



CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS
www.cepchile.cl

El Momento Económico

Vittorio Corbo

12 de Marzo de 2015



CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS
www.cepchile.cl

1. El Entorno Externo

El Entorno Externo

Principales desarrollos de la economía mundial

- Los mercados financieros han estado afectados por noticias de Grecia, Rusia, del BCE, de la FED, del precio del petróleo y de la actividad económica.
- La incertidumbre sobre Grecia continuará mientras se negocia un programa más sostenible.
- Rusia está siendo afectada por la pronunciada caída en el precio del petróleo y las sanciones de EE.UU. y de la UE por el conflicto en Ucrania.
 - En Rusia el petróleo representa un 25% del PIB, un 70% de las exportaciones y un 50% de los ingresos federales.

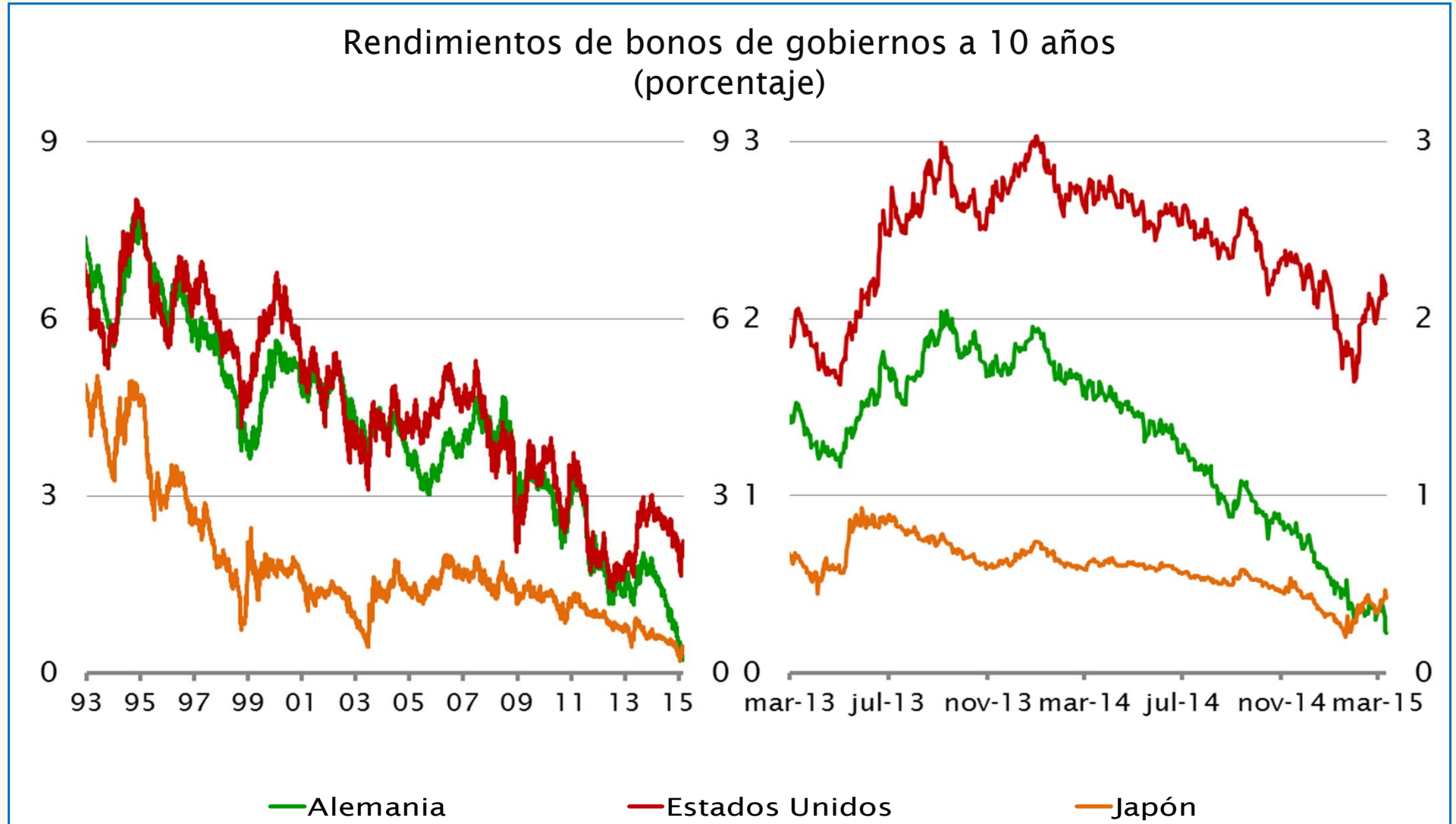
El Entorno Externo

Desarrollos de la economía mundial

- El BCE comienza su programa agresivo de compra de bonos.
- La solidez del mercado laboral de EE.UU. aumenta la probabilidad que la FED comience a subir tasas en junio con efectos en flujos de capitales y las monedas de emergentes.
- La Zona Euro comienza a mostrar algo más de dinamismo.
- Estos desarrollos inciden en apreciación del dólar, caída de las tasas largas en la Zona Euro (ZE) y alza en EE.UU., y depreciación de las monedas de los países emergentes.

El Entorno Externo

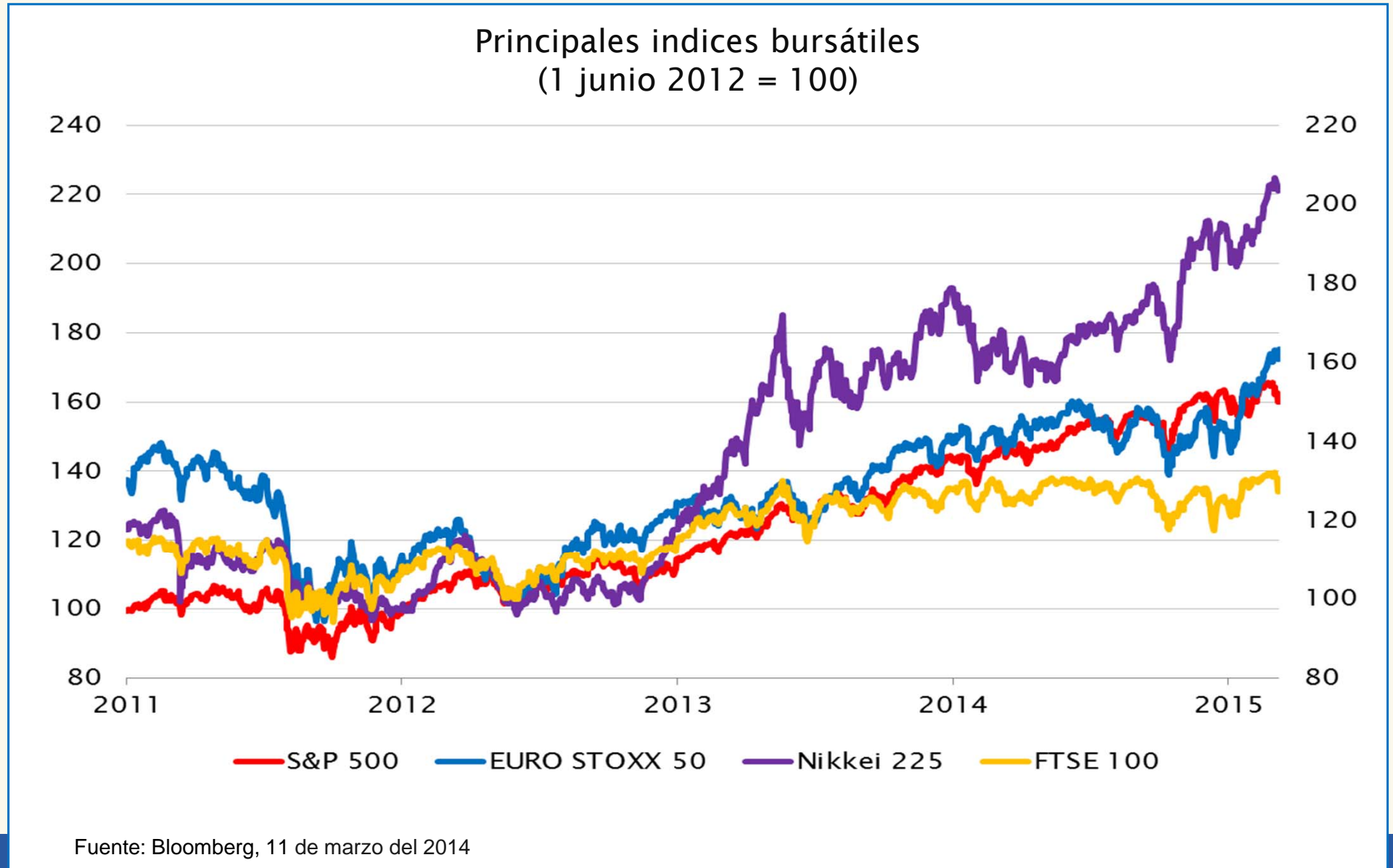
Las tasas largas caen en Alemania y suben en EE.UU.



Fuente: Bloomberg, 11 de marzo del 2014.

El Entorno Externo

Las bolsas al alza en Zona Euro y Japón



El Entorno Externo

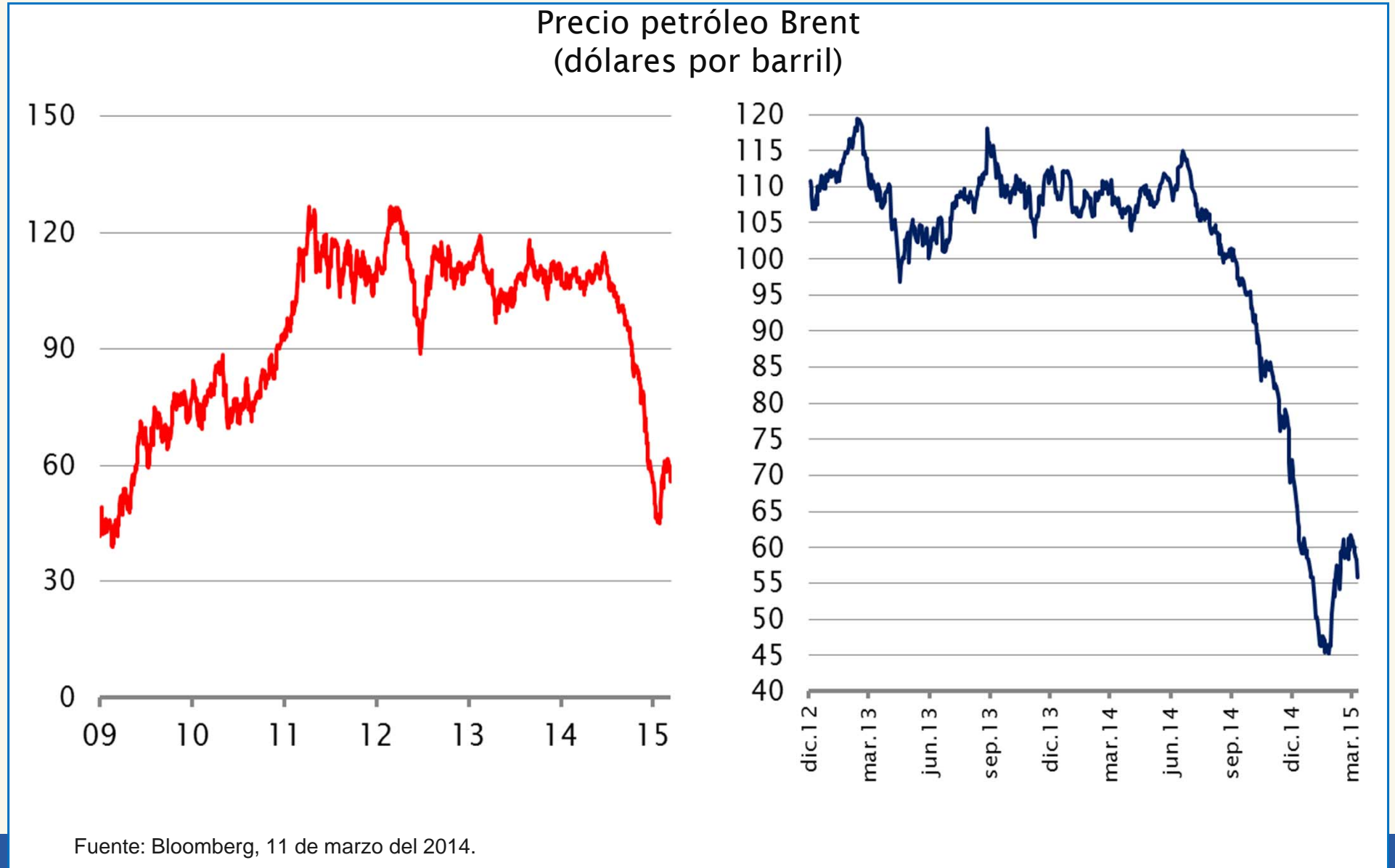
Alcance de los programas de flexibilización cuantitativa en los países desarrollados

Scale of Central Bank QE Programmes			
	Fed	Bank of Japan	ECB
Total Monthly Asset Purchases (bln local currency)	85	6600	60
(bln US\$)	85	56	72
Of which Gvt Bonds (bln local currency)	45	6600	50
(bln US\$)	45	56	60
Total Annual Asset Purchases/GDP	6%	16%	7%
Total Annual Asset Purchases/Outstanding Gvt Debt	5%	7%	8%
Total Annual Purchases of Gvt Bonds/Outstanding Gvt Debt	3%	7%	6%

Note: The figures refer to QE3 in the US and the current QE programme in Japan
Sources: National central banks, OECD, Fulcrum Asset Management

El Entorno Externo

El precio de petróleo Brent se recupera en el margen



El Entorno Externo

Evolución reciente de la economía mundial

- En cuanto a actividad, destaca la recuperación de los países avanzados y la pérdida de dinamismo de los emergentes:
 - EE.UU. y el Reino Unido (RU) continúan su ciclo expansivo, y la ZE muestra más dinamismo, pero el dinamismo de EE.UU. pierde fuerza con apreciación del dólar.
 - Japón creció en 2014Q4, aunque menos de lo esperado y a punta de estímulos. Ahora comienza a tomar más dinamismo, pero la inflación sigue por debajo de la meta.
 - La apreciación del dólar le quita dinamismo en el margen a EE.UU., y ayuda a la ZE y a Japón.

El Entorno Externo

Evolución reciente de la economía mundial

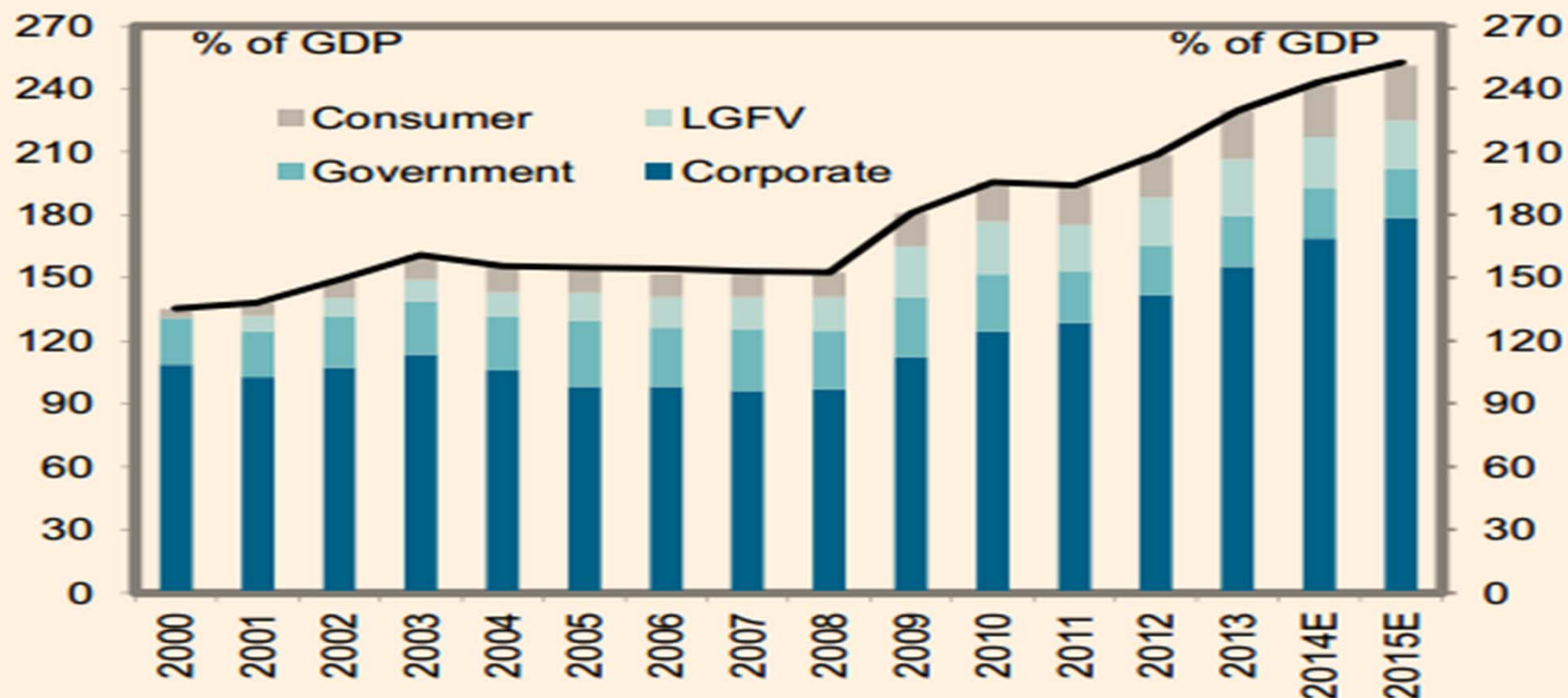
- En contraste, los países emergentes, se desaceleran mucho más de lo proyectado destacando:
 - China que muestra una renovada debilidad y aún le queda ajuste.
 - Brasil que enfrenta problemas macro y de corrupción.
 - Los importantes exportadores de petróleo experimentan caídas en ingresos reales y en utilidades de empresas, y ven deteriorada sus cuentas fiscales y sus cuentas corrientes, lo que los obliga a ajustarse.
 - En Rusia la caída en el precio del petróleo y las sanciones por el conflicto en Ucrania profundizan la recesión.
 - El resto de los países emergentes sufre el efecto combinado de una caída en precios de productos primarios y una salida de capitales en anticipo al alza de tasas de la FED.

El Entorno Externo

La deuda China se expande en forma sostenida desde el 2008

Exhibit 1: China's rising debt load

Debt by major borrower segment, as a percentage of GDP



Note: financial institution credit is excluded and only half of entrusted loan amounts are included due to double counting

Sources: PBoC, China Bond Online, Gao Hua Securities Research

El Entorno Externo

Perspectivas de la economía mundial

- La economía mundial tomaría algo más de dinamismo este año y el próximo, gracias a la recuperación de los países avanzados y al impulso neto de la caída en el precio del petróleo.
- En EE.UU. y el RU, la expansión será impulsada por un mejor mercado laboral, menores precios del petróleo, un ajuste fiscal más moderado, mejora de expectativas y tasas bajas.
- El mayor dinamismo de la ZE se apoyará en un menor freno fiscal, políticas expansivas del BCE, depreciación del Euro, menor precio del petróleo y expansión del crédito.
 - El programa de QE se transmite a través de tasas largas, la depreciación del euro y mejores condiciones financieras.
 - Sin embargo, para sostener la recuperación se requiere avanzar en reformas pro-crecimiento, especialmente en Francia e Italia.

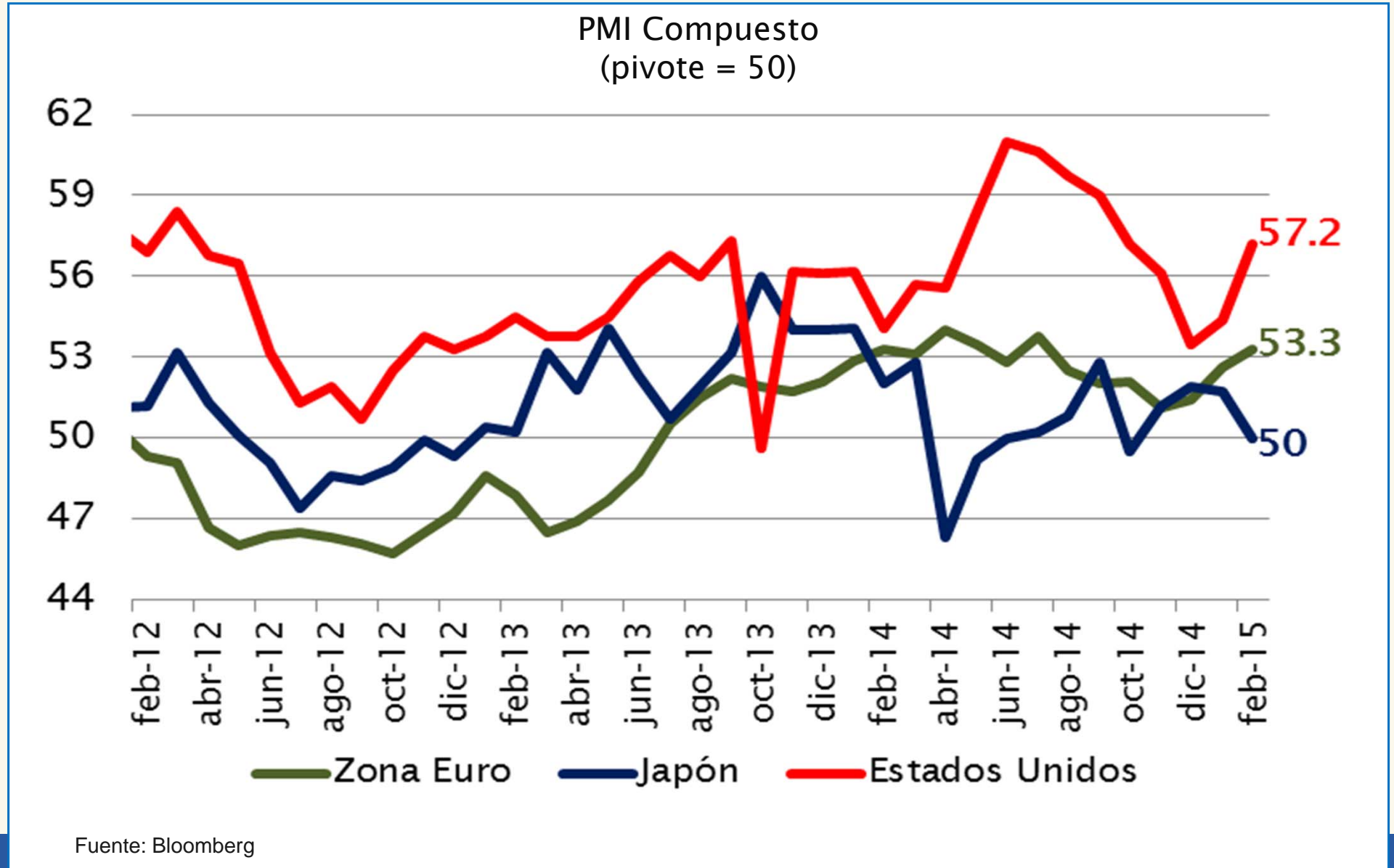
El Entorno Externo

Perspectivas de la economía mundial

- Japón va a tomar más dinamismo, asistido por su expansión monetaria y fiscal.
 - No obstante, para sostener el crecimiento va requerir también de reformas estructurales en miras a aumentar su crecimiento potencial.
- Los PMI compuestos y los indicadores líderes de la OECD anticipan la continuidad de la recuperación en EE.UU, un mayor dinamismo en la ZE, y debilidad en Japón.

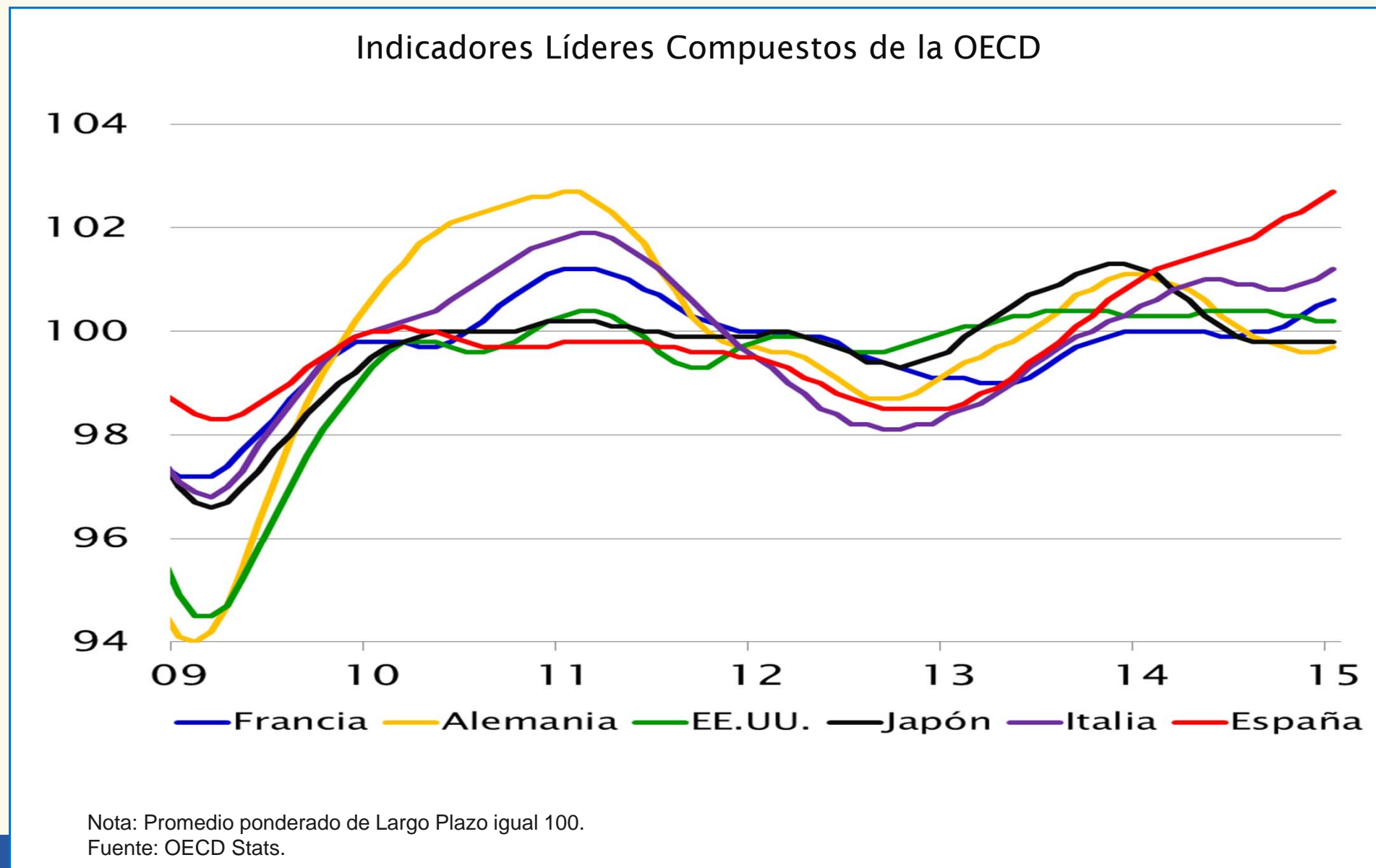
El Entorno Externo

El PMI compuesto se ajusta al alza en EE.UU. y la ZE, mientras en Japón cae



El Entorno Externo

Indicadores líderes de la OECD mejoran en los países de la periferia en la ZE



El Entorno Externo

Perspectivas de la economía mundial

- En los países emergentes las perspectivas son heterogéneas:
 - Los emergentes como grupo se beneficiarán del mayor dinamismo de los países avanzados, pero enfrentarán condiciones financieras menos favorables y más turbulentas.
 - Los exportadores de *commodities* seguirán enfrentando precios bajos.
 - China se desacelerará afectada por la caída en la fuerza laboral y por políticas orientadas a reducir vulnerabilidades y cambiar su motor de crecimiento desde la inversión hacia el consumo interno.
 - Exportadores de petróleo perderán dinamismo mientras se ajustan para disminuir vulnerabilidades fiscales y de cuentas externas.

El Entorno Externo

Perspectivas de la economía mundial

- India acelerará su crecimiento empujada por reformas, mejores expectativas empresariales y baja de tasas.
- América Latina se desacelera afectada principalmente por:
 - Brasil, agobiado por problemas de corrupción y forzado a seguir ajustándose experimentará una contracción.
 - México y Colombia sufrirán los efectos de la caída en el precio del petróleo en el ingreso real disponible, en las utilidades , y en el ajuste fiscal resultante de este shock.
 - Perú enfrenta caída en términos de intercambio y problemas políticos que seguirán afectando su crecimiento.
 - Venezuela y Argentina continuarán en una situación precaria.

El Entorno Externo

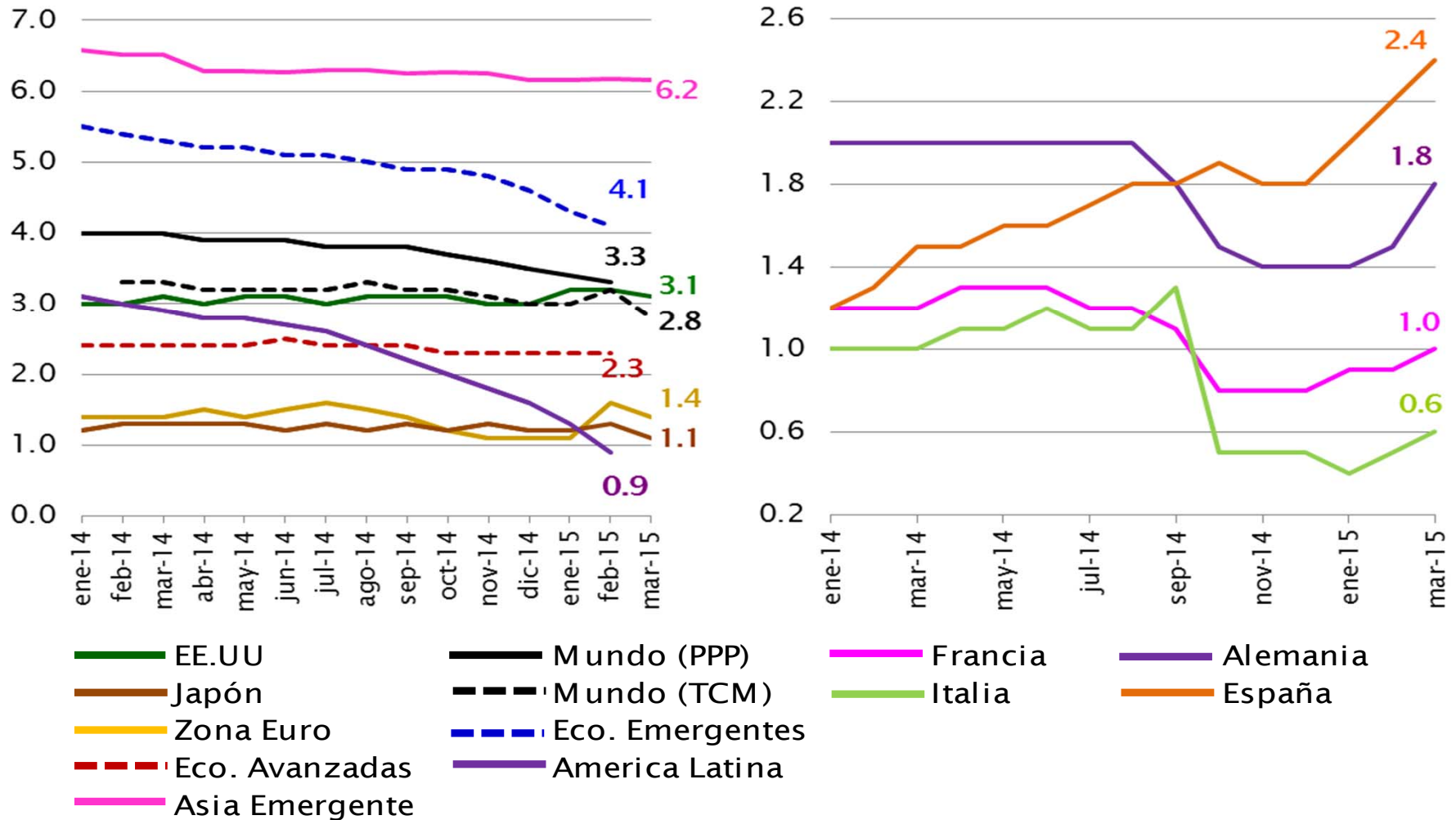
Perspectivas de la economía mundial

- Las proyecciones de crecimiento para el 2015 se han ido ajustando gradualmente a la baja.
 - En los países avanzados destacan las revisiones al alza de la ZE (destacando España) y la consolidación de un crecimiento en torno al 3% en EE.UU.
 - En los países emergentes destacan nuevamente las correcciones a la baja de las proyecciones de América Latina y la persistencia de un alto crecimiento en Asia emergente, empujado por India.

El Entorno Externo

Proyecciones de crecimiento para el 2015

Perspectivas de crecimiento económico para el 2015
(variación % del PIB real)

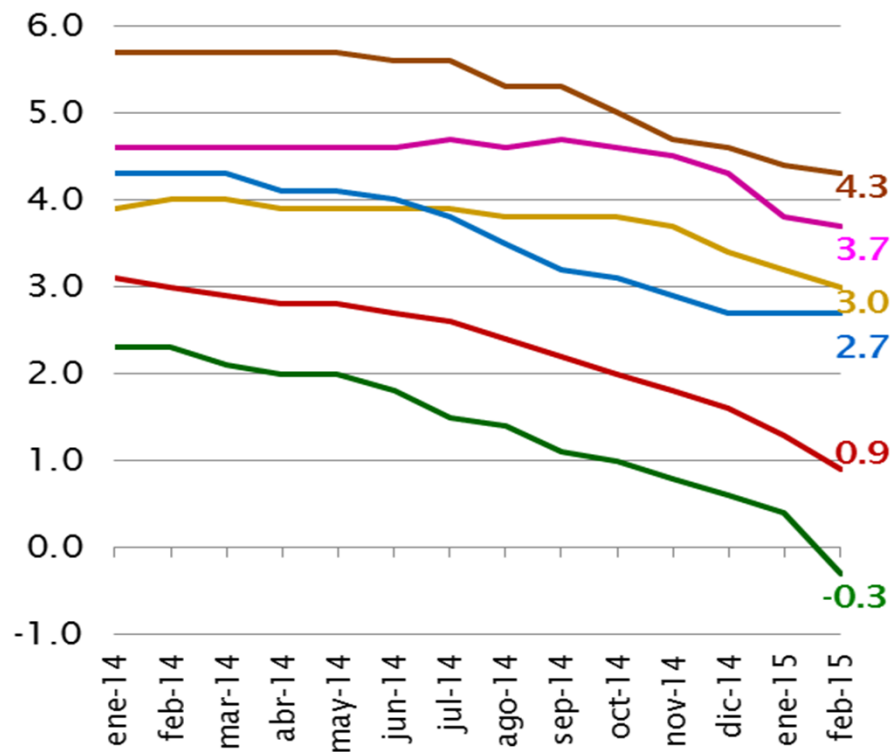
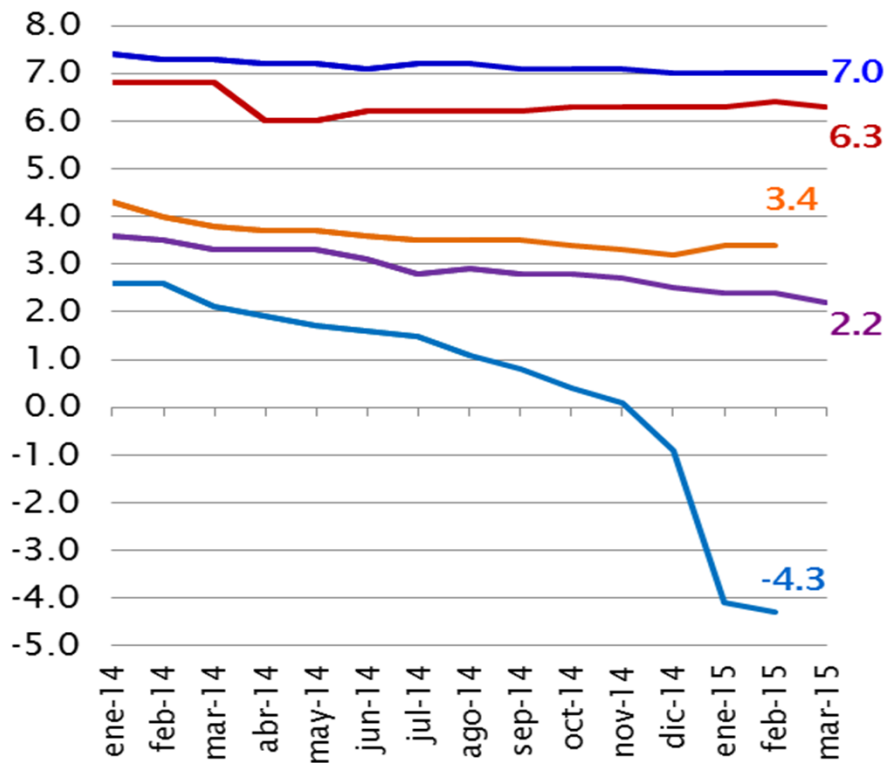


Fuente: Consensus Forecasts.

El Entorno Externo

Proyecciones de crecimiento para el 2015

Perspectivas de crecimiento económico para el 2015
(variación % del PIB real)



- China
- India
- Turquía
- Sudafrica
- Rusia

- America Latina
- Perú
- Colombia
- Mexico
- Chile
- Brasil

Fuente: Consensus Forecasts.

El Entorno Externo

Proyecciones del crecimiento mundial (variación anual, %)

	2010	2011	2012	2013	2014			2015			2016		
					FMI	BM	CF	FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	2.5	1.6	2.3	2.2	2.4 (2.2)	2.4 (2.1)	2.3	3.6 (3.1)	3.2 (3.0)	3.1	3.3 (3.0)	3.0 (3.0)	2.9
Zona Euro	2.0	1.6	-0.7	-0.4	0.8 (0.8)	0.8 (1.1)	0.8	1.2 (1.3)	1.1 (1.8)	1.4	1.4 (1.7)	1.6 (1.9)	1.7
Japón	4.7	-0.5	1.5	1.5	0.1 (0.9)	0.2 (1.3)	0.3	0.6 (0.8)	1.2 (1.3)	1.1	0.8 (0.8)	1.6 (1.5)	1.7
Asia (ex-Japón)	9.7	7.5	6.1	6.0	6.2 (6.2)	n.d	6.0	6.4 (6.4)	n.d	6.0	n.d	n.d	6.0
China	10.4	9.3	7.7	7.7	7.4 (7.4)	7.4 (7.6)	7.3	6.8 (7.1)	7.1 (7.5)	7.0	6.3 (6.8)	7.0 (7.4)	6.8
India	10.3	6.6	4.7	5.0	5.8 (5.6)	5.6 (5.5)	5.6	6.3 (6.4)	6.4 (6.3)	6.3	6.5 (6.5)	7.0 (6.6)	6.7
América Latina	6.0	4.5	2.9	2.7	1.2 (1.3)	0.8 (1.9)	0.9	1.3 (2.2)	1.7 (2.9)	0.9	2.3 (2.8)	2.9 (3.5)	2.4
Brasil	7.5	2.7	1.0	2.5	0.1 (0.3)	0.1 (1.5)	0.1	0.3 (1.4)	1.0 (2.7)	-0.3	1.5 (2.2)	2.5 (3.1)	1.6
Mexico	5.1	4.0	4.0	1.1	2.1 (2.4)	2.1 (2.3)	2.1	3.2 (3.5)	3.3 (3.5)	3.0	3.5 (3.8)	3.8 (4.0)	3.6
África Subsahariana	6.9	5.1	4.4	5.1	4.8 (5.1)	4.5 (4.7)	nd	4.9 (5.8)	4.6 (5.1)	nd	5.2 (6.0)	4.9 (5.1)	nd
Sudafrica	3.1	3.6	2.5	1.9	1.4 (1.4)	1.4 (2.0)	1.5	2.1 (2.3)	2.2 (3.0)	2.2	2.5 (2.8)	2.5 (3.5)	2.8
Economías Avanzadas	3.1	1.7	1.2	1.4	1.8 (1.8)	1.8 (1.9)	1.8	2.4 (2.3)	2.2 (2.4)	2.3	2.4 (2.4)	2.4 (2.5)	2.4
Economías Emergentes	7.5	6.2	5.1	4.7	4.4 (4.4)	4.4 (4.8)	4.4	4.3 (5.0)	4.8 (5.4)	4.1	4.7 (5.2)	5.3 (5.5)	4.9
Mundo (PPP)	5.4	4.1	3.4	3.3	3.3 (3.3)	3.3 (3.4)	3.2	3.5 (3.8)	3.6 (4.0)	3.3	3.7 (4.0)	4.0 (4.2)	3.7
Mundo (TCM)	4.1	2.9	2.4	2.5	2.6 (2.6)	2.6 (2.8)	2.6	3.0 (3.2)	3.0 (3.4)	2.8	3.2 (3.4)	3.3 (3.5)	3.2
Comercio Mundial	12.6	6.7	2.9	3.0	3.1 (3.8)	4.0 (4.1)	n.d	3.8 (5.0)	4.5 (5.2)	n.d	5.3	4.8 (5.4)	n.d

Fuentes: FMI, WEO actualizado enero del 2015 y entre paréntesis WEO octubre del 2014. Consensus Forecasts, febrero y marzo 2015. Banco Mundial: actualizado enero del 2015 y entre paréntesis junio del 2014.

El Entorno Externo

Riesgos de la Economía Mundial

- Este escenario central enfrenta importantes riesgos:
 - La situación de Grecia y el avance del populismo en Europa pueden aumentar la volatilidad en la Zona Euro.
 - El inicio del ciclo de alzas de tasas de la FED podría desatar otro episodio de volatilidad y ajuste en precios de activos.
 - Una eventual desaceleración más abrupta de China impactaría con fuerza a precios de *commodities* y al crecimiento mundial.
 - Problemas geopolíticos en Rusia/Ucrania y en el Medio Oriente.
- Pero también el crecimiento puede superar el escenario central:
 - De mantenerse el precio del petróleo en sus niveles actuales, sería un importante estímulo al crecimiento mundial.
 - Mejora de expectativas en Zona Euro puede acelerar su expansión.



CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS
www.cepchile.cl

2. Perspectivas de la Economía Chilena

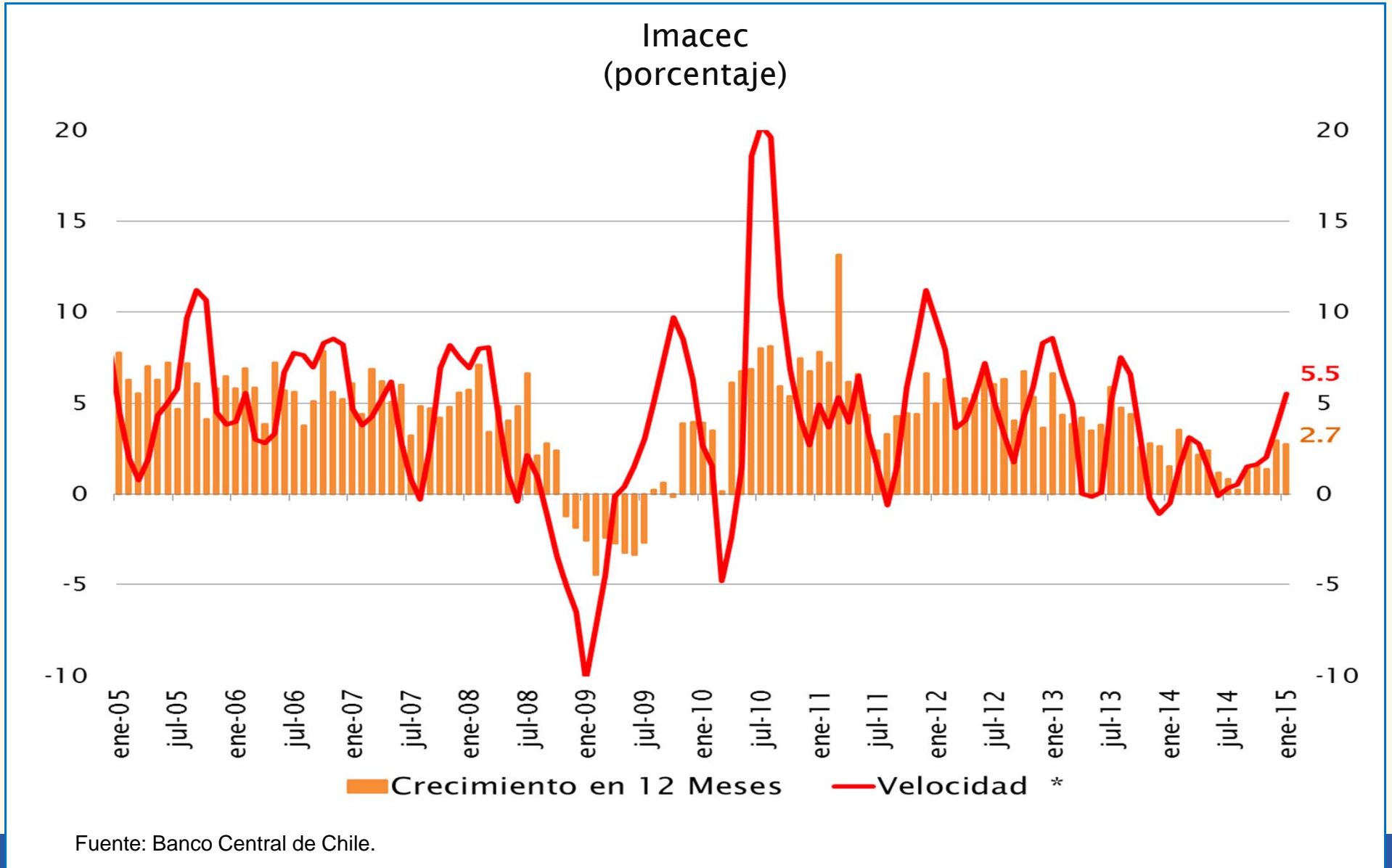
La Economía Chilena

La economía sigue creciendo a una tasa modesta

- La economía chilena comienza a tomar más dinamismo.
 - Usando los IMACECs, la economía creció un 2,7% anual y un 5,5% anualizado en el trimestre terminado en enero.
 - Indicadores más recientes muestran que el consumo toma más dinamismo, mientras que la inversión reduce su tasa de caída.
- El consumo privado y la actividad comienzan a mostrar los efectos positivos de la pronunciada caída en el precio de los combustibles y de la expansión del gasto público.
 - En particular, destaca el mayor dinamismo del consumo no durable.
- Los sectores menos dinámicos son los ligados a la inversión, mientras que los sectores exportables aceleran su crecimiento.

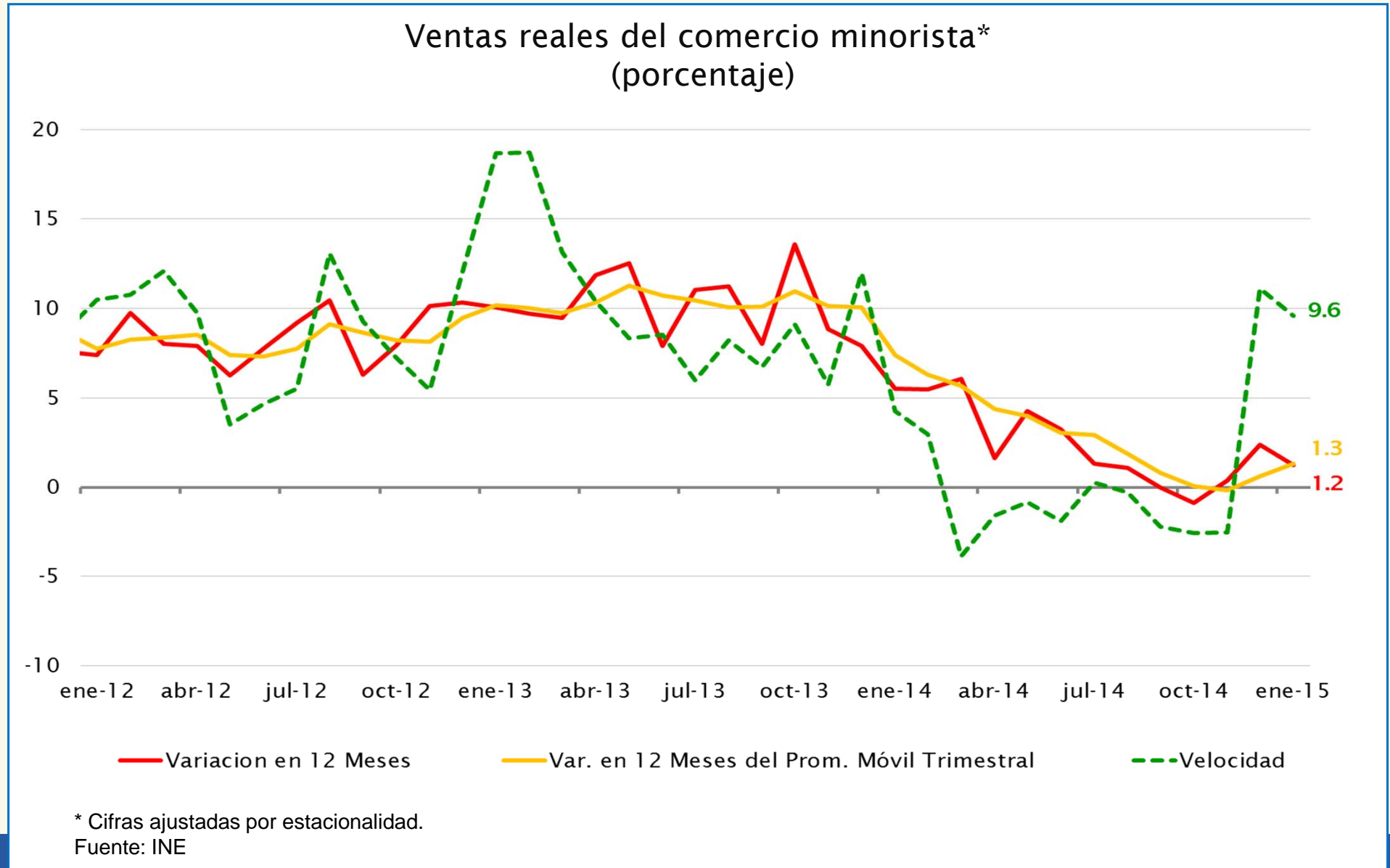
La Economía Chilena

El IMACEC aumentó 5,5% anualizado en el trimestre noviembre - enero



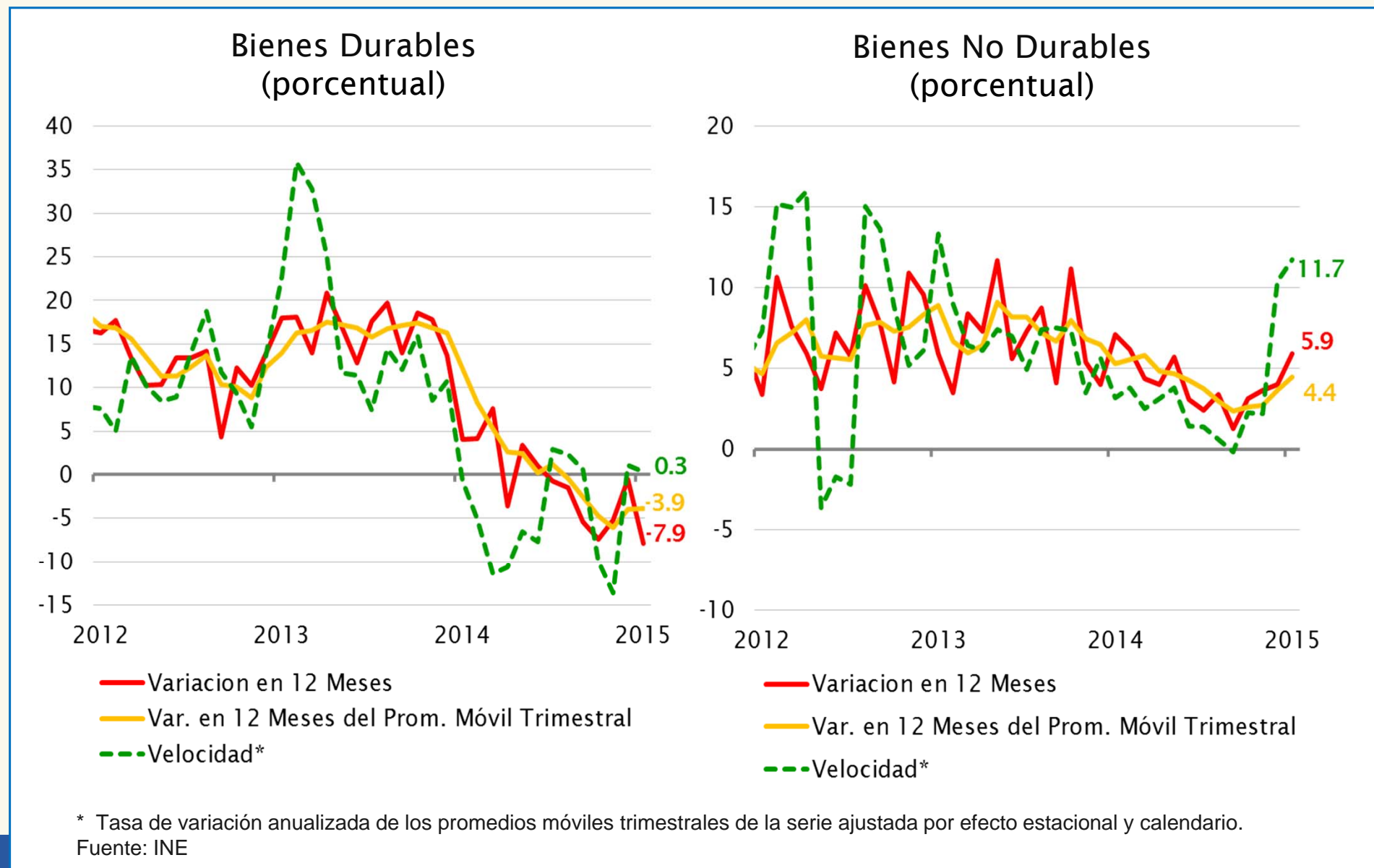
La Economía Chilena

Las ventas minoristas crecieron un 1,2% anual en enero



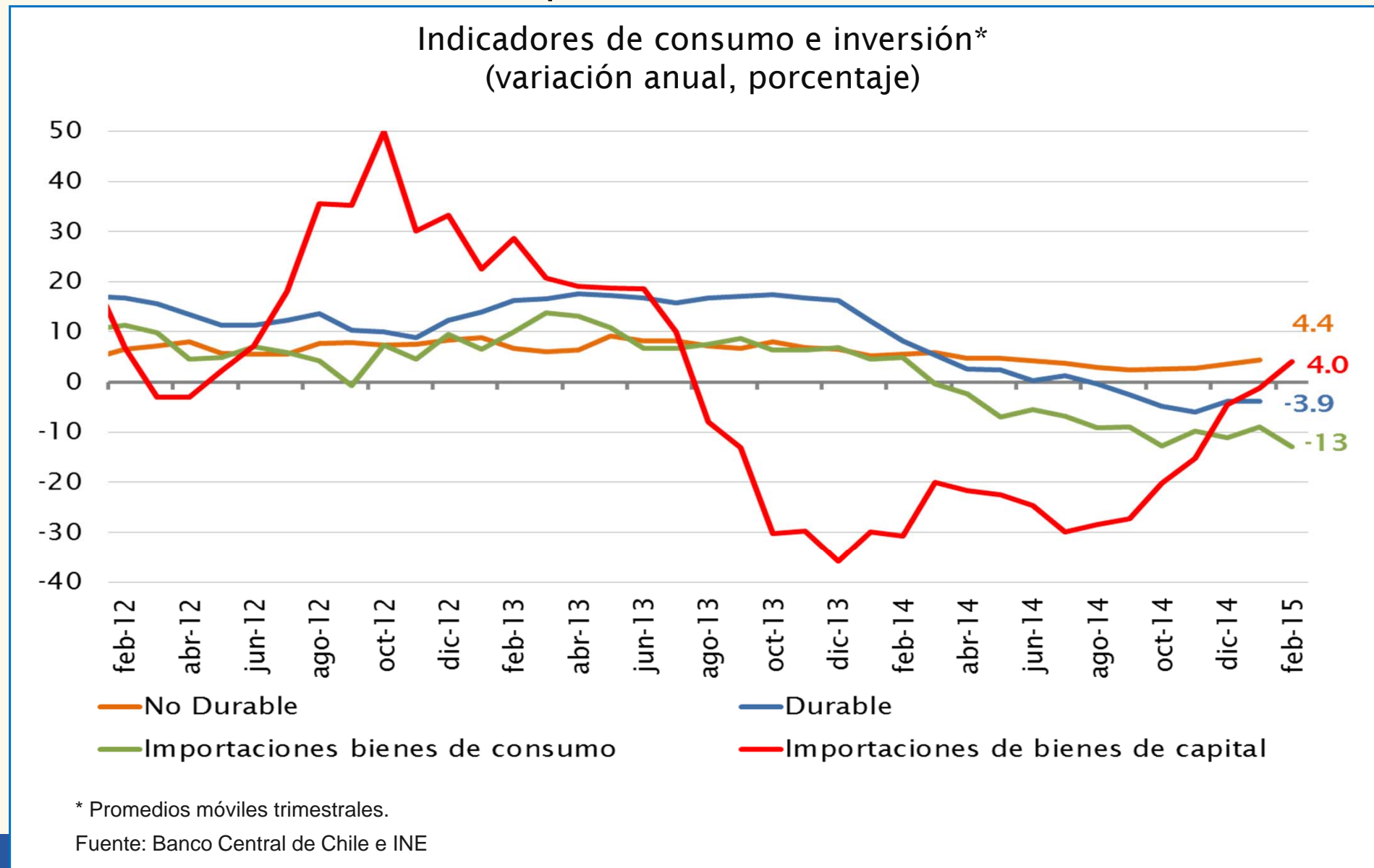
La Economía Chilena

Las ventas de bienes no durables crecen, mientras los bienes durables no repuntan



La Economía Chilena

El consumo aun no se recupera



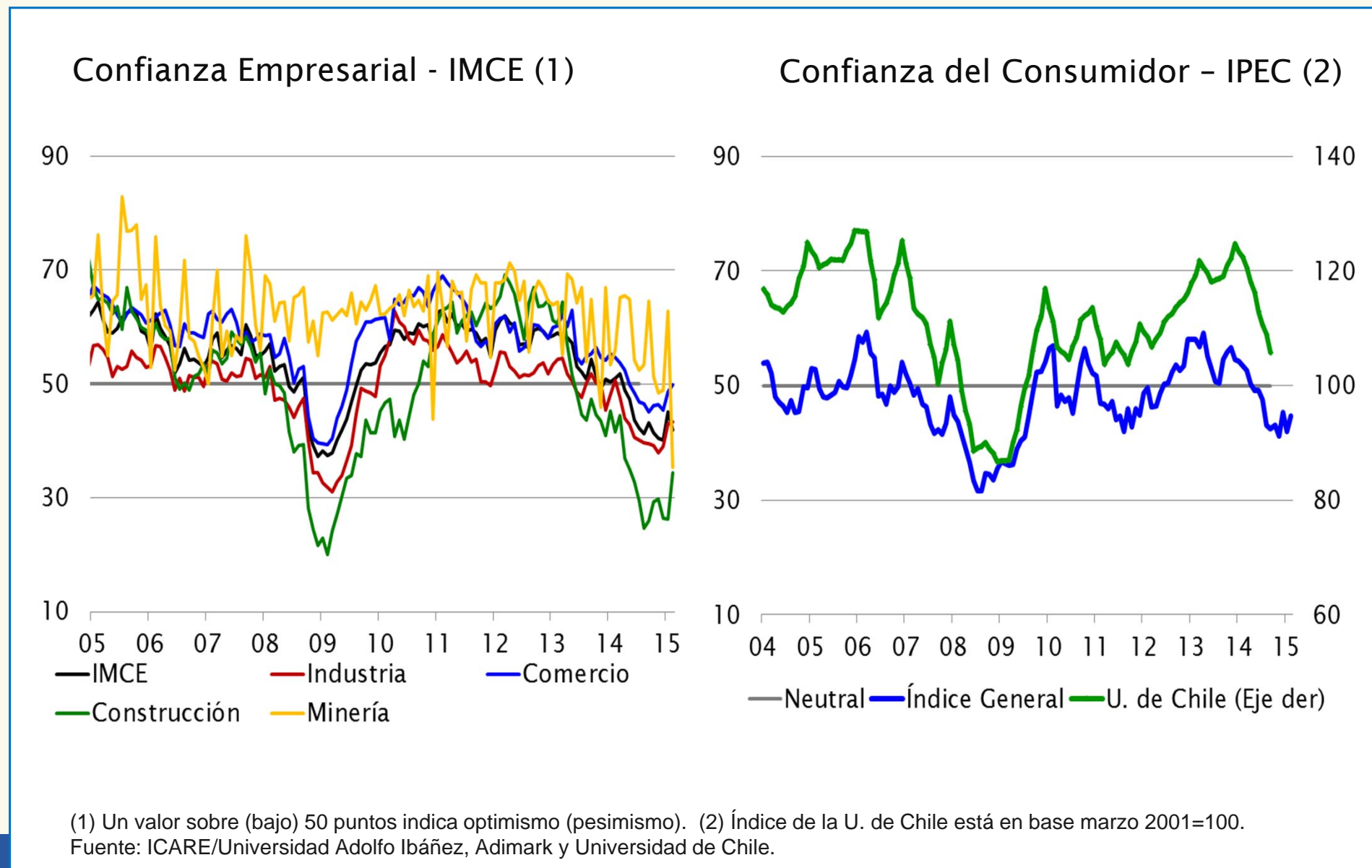
La Economía Chilena

Expectativas y el mercado del crédito con señales contradictorias

- Las expectativas de empresarios caen impactada por los mineros y las expectativas de los consumidores se recuperan algo en febrero pero siguen en terreno pesimista.
- En cuanto al crédito, este se desacelera en todos sus componentes, especialmente consumo.

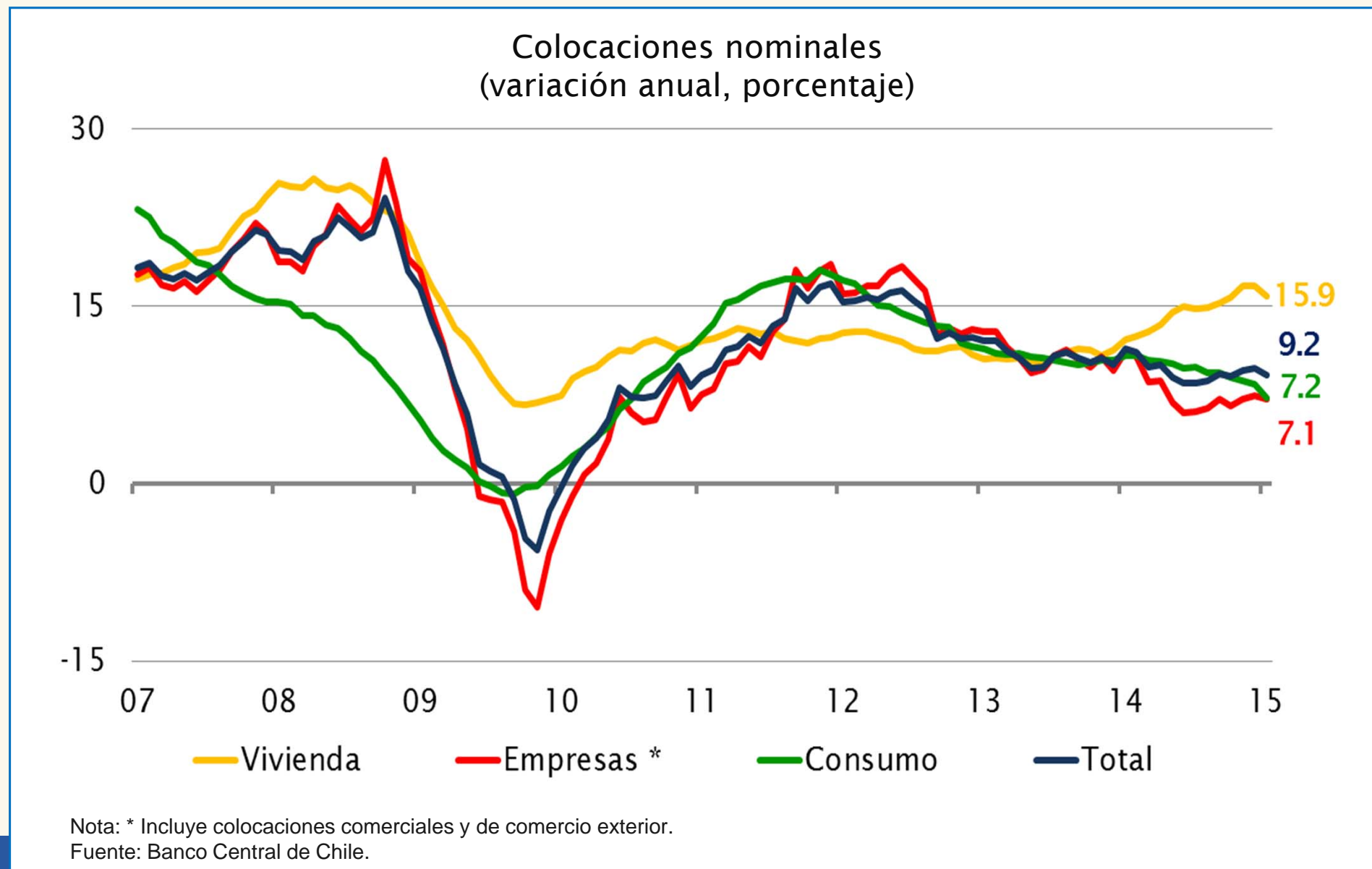
La Economía Chilena

La confianza del Consumidor y de los Empresarios no repunta



La Economía Chilena

Las colocaciones se desaceleran, especialmente las colocaciones consumo



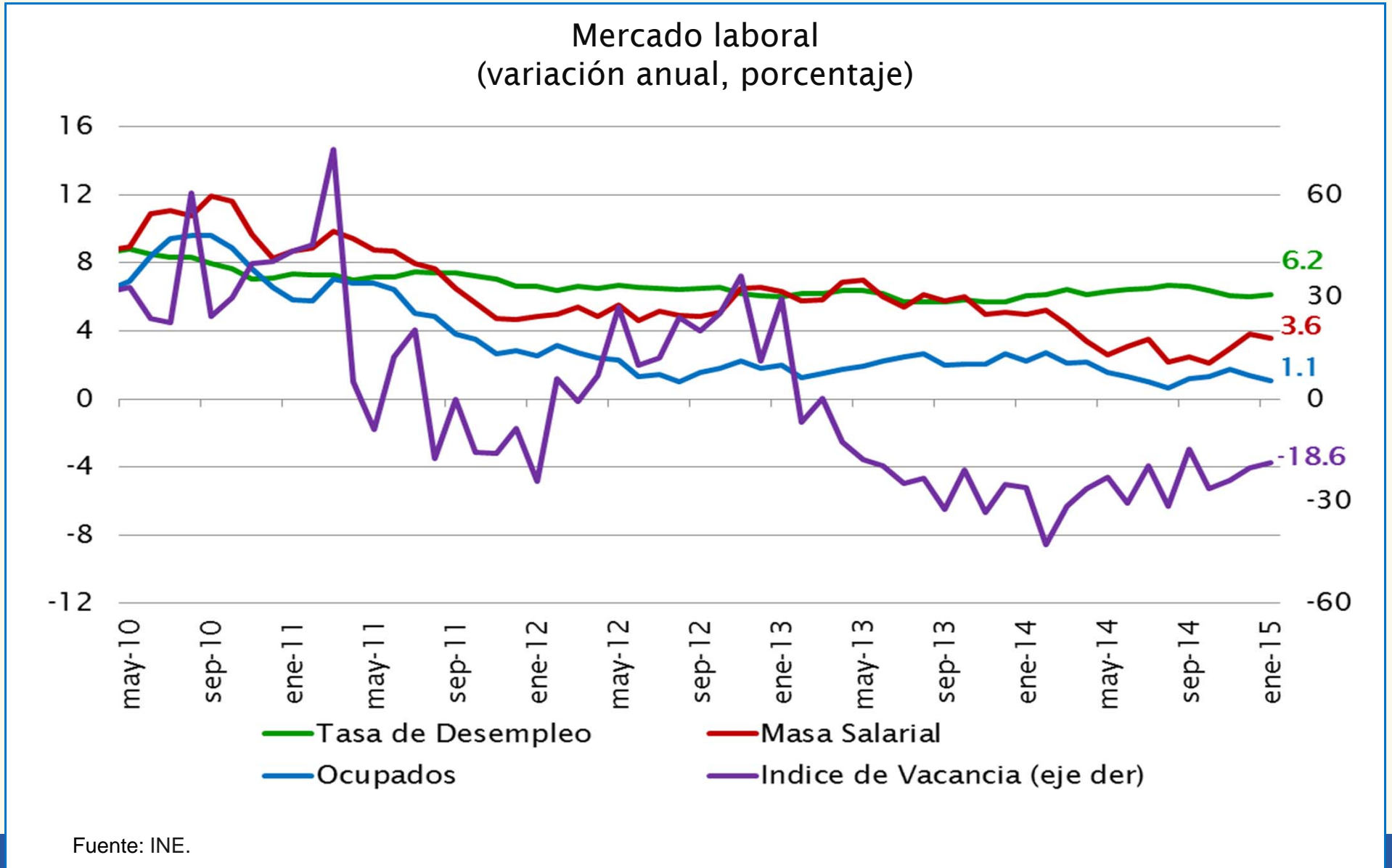
La Economía Chilena

La inflación se mantiene alta y el mercado laboral resiliente

- El mercado laboral muestra señales contradictorias, pero sorprende por su resiliencia a la desaceleración:
 - Empleo privado se recupera en el margen, mientras que el empleo asalariado público se expande a mayores tasas, las vacantes caen y los salarios nominales siguen creciendo con fuerza.
 - La tasa de desempleo se reduce en los últimos meses, ayudada justamente por el crecimiento del empleo asalariado público, a lo que se agrega ahora la expansión del empleo asalariado privado.
- El balance fiscal se deteriora con caída de precio del cobre y mayor ejecución del presupuesto.
- A pesar de la caída en los precios de combustibles, la inflación anual se mantiene alta, afectada por alzas de impuestos, la depreciación cambiaria y las alzas en precios de servicios.

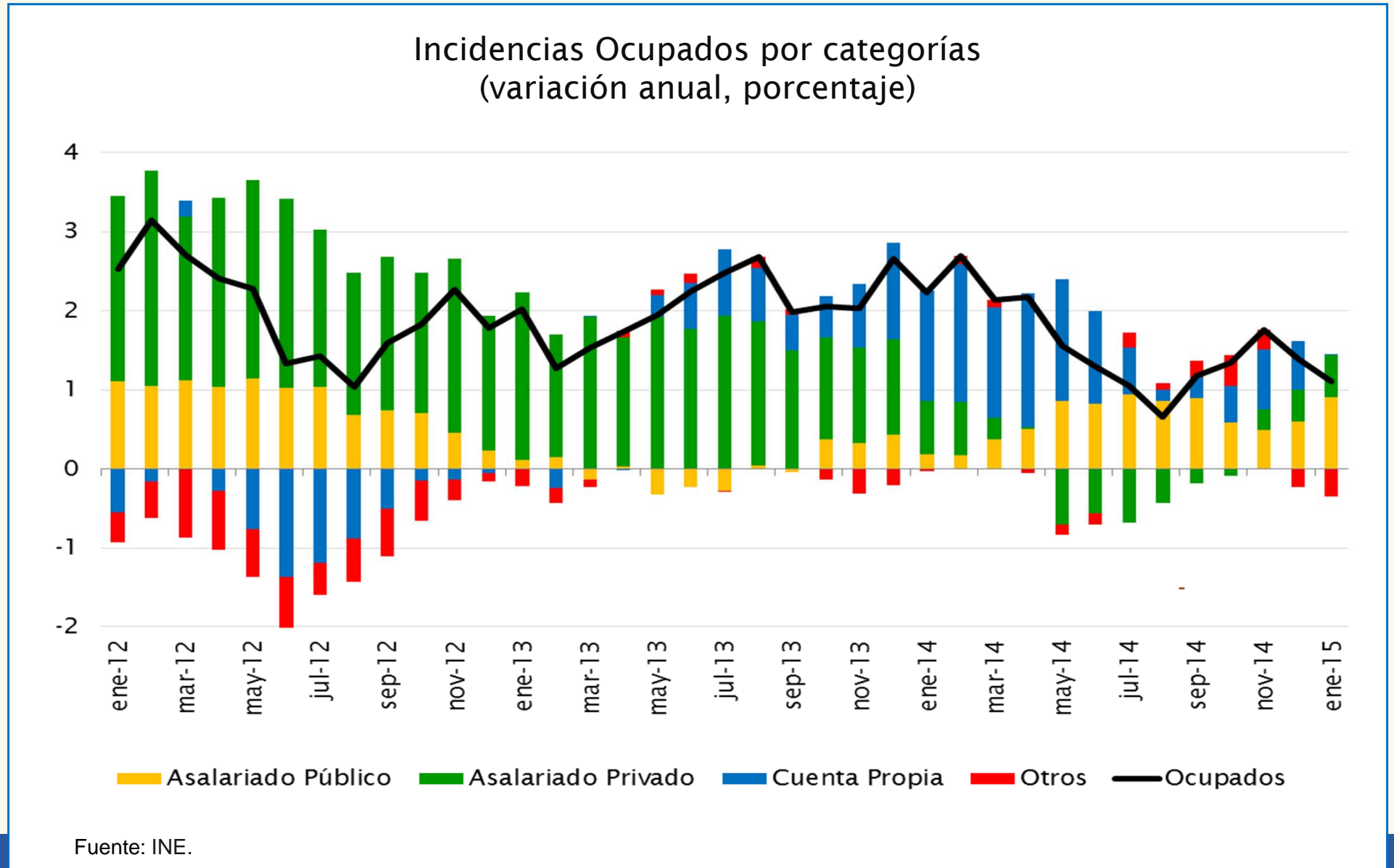
La Economía Chilena

Empleo y la masa salarial mejoran en el margen



La Economía Chilena

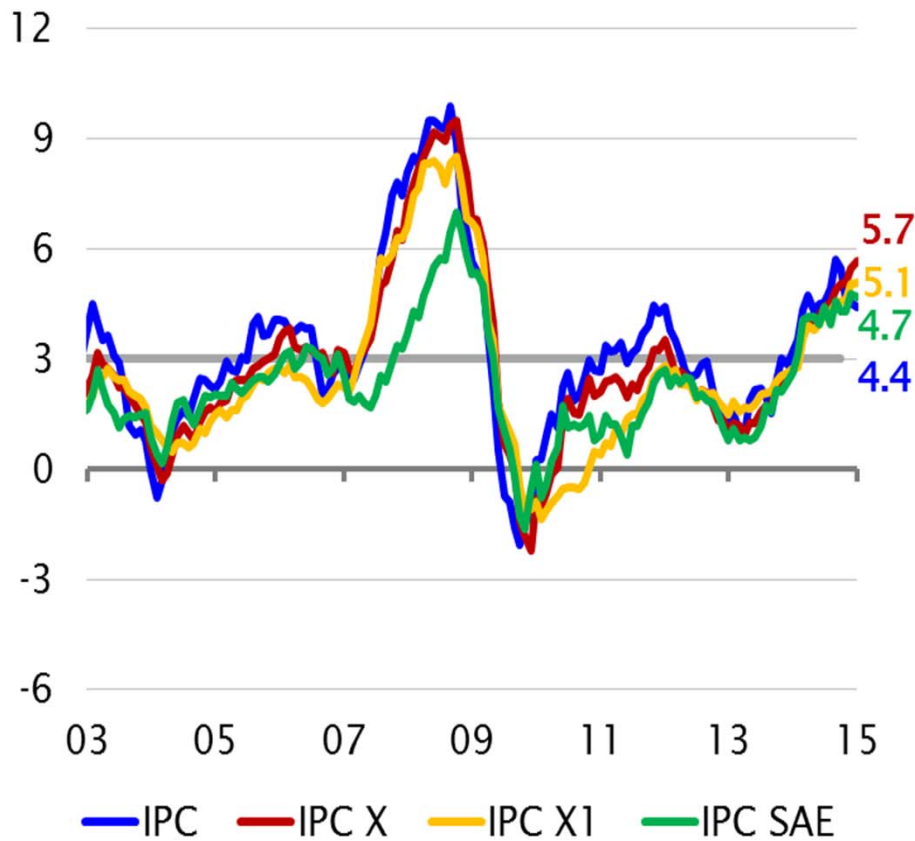
Aumenta la incidencia del empleo del sector público y privado



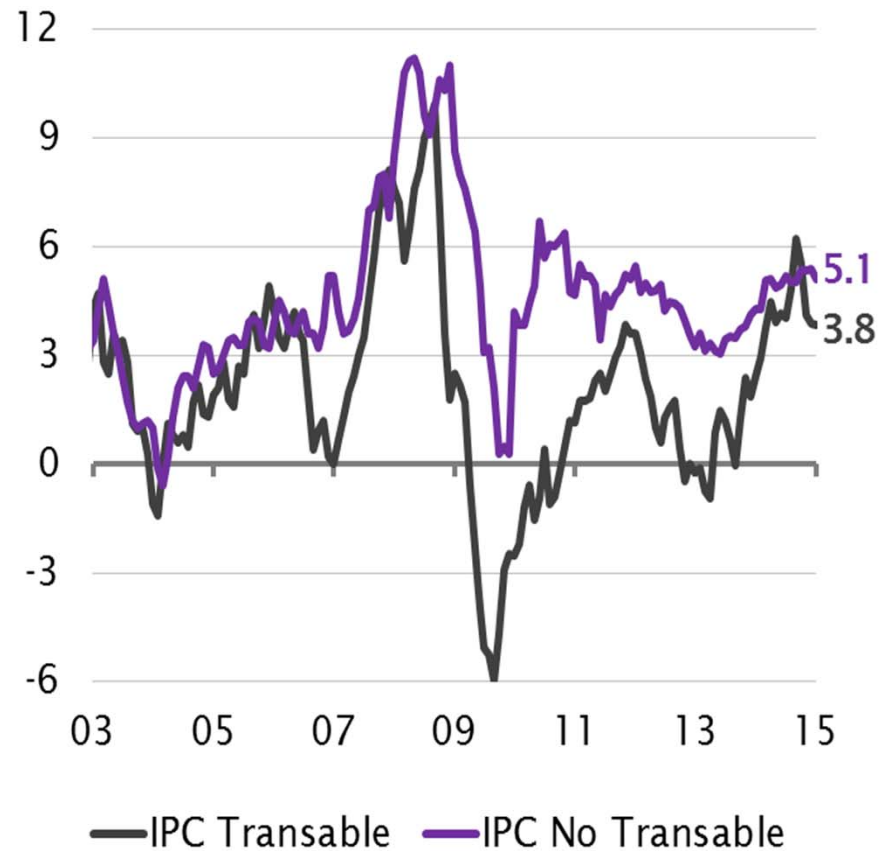
La Economía Chilena

La inflación se redujo a 4,4% anual en febrero

Índices de Precios al Consumidor
(variación anual, porcentaje)



IPC de Bienes Transables y No Transables
(variación anual, porcentaje)



Fuente: INE.

La Economía Chilena

Perspectivas para el Corto Plazo

- Con un crecimiento muy por debajo de su estimación de crecimiento potencial, el BC completó una baja de 200 pb en la TPM en Octubre pasado.
- La baja de tasas contribuyó a una mayor depreciación del peso y a bajas en las tasas de interés de mercado.
- Dada la alta inflación subyacente anual, el BC decidió suspender el ciclo de baja de tasas en Octubre, lo que se ha visto validado por las altas inflaciones recientes.
 - Al mismo tiempo aumentan las dudas sobre el nivel del crecimiento potencial.

La Economía Chilena

Perspectivas para el Corto Plazo

- En 2015 el crecimiento resultará de los efectos contrapuestos de factores expansivos y contractivos:
 - **Factores expansivos:** políticas macro, depreciación real, menor precio del petróleo, y progresos en las agendas energética y de infraestructura.
 - **Factores contractivos:** condiciones financieras internacionales menos favorables, menor precio del cobre, desaceleración de China, incertidumbre interna y deterioradas expectativas.

La Economía Chilena

Perspectivas para el 2015

- Mis proyecciones para el año 2015 son:
 - Un crecimiento en la parte baja del rango del 2,5%-3,5% y una inflación anual entre 2,7% y 3,3%.
- Además de los riesgos globales, el principal riesgo para el crecimiento en el 2015 está en que las expectativas de empresarios y consumidores se mantengan deprimidas.

La Economía Chilena

Chile: Proyecciones Macroeconómicas (variación % anual)

	2010	2011	2012	2013	2015				2016			
					BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	5.8	5.8	5.4	4.1	2.5 - 3.5	2.7 (2.5; 3.1)	2.9	2.8 (2.5; 3.1)	2.5 - 3.5	3.5 (3.0; 4.1)	3.9	3.5 (3.0; 3.9)
Demanda Interna	13.6	9.3	6.9	3.4	3.0	-	-	-	3.0	-	-	-
Con. privado	10.8	8.9	6.0	5.6	2.8*	2.5	2.1	-	2.8*	3.5	3.0	-
Inversión total	12.2	14.4	12.2	0.4	1.9	1.2	1.5	-	1.9	3.4	3.0	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.5	1.3	0.6	-0.6	-	-2.3	-1.9	-	-	-1.9	-1.0	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	478.6	523.8	-	623.5**	633.9	625 (600; 645)	-	618.2***	644.1	625 (570; 650)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	1.5	3.0	2.8	2.7 (2.0; 3.2)	2.8	3.2 (2.8; 3.5)	2.8	3.0 (2.7; 3.1)	3.1	3.0 (3.0; 3.0)
Tasa de Desempleo (%)	8.3	7.2	6.5	6.0	-	-	6.4	-	-	-	6.4	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.7	1.2	-3.4	-3.4	-1.1	-1.3	-1.6	-	-1.1	-1.4	-1.6	-

*Se refiere al consumo total. ** Corresponde a mayo de 2015.***Corresponde a febrero 2016.

Fuentes: BC: IPOM, Banco Central de Chile (diciembre, 2014); LACF: Latin American Consensus Forecasts (febrero, 2014) rango en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (febrero, 2015); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (diciembre 2014 y marzo 2015), deciles 1 y 9 en paréntesis.



CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS
www.cepchile.cl

El Momento Económico

Vittorio Corbo

12 de Marzo de 2015