tasas de interés se reducen y la inflación vuelve a sorprender en Diciembre

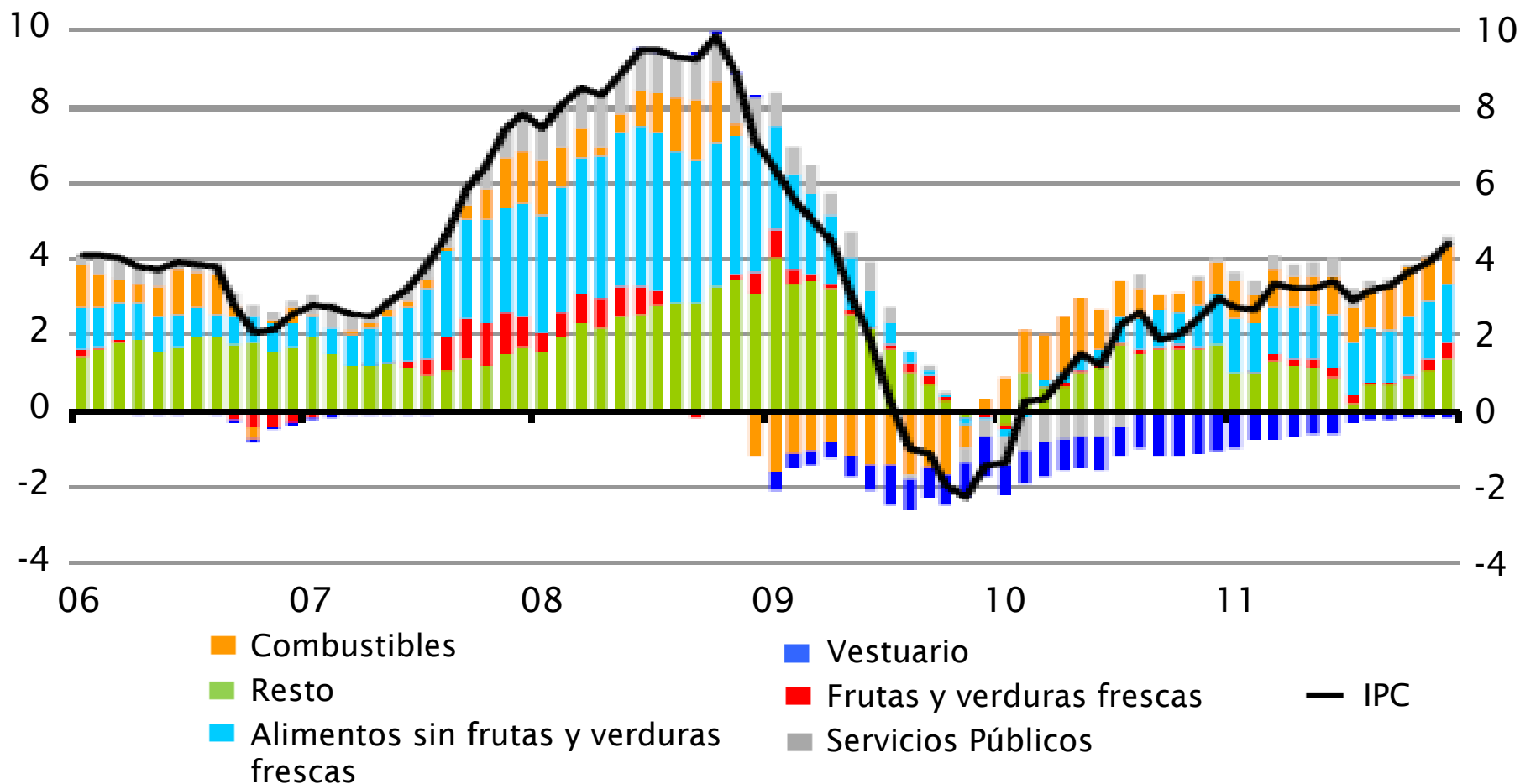
- La inflación de diciembre volvió a sorprender por lo alta, llevando la inflación anual al 4,4%, subiendo desde 3,3% en septiembre.
- En cuanto a la inflación de no transables esta sigue sobre el 5% anual y la de transables ha estado subiendo continuamente, alcanzando el 3,8% en diciembre.
- Asociado a lo anterior, las expectativas de inflación a diciembre de este año se corrigieron al alza.
 - Sin embargo, las expectativas de inflación a uno y dos años a partir de enero continúan ancladas en torno al 3%.
- Por su parte, el tipo de cambio ha estado muy afectado por el precio del cobre, la crisis europea y sus efectos en la paridad dólar/euro, el apetito por riesgo y los flujos de capitales.

La inflación cerró el 2011 en 4,4%



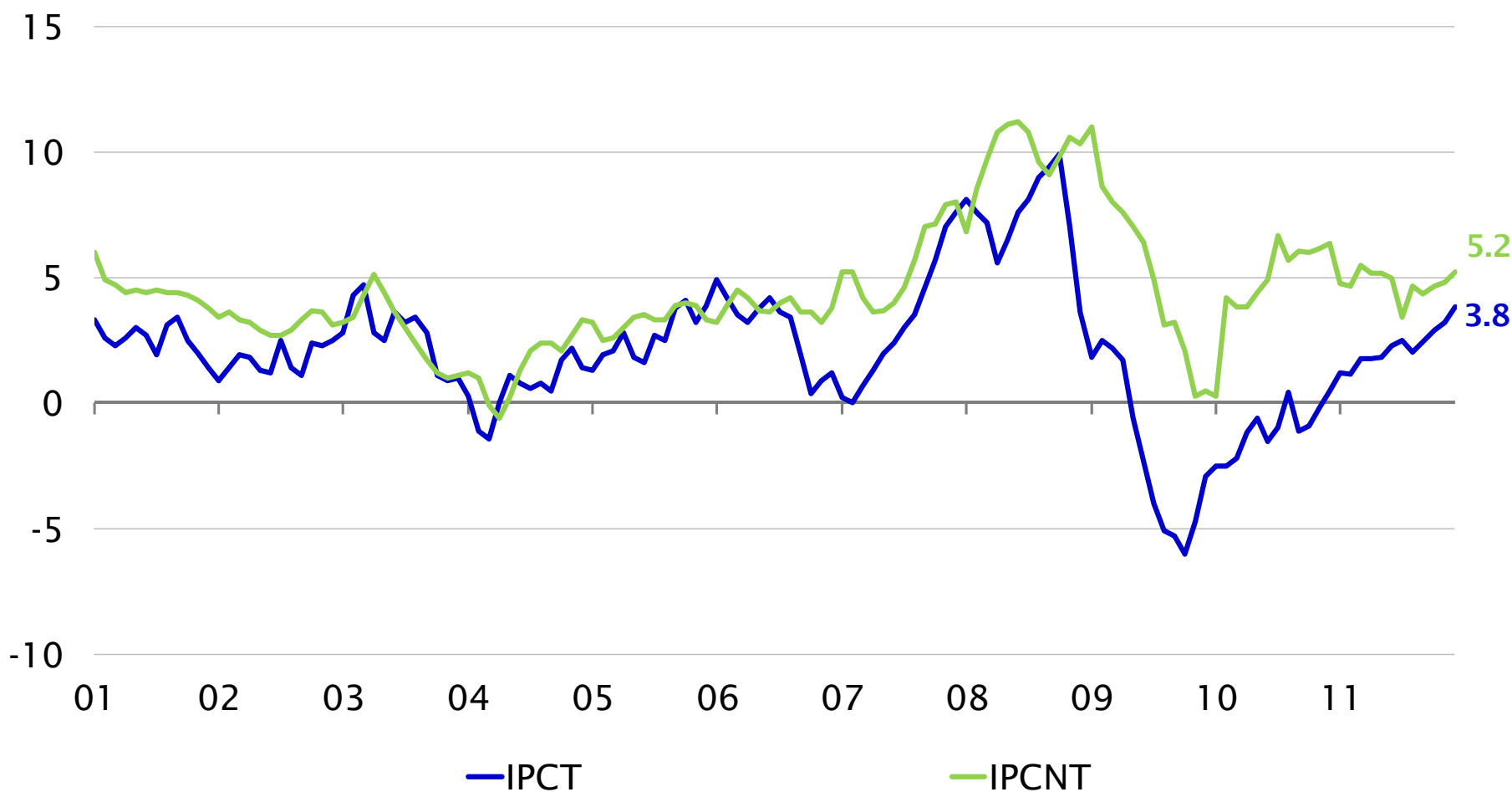
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Incidencias en el IPC (puntos porcentuales en el IPC)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Inflación de no-transables se mantiene en torno al 5% y se acelera la de transables



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Política Monetaria y Fiscal

- Con el deterioro de la situación internacional, y las perspectivas de una mayor desaceleración hacia delante, el Banco Central decidió bajar la tasa.
- El IPOM de diciembre reconocía un deterioro en el entorno externo pero su impacto en el crecimiento lo veía como moderado al proyectar un crecimiento en el rango del 3,75 al 4,75% con sesgo a la baja.
- El IPOM anticipaba que para llevar la inflación al 3% en el horizonte de política se iban a requerir bajas de tasas consistentes con las expectativas y los precios de mercado.
 - Estas apuntaban a una TPM que alcanzaría niveles en torno al 4,25% hacia fines del 2012.
- La autoridad fiscal se prepara también para implementar una política contracíclica en caso de que la crisis europea se profundice.

Proyecciones para el 2011 y el 2012

- En mi escenario central:
 - El crecimiento del PIB del 2011 se ubicó en torno al 6,2% y para el 2012 se ubicaría bajo el 4%, pero si se intensifica el deterioro del entorno externo el crecimiento del 2012 sería bastante menor.
 - La inflación anual a diciembre del 2012 cerraría en la parte baja del rango del 3 al 3,5%.
- En el corto plazo, los principales riesgos que enfrenta la economía chilena son las que muestra el entorno externo y son los que ya analizamos en la primera sección.
 - La mejor defensa que tenemos frente al deterioro de la situación externa es la credibilidad del Banco Central, la solvencia fiscal y la fortaleza de nuestro sistema financiero.
 - Los principales canales de transmisión serían las expectativas, el precio del cobre y los mercados financieros.
 - En los flujos comerciales nos favorece el alto peso de Asia en la composición de las exportaciones.

Chile: Proyecciones Macroeconómicas (variación % anual)

	2010	2011	2012				2013		
			BC	LACF	EIU	EEE	LACF	FMI	EEE
PIB	5.2	6.2	(3.75-4.75)	4.1 (3.3; 5.5)	4.6	4.0 (3.5; 4.7)	4.8 (3.9; 6.3)	4.5	5.0 (4.0; 5.5)
Demanda Interna	16.4	9.5	3.7	-	-	-	-	-	-
Con. privado	10.4	8.1*	4.9*	5.0	5.4	-	5.2	-	-
Inversión total	18.8	16.9	5.8	7.8	9.4	-	8.7	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.4	2.6	-	0.1	1.3	-	0.1	1.5	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	-	515.6**	498.6	519*** (490; 536)	522.4**	-	520*** (490; 542)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	2.7	3.1 (2.8; 4.0)	3.4	3.0 (2.7; 3.4)	3.1 (2.8; 3.5)	3.0	3.0 (3.0; 3.2)
Tasa de Desempleo (%)	8.4	7.3	-	-	7.3	-	-	7.2	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.9	-1.5	-3.3	-1.8 (-4.0; 1.1)	-1.2	-	-1.4 (-6.5; 1.6)	-1.7	-

Proyecciones del 2011 corresponden al BC o, al consenso del mercado para el Balance Fiscal y Tasa de Desempleo. *Se refiere al consumo total. **Corresponde a fines de enero del siguiente año. ***Corresponde a fines de diciembre del siguiente año.

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



El Momento Económico Internacional y Nacional

Vittorio Corbo

Centro de Estudios Públicos

17 de enero del 2012