



# El Momento Económico

**Vittorio Corbo**

21 de Enero del 2010

Centro de Estudios Públicos



# *Introducción*

# Introducción

## Mercados financieros siguen recuperándose y recuperación se generaliza

- Las condiciones financieras globales han continuado normalizándose, mientras que los precios de bienes primarios y las bolsas accionarias han seguido recuperándose.
- La recuperación global continúa y se extiende a todas las regiones del mundo.
- Sin embargo, a pesar del progreso logrado, queda mucho camino por recorrer para recuperar los niveles de actividad, empleo y volúmenes exportados antes de la crisis y para reconstruir un sistema financiero sano y seguro.
  - Además, importantes mercados de crédito siguen con problemas.
- En los países industriales la producción industrial está todavía entre el 10 y el 20% por debajo de su nivel de Enero del 2007 y los volúmenes exportados sólo en EE.UU. han recuperado los niveles de Enero del 2007.

# Introducción

## Mercados financieros siguen recuperándose y recuperación se generaliza

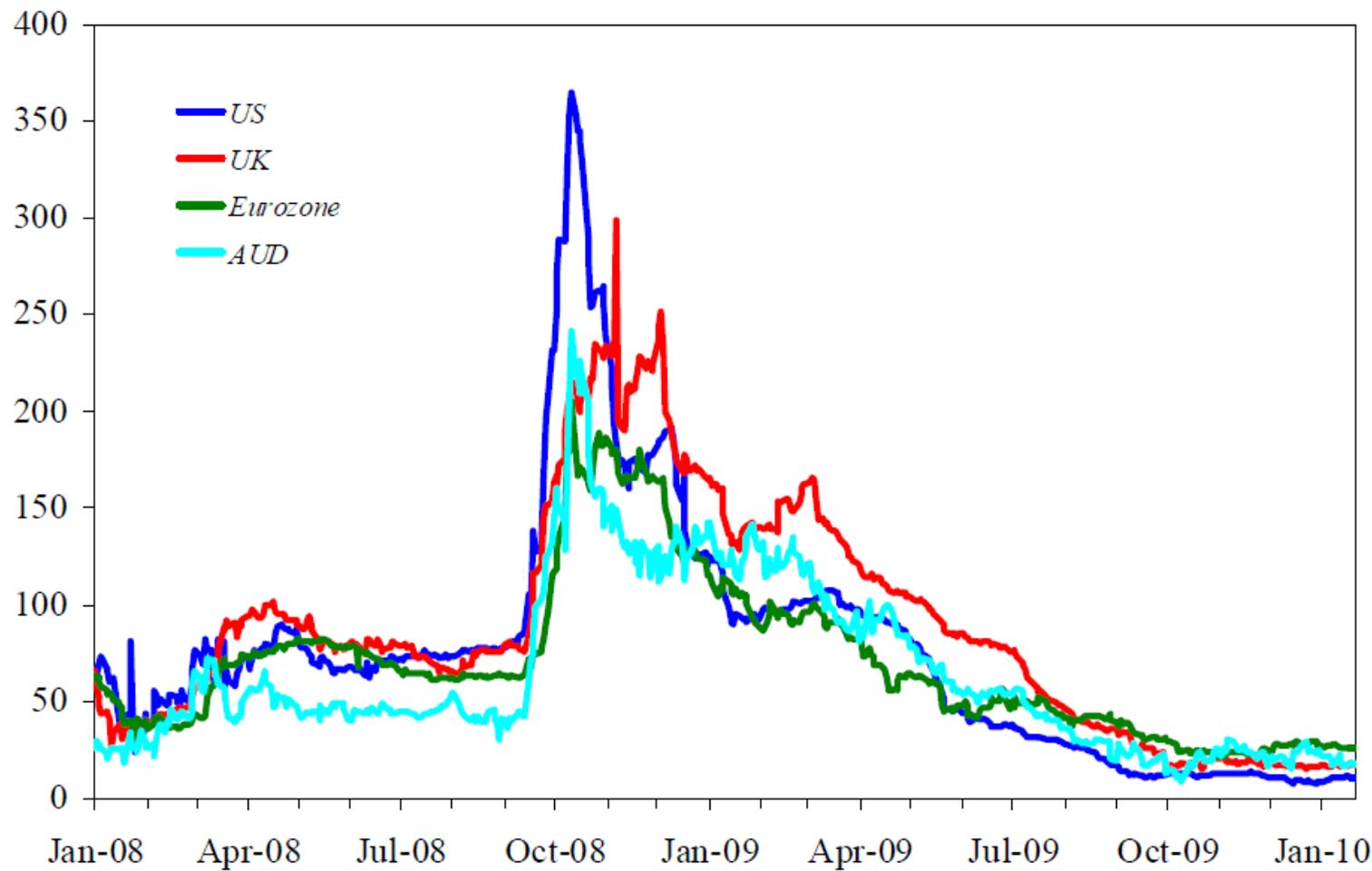
- En los países industriales comienzan a surgir diferencias en la fuerza de la recuperación, mientras EE.UU. habría tenido un buen cuarto trimestre, en Japón y la Zona Euro el crecimiento seguiría bajo.
- En el mundo emergente destaca el dinamismo de China y Brasil.
- Con amplias brechas de capacidad y alto desempleo la inflación se mantiene baja a nivel mundial pero inflación total aumenta por el alza de precios de bienes primarios.
- Los precios de bienes primarios siguen recuperándose impulsados por fuerte crecimiento de China, la depreciación del dólar, las bajas tasas de interés y algunos problemas de oferta.



# *1. Los Mercados Financieros Internacionales y la Actividad Mundial*

# Mercados Financieros y Actividad Mundial

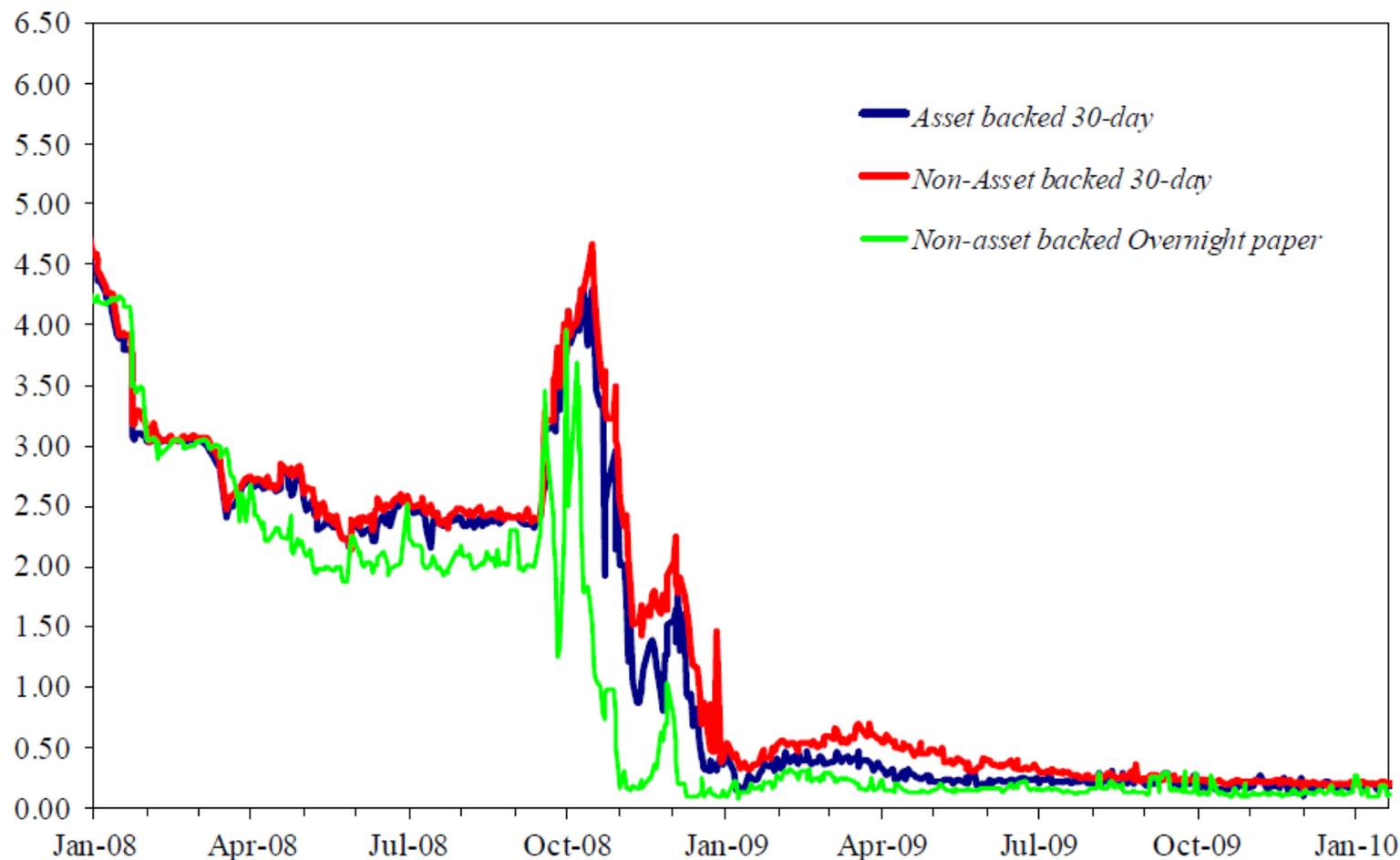
## Spreads entre la LIBOR y Overnight Index Swaps (puntos base)



Fuente: Bloomberg, 19 de Enero del 2010.

# Mercados Financieros y Actividad Mundial

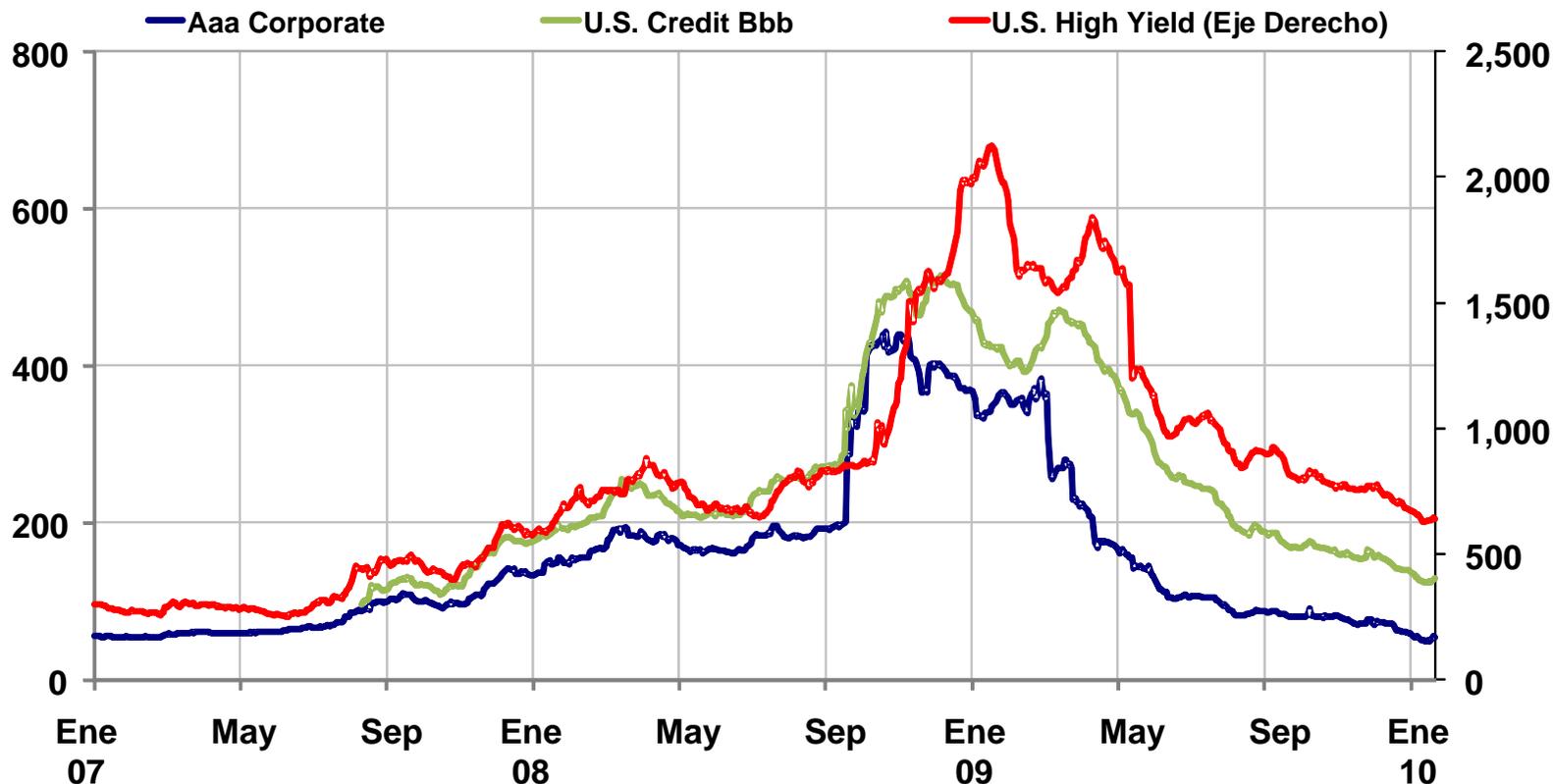
## Rendimientos de Papeles Comerciales en EE.UU. (%)



Fuente: Bloomberg, 19 de Enero del 2010.

# Mercados Financieros y Actividad Mundial

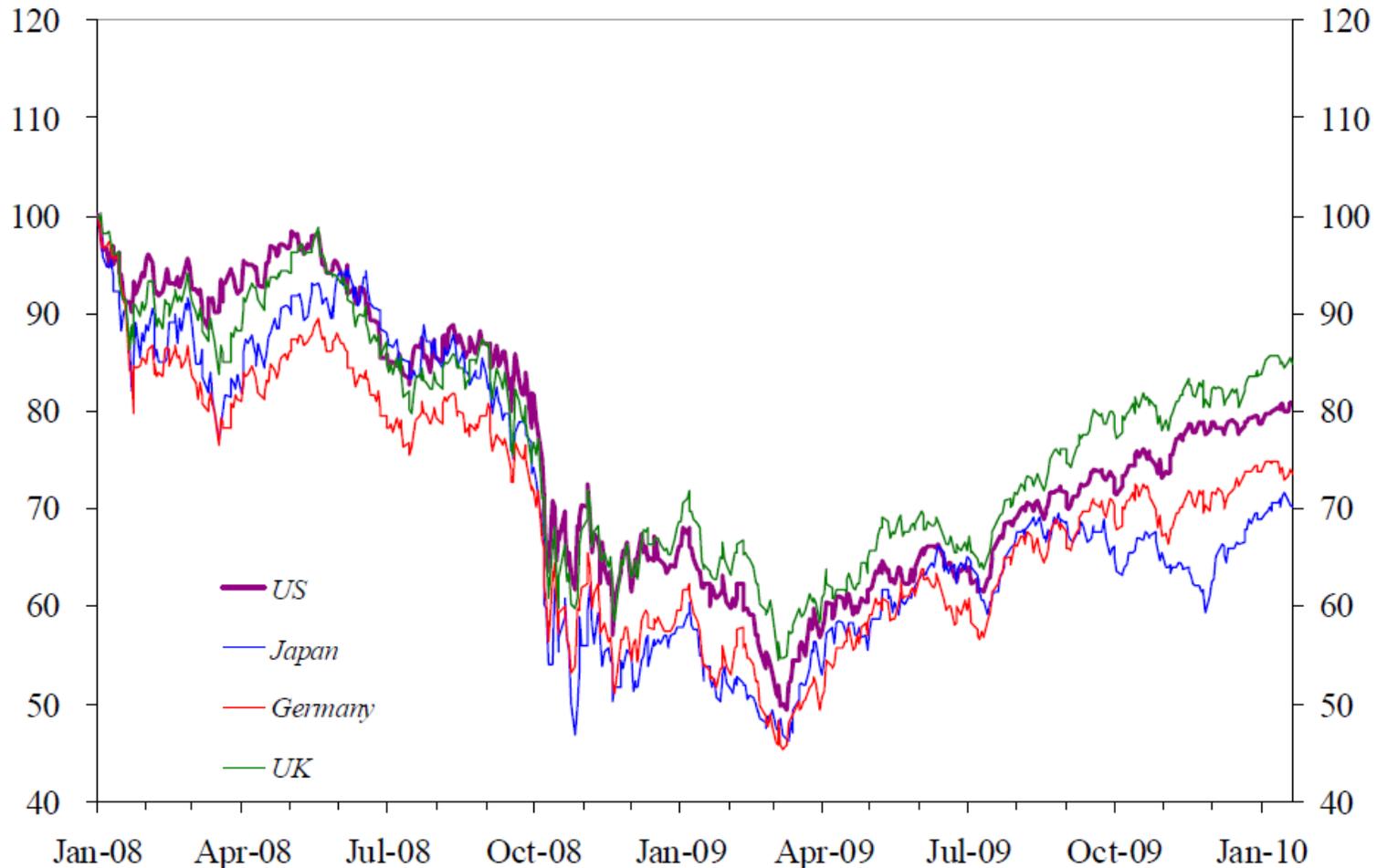
## Spreads de Bonos Corporativos (puntos base)



Fuente: Barclays, 19 de Enero del 2010.

# ¿Qué viene después de la Recuperación?

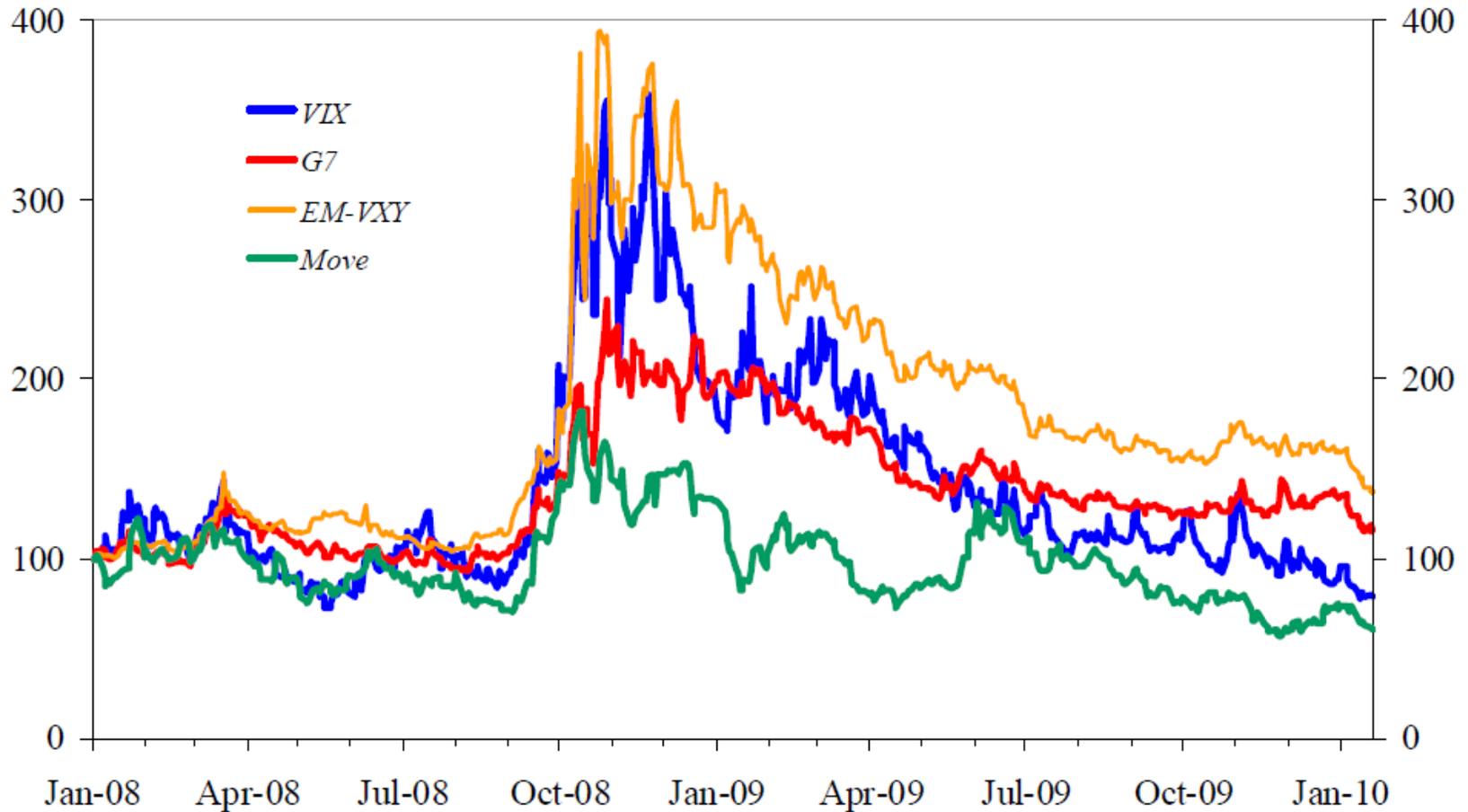
Bolsas de países industriales, (01/01/2008 = 100)



Fuente: Bloomberg, 19 de Enero del 2010.

## Mercados Financieros y Actividad Mundial

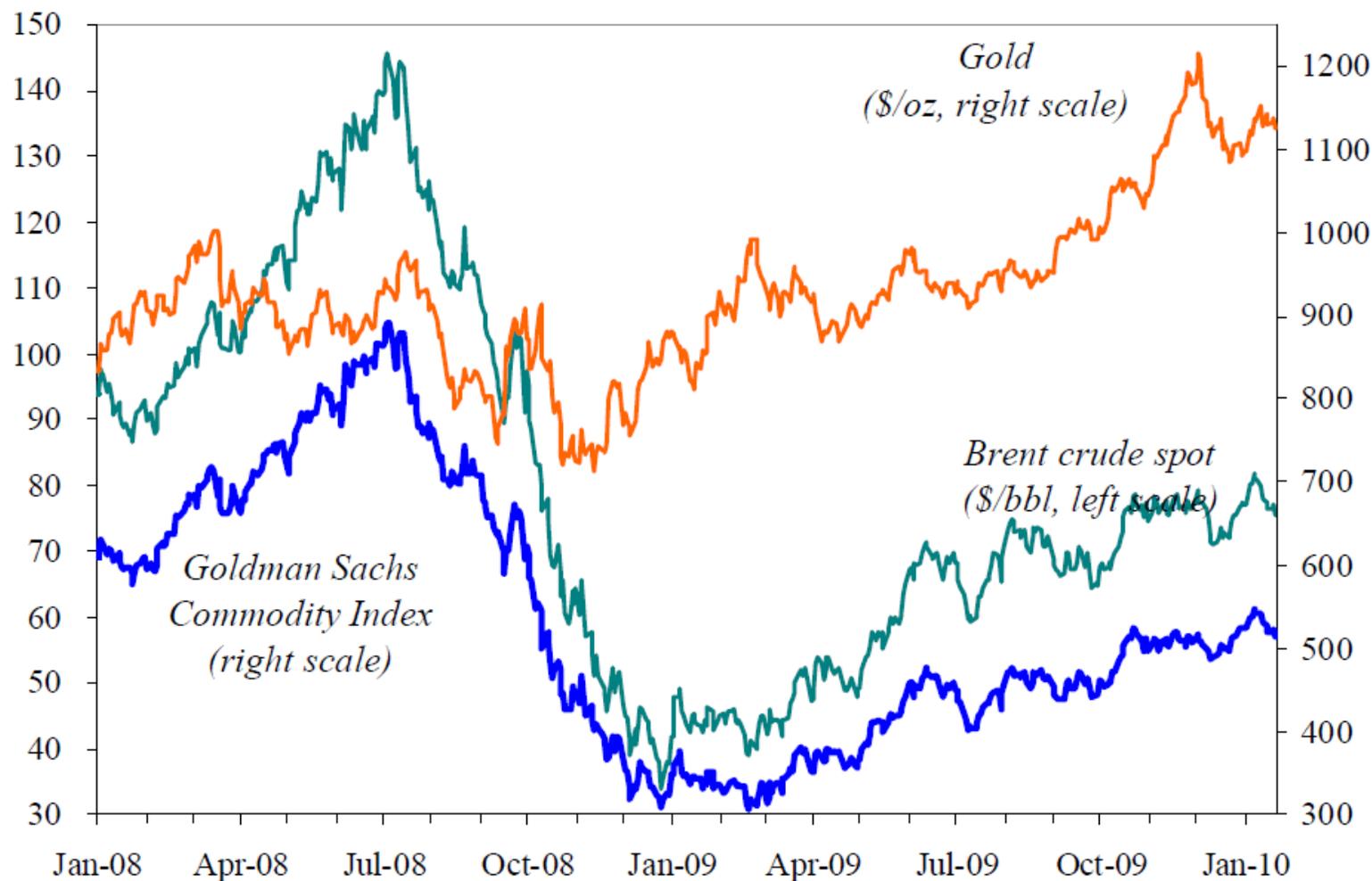
## Índices de Volatilidades, (01/01/2008 = 100)



Fuente: Bloomberg, 19 de Enero del 2010.

# ¿Qué viene después de la Recuperación?

## Precios de bienes primarios

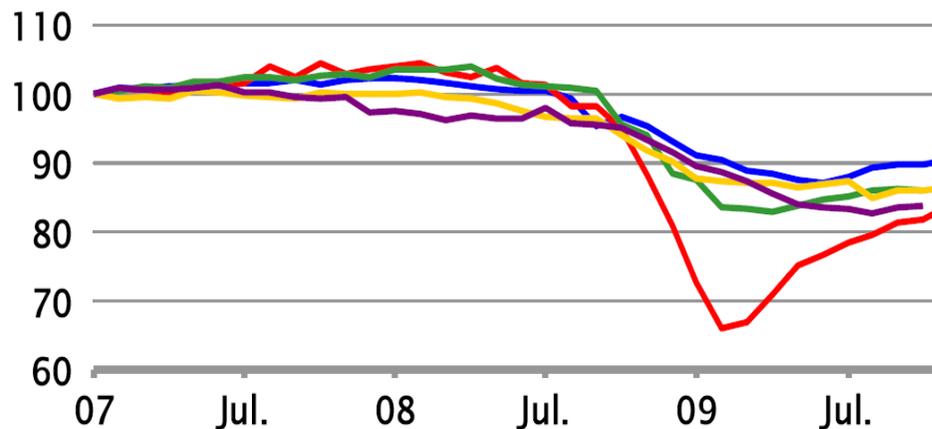


Fuente: Bloomberg, 19 de Enero del 2010.

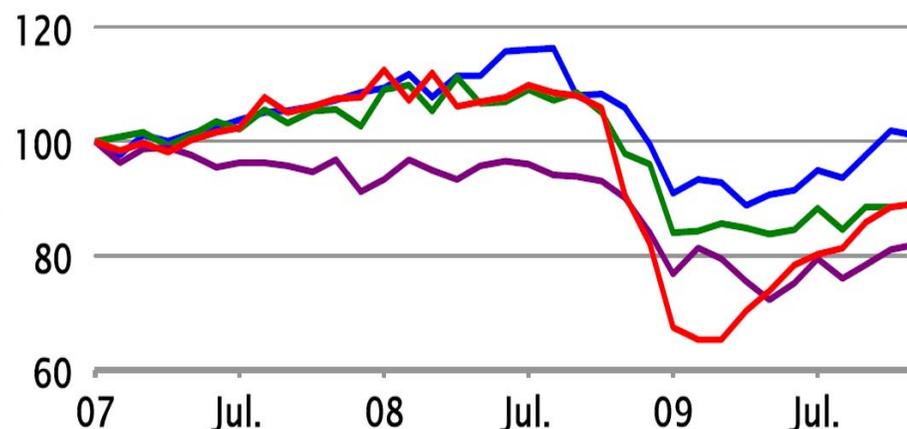
# Mercados Financieros y Actividad Mundial

## Indicadores de Actividad

Producción Industrial  
(01/01/2007 = 100)



Exportaciones Reales (\*)  
(01/01/2007 = 100)



- EE.UU.
- Reino Unido
- Zona Euro
- Japón
- Canadá

Fuente: Banco Central de Chile, Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Enero 2010.

# Mercados Financieros y Actividad Mundial

## Situación de la Industria Financiera sigue Frágil

- Los bancos siguen con problemas como también los mercados de crédito bancario y de créditos hipotecarios:
  - Los bancos tienen que seguir enfrentando pérdidas y prepararse para mayores requerimientos de capital y de liquidez y siguen teniendo problemas para expandir el crédito por la necesidad de disminuir el tamaño de su balance.
    - De hecho, el crédito se ha contraído con fuerza en los últimos 12 meses (también por factores de demanda) y la encuesta de la FED muestra que los bancos siguen restringiendo las condiciones de acceso al crédito aunque algo menos en el margen.
    - Los sectores más afectados por la restricción crediticia son las PYMES, los consumidores y las propiedades comerciales.
  - Los mercados privados de crédito hipotecario siguen sufriendo los efectos de la paralización del mercado privado de securitización de hipotecas.

## Mercados Financieros y Actividad Mundial

Comienzan a surgir divergencias en fuerza de la recuperación.

- La economía mundial ha continuado recuperándose: en el cuarto trimestre EE.UU. habría crecido alrededor del 5%, Asia emergente sobre el 6% -con China creciendo sobre el 10%- y América Latina sobre el 5%.
  - Pero Zona Euro y Japón habrían crecido sólo en torno al 2%.
- La recuperación de la economía mundial del cuarto trimestre se explica por la reversión del ciclo de inventarios y por las políticas de estímulo monetario, crediticio y fiscal.
- Un legado de esta crisis es un sector financiero muy débil incapaz de apoyar el crecimiento y un sector fiscal con una solvencia bajo cuestionamiento.
- La fuerza de la recuperación de EE.UU. en contraste con la de la Zona Euro y la precaria situación fiscal de Grecia (y Portugal) fortalecen al dólar.

# Mercados Financieros y Actividad Mundial

## Crecimiento mundial (variación anualizada, %)

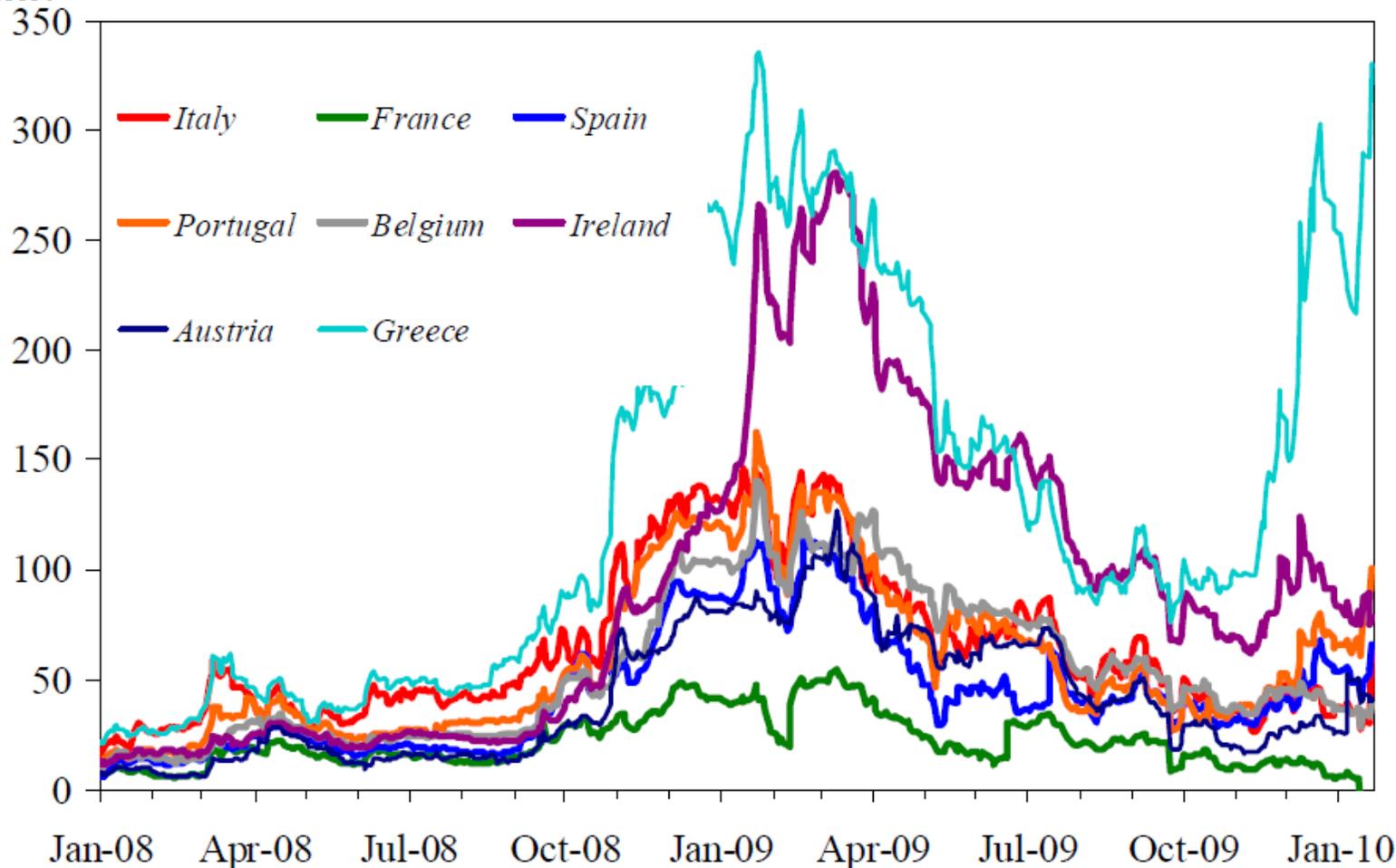
	2008		2009		
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Estados Unidos	-2.7	-5.4	-6.4	-0.7	2.2
Zona Euro	-1.7	-7.5	-9.3	-0.5	1.7
Alemania	-1.2	-9.3	-13.3	1.6	2.9
Japón	-3.9	-10.4	-11.8	2.7	1.3
Asia (ex - Japón)	4.1	-5.2	2.5	12.9	10.0*
China	6.4	1.9	8.4	14.8	10.3
India	8.7	2.3	8.2	9.8	11.6
Corea	2.3	-18.8	0.5	11.0	13.6
América Latina	4.4	-8.9	-10.0	0.9	6.3*
Brasil	4.4	-11.0	-3.5	4.4	5.1
Chile	-5.1	-7.9	-2.9	-1.2	4.6
México	0.2	-9.3	-23.4	-1.1	12.2
Mundo (PPM)	0.2	-6.4	-7.5	1.4	2.9*

\*Proyecciones de JP Morgan.

Fuente: Barclays Capital, JP Morgan, Eurostat y Oficinas de Estadísticas Nacionales.

# Mercados Financieros y Actividad Mundial

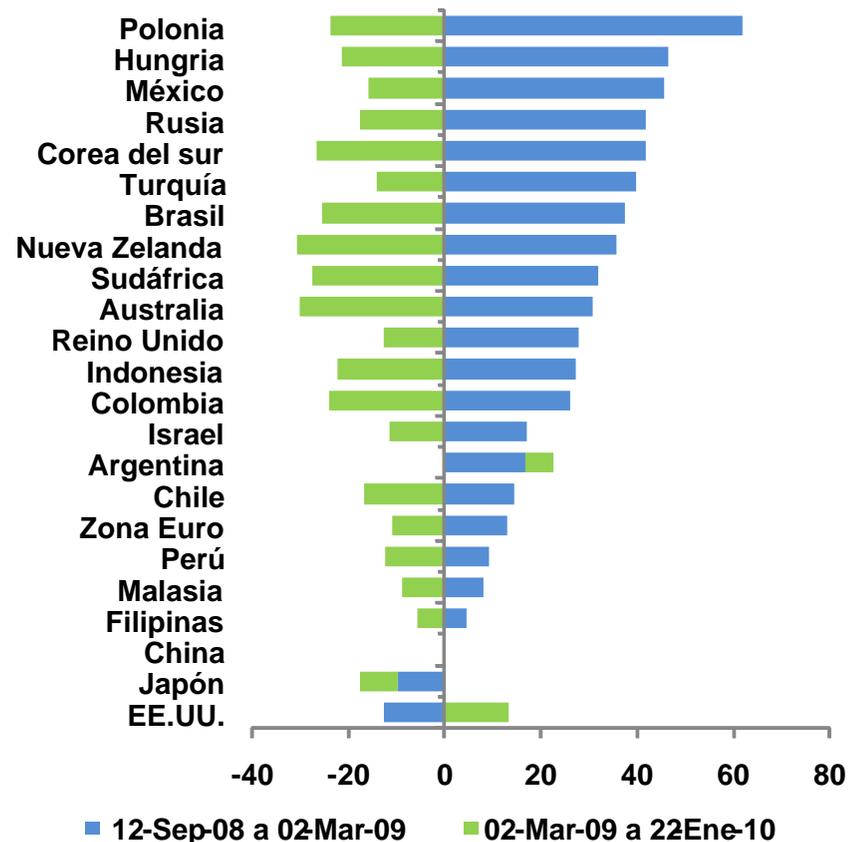
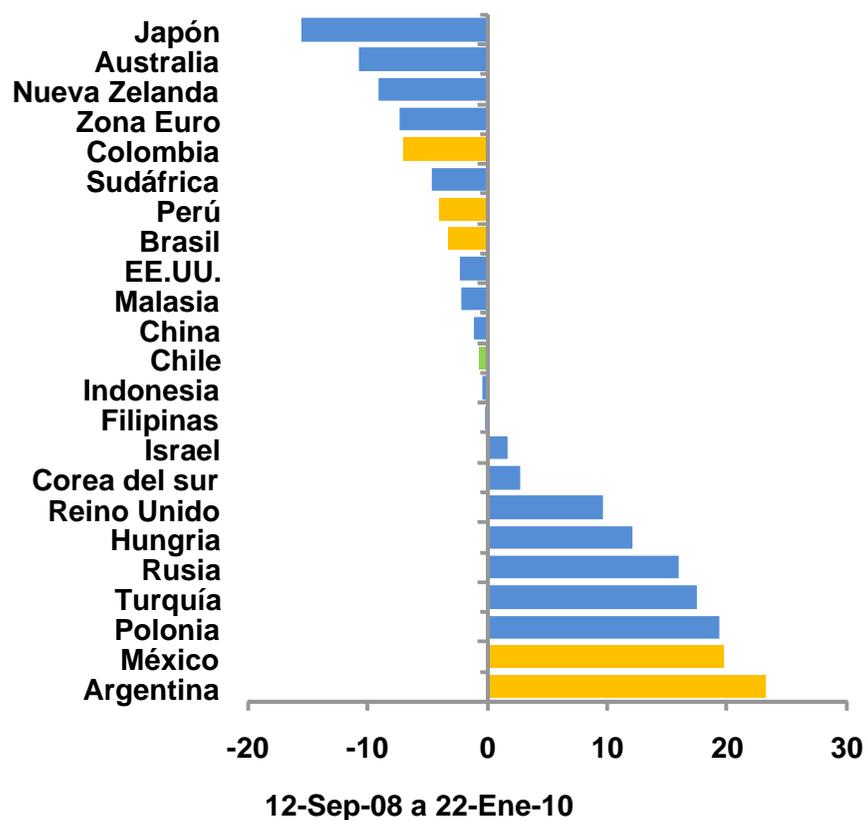
## Spreads Bonos de Gobierno a 5 años sobre Bonos Alemanes (puntos bases)



Fuente: Bloomberg, 19 de Enero del 2010.

# Mercados Financieros y Actividad Mundial

## Depreciación de la monedas (%)



Nota: Variación positiva indica depreciación de la moneda local. El tipo de cambio nominal se mide como el tipo multilateral para EE.UU. y como moneda local por US dólar para el resto de los países.

Fuente: Bloomberg, 22 de Enero del 2010



## *2. Perspectivas de Crecimiento Mundial*

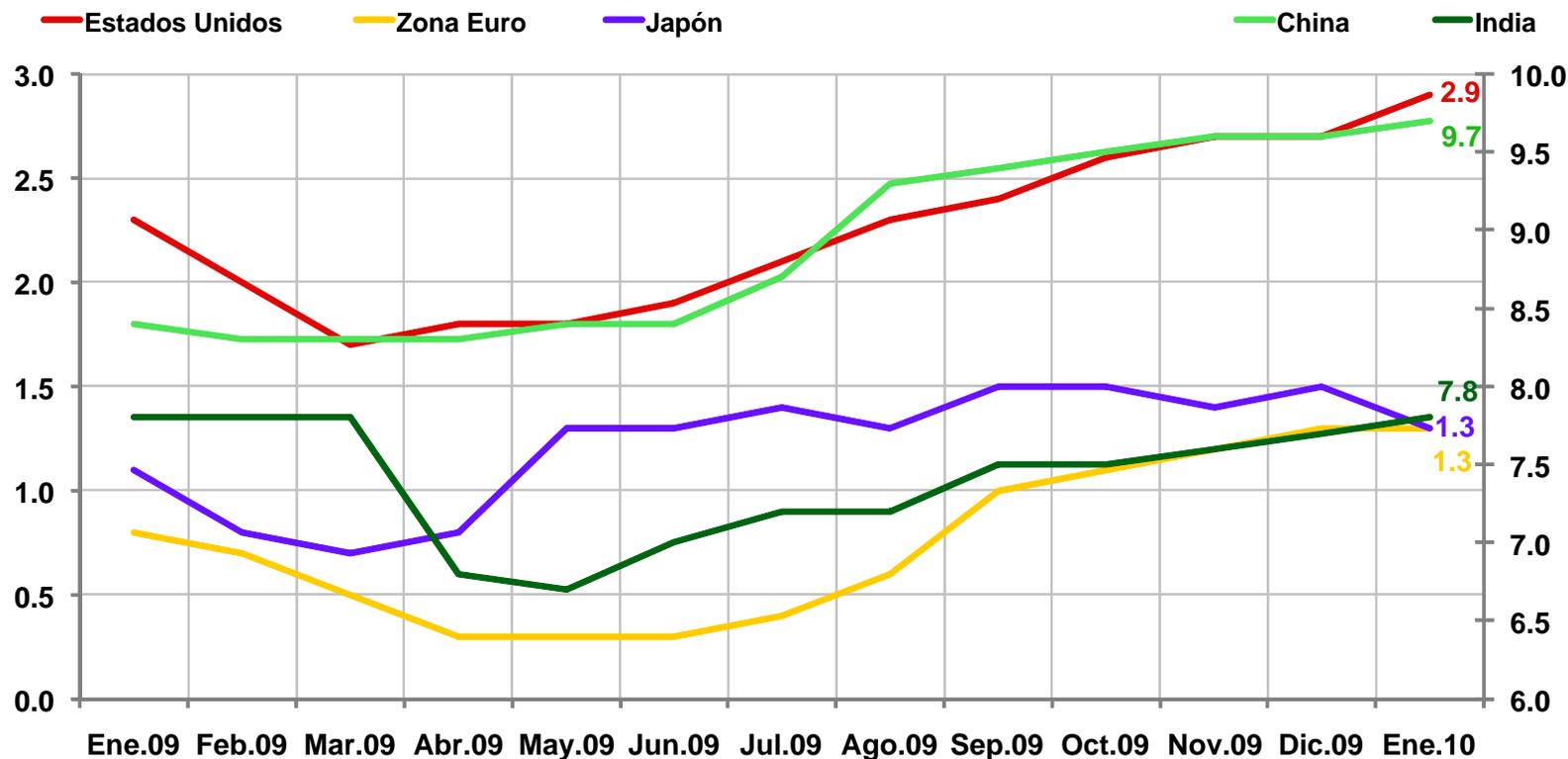
# Perspectivas de Crecimiento Mundial

Perspectivas de crecimiento mundial comienzan a divergir.

- Basado en la evolución reciente de la economía mundial y sus perspectivas, las proyecciones de crecimiento mundial para el 2010 en EE.UU., China e India se han seguido corrigiendo al alza.
- En contraste, las proyecciones de crecimiento de la Zona Euro se estabilizan y las de Japón comienzan a corregirse a la baja.
  - Esto se ve claramente en el promedio de las proyecciones del Consensus Forecasts.

# Perspectivas de Crecimiento Mundial

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



Fuente: Consensus Forecasts.

# Perspectivas de Crecimiento Mundial

## Proyecciones del crecimiento mundial (variación anual, %)

	2008	2009	2010			2011		
			FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	0.4	-2.4	1.5 (0.0)	2.5	2.9 ↑	2.8 (3.5)	2.7	3.1
Zona Euro	0.7	-3.9	0.3 (-0.4)	1.0	1.3 =	1.3 (1.4)	1.7	1.6
Japón	-0.7	-5.3	1.7 (0.5)	1.3	1.3 ↓	2.4 (2.2)	1.8	1.5
Asia (ex-Japón)	7.3	6.1	7.3 (6.1)	8.1	8.1 ↑	8.1 (8.3)	8.2	7.8
China	9.0	8.6	9.0 (7.5)	9.0	9.7 ↑	9.7 (10.2)	9.0	9.1
India	7.3	6.8	6.4 (5.6)	7.6	7.8 ↑	7.3 (6.9)	8.0	7.9
América Latina	4.2	-2.3	2.9 (1.6)	3.1	3.8 =	3.7 (3.5)	3.6	3.8
Mundo (PPP)	3.0	-0.9	3.1 (1.9)	3.5	3.5 ↑	4.2 (4.3)	4.0	n.d.
Mundo (TCM)	1.8	-2.2	2.3 (1.0)	2.7	3.0 ↑	3.4 (3.5)	3.2	n.d.

Fuente: Consensus Forecasts, Enero 2010; Asia Pacific Consensus Forecasts, Enero 2010; Latin America Consensus Forecasts, Enero 2010; FMI: WEO, Octubre 2009 y en paréntesis WEO, Abril 2009; Banco Mundial, Global Economic Prospects, Enero 2010.

# Perspectivas de Crecimiento Mundial

## Proyecciones de Crecimiento de América Latina (variación anual, %)

	2009	2010			2011		
		FMI	CF	EIU	FMI	CF	EIU
Argentina	-2.7	1.5	3.5 (1.4; 5.7)	2.8	2.5	2.6 (-1.2; 4.1)	2.5
Brasil	-0.2	3.5	5.4 (4.5; 6.2)	4.8	3.5	4.5 (3.0; 6.1)	4.5
Chile	-1.9	4.0	4.8 (3.5; 5.7)	4.2	4.5	4.6 (3.5; 5.5)	4.6
Colombia	0.2	2.5	2.9 (2.1; 4.0)	2.5*	4.0	3.6 (3.0; 4.5)	3.5*
México	-6.9	3.3	3.4 (2.5; 5.0)	2.9	4.9	3.5 (2.9; 4.1)	2.7
Perú	0.8	5.8	2.9 (2.1; 4.0)	4.6*	5.5	3.6 (3.0; 4.5)	5.0*
<b>América Latina</b>	<b>-2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.8</b>	<b>n.d.</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>	<b>n.d.</b>

Fuentes: FMI, World Economic Outlook, Octubre 2009; Economist Intelligence Unit, (\*) Diciembre 2009 y Enero 2010; Latin America Consensus Forecasts, Enero 2010.

## Perspectivas de Crecimiento Mundial

Ahora la discusión se comienza a centrar en retiro de estímulos.

- Con la recuperación asentada, la discusión se ha ido trasladando a la necesidad de preparar estrategias de retiro de los estímulos (burbujas e inflación y solvencia fiscal).
- Pero a pesar de importante mejora en economía mundial persisten dudas sobre la fuerza, la fortaleza y la sustentabilidad de mediano plazo de la recuperación.
  - Cifras recientes han alimentado más estas dudas.
- En particular, se discute que va a empujar el crecimiento una vez que se complete el ciclo de inventarios y los efectos de los estímulos fiscales se disipen.
- Es difícil ser optimistas con respecto a las perspectivas de dinamismo del consumo privado y de la inversión.

# Perspectivas de Crecimiento Mundial

## Perspectivas de Inflación

- En el frente inflacionario hay dos fuerzas contrapuestas afectando a la inflación medida:
  - Las amplias brechas de capacidad y el alto desempleo mantienen las inflaciones subyacentes en niveles muy bajos, empujando a la baja a las inflaciones totales.
  - La fuerte alza en 12 meses de los precios de los productos primarios (38,6% en dólares: 47% el petróleo, 85,3% los productos industriales y 15,1% los alimentos) empuja al alza a las inflaciones totales.
- Con expectativas de inflación bien ancladas y amplias brechas de capacidad, la inflación es un problema menor en los países industriales lo que los llevará a mantener tasas bajas por un período prolongado de tiempo.
- En contraste, países emergentes donde las brechas de capacidad se están estrechando tienen un mayor riesgo de alza en la inflación.

## Perspectivas de Crecimiento Mundial

La recuperación sería lenta y podría perder fuerza en el segundo semestre

- Con todo, lo más probable es que la recuperación continúe pero pierda fuerza en los próximos trimestres.
- Sin embargo, no se puede descartar que cuando se disipen los efectos temporales de los programas de estímulos macro y del ciclo de inventarios se tenga una recaída (Feldstein, Krugman, Stiglitz en reunión de la AEA).

# Perspectivas de Crecimiento Mundial

¿Dónde están los principales riesgos a las proyecciones de consenso?

- Principales riesgos a las proyecciones de consenso:
  - En los próximos trimestres el crecimiento puede ser menor que en el escenario base, debido a que:
    - El consumo y la inversión privada pueden terminar creciendo menos de lo proyectado por una subestimación de las dificultades que enfrentan los consumidores y las empresas;
    - Las condiciones crediticias pueden resultar más restrictivas que lo contemplado en el escenario base por crowding out resultante de los déficit públicos y la reducción del tamaño del balance de los bancos;
    - Los estímulos monetarios y fiscales pueden terminar reduciéndose prematuramente afectando a una recuperación incipiente (por error o por aumento en la inflación).
  - El crecimiento puede ser más vigoroso que en el escenario base si la recuperación de los mercados financieros y las mejores expectativas resultan en un mayor crecimiento de la demanda interna.

# Perspectivas de Crecimiento Mundial

## La sustentabilidad del crecimiento mundial también enfrenta riesgos

- La sustentabilidad de mediano plazo de un crecimiento mundial a tasas entre el 3 y el 4% también enfrenta riesgos:
  - Dificultades en compensar los efectos en la demanda agregada mundial de un crecimiento más moderado del consumo privado en los países industriales con un mayor crecimiento de la demanda interna en el resto del mundo;
  - En los países industriales, dificultades en reducir el desempleo, de avanzar en la reconstrucción de los sistemas financieros y de reducir la razón de deuda pública a PIB pueden afectar su crecimiento.



### *3. Perspectivas de la Economía Chilena*

# Perspectivas de la Economía Chilena

## La economía chilena inicia su recuperación

- La economía chilena se ha estado recuperando a partir de Mayo pasado.
- La recuperación ha estado empujada por una mejora en términos de intercambio, condiciones financieras internacionales más favorables y las políticas internas contra-cíclicas.
- La economía creció a un 4,3% anualizado en el trimestre móvil terminado en Noviembre.
- La demanda interna también continúa recuperándose en 12 meses.
  - Reversión del ciclo de inventarios estaría haciendo una importante contribución al crecimiento agregado.

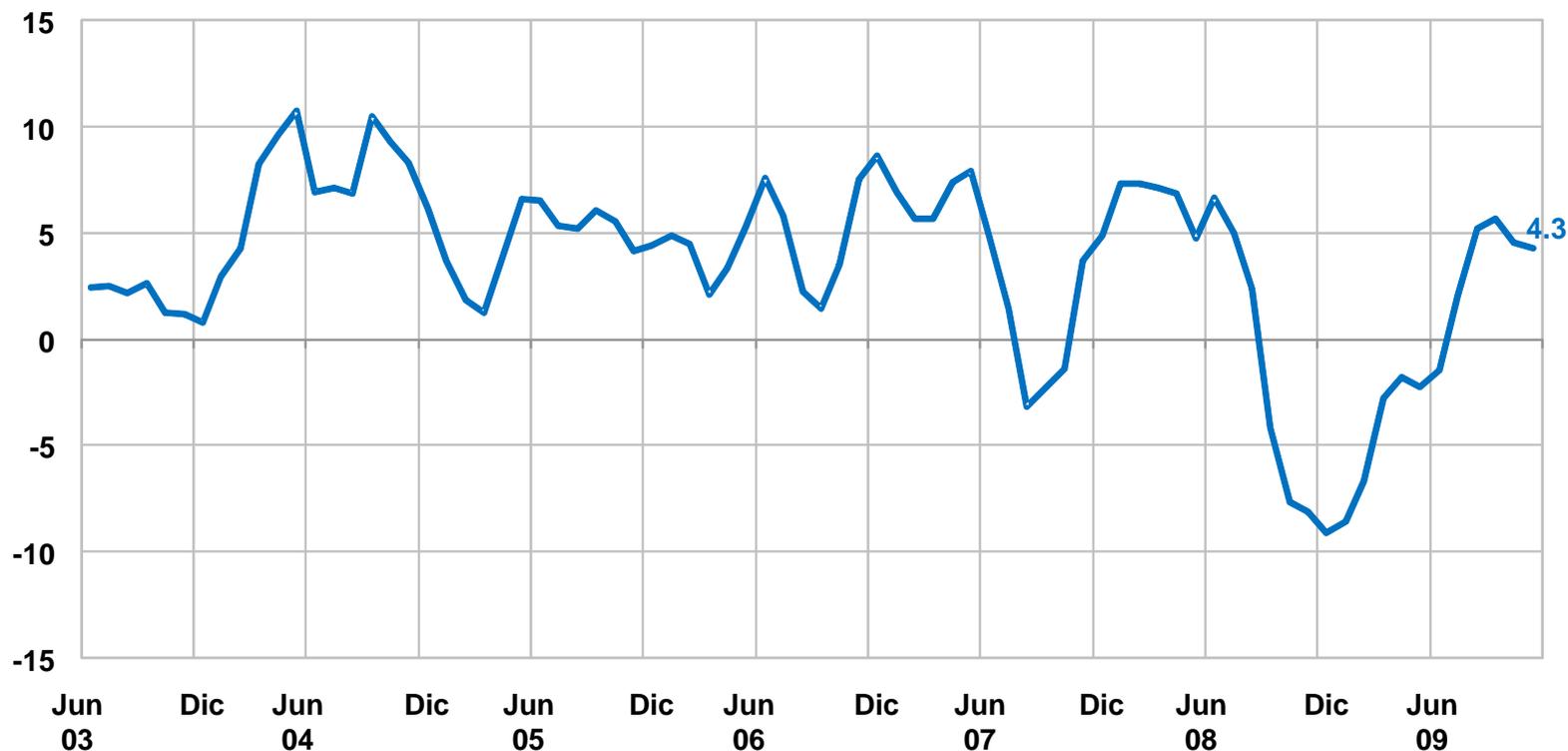
# Perspectivas de la Economía Chilena

Desempleo sigue cayendo pero composición del empleo es un problema.

- La tasa de desempleo, si bien se mantiene alta en 9,1% (9,3% desestacionalizada), bajó en los tres últimos trimestres móviles muy ayudada por los programas públicos.
  - En el trimestre móvil terminado en Noviembre, la fuerza de trabajo aumentó un 1,1% en cuatro trimestres y el empleo cayó un -0.7% en el mismo período.
  - La composición del empleo sigue siendo un problema, asalariados caen un 2,0% anual y trabajadores por cuenta propia -que son trabajos más precarios- suben un 4,3%.

# Perspectivas de la Economía Chilena

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

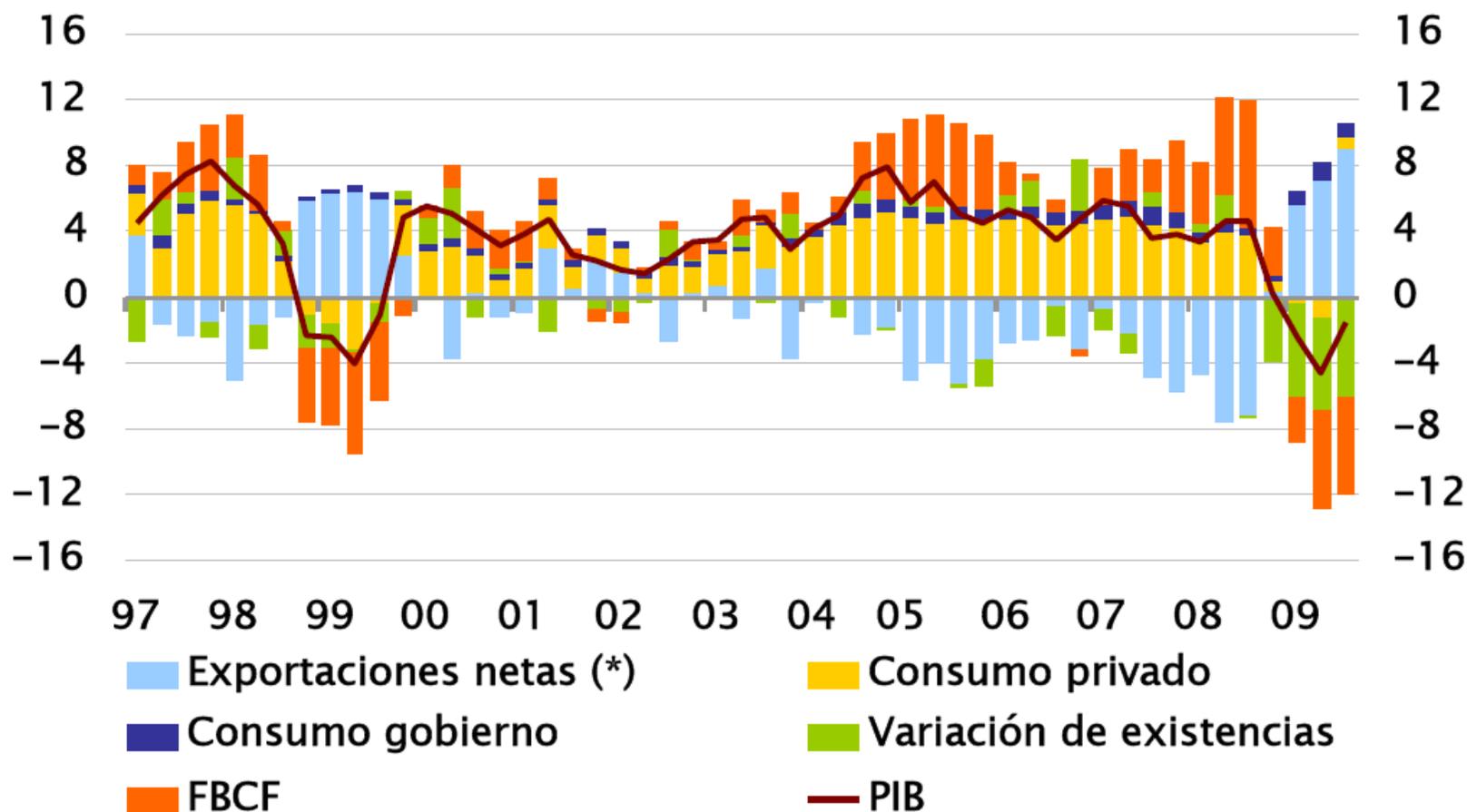


Nota: Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile, Enero 2010.

# Perspectivas de la Economía Chilena

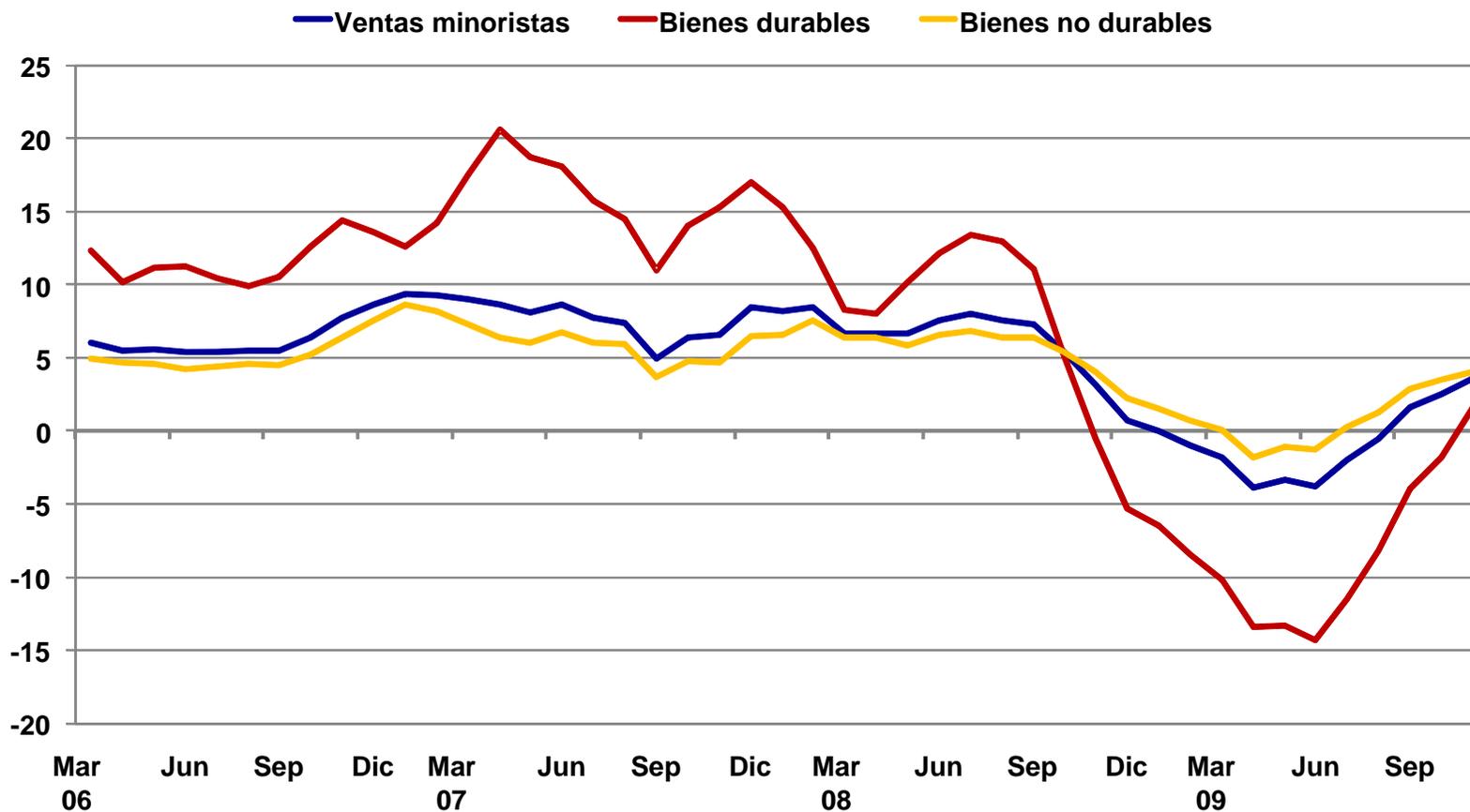
## Contribución al crecimiento del PIB (Variación real anual; %)



Fuente: Banco Central de Chile, Tercer Trimestre 2009.

# Perspectivas de la Economía Chilena

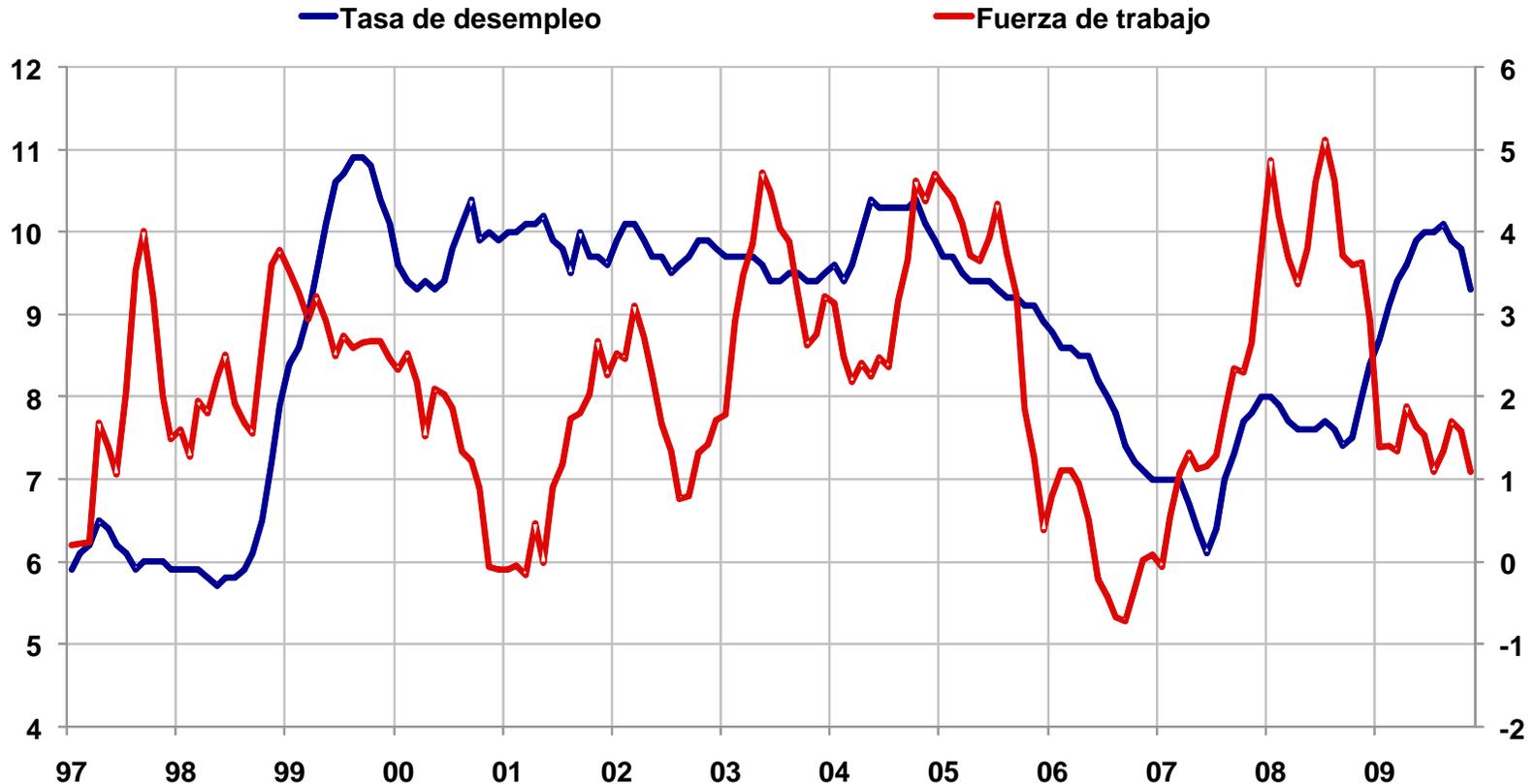
Ventas Reales del Comercio Minorista (variación anual promedio móvil trimestral,%)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, Diciembre 2009.

# Perspectivas de la Economía Chilena

## Fuerza de trabajo y tasa de desempleo (variación anual, serie desestacionalizada)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, Diciembre 2009.

# Perspectivas de la Economía Chilena

## Actividad debiera tomar más fuerza en los próximos trimestres

- En cuanto a perspectivas, lo más probable es que la recuperación se intensifique en los próximos trimestres impulsada por una serie de factores favorables:
  - Los efectos expansivos de la política monetaria;
  - La continuación del ciclo de reconstrucción de inventarios;
  - El alza en los precios de activos y las mejores expectativas de consumidores y empresarios;
  - El mejor entorno externo (precios de productos primarios, mayor apetito por riesgo, mayores volúmenes de comercio mundial);
  - Y las mejores expectativas asociadas a la elección de un presidente que ha puesto como eje de su mandato el remover barreras al emprendimiento y al crecimiento.

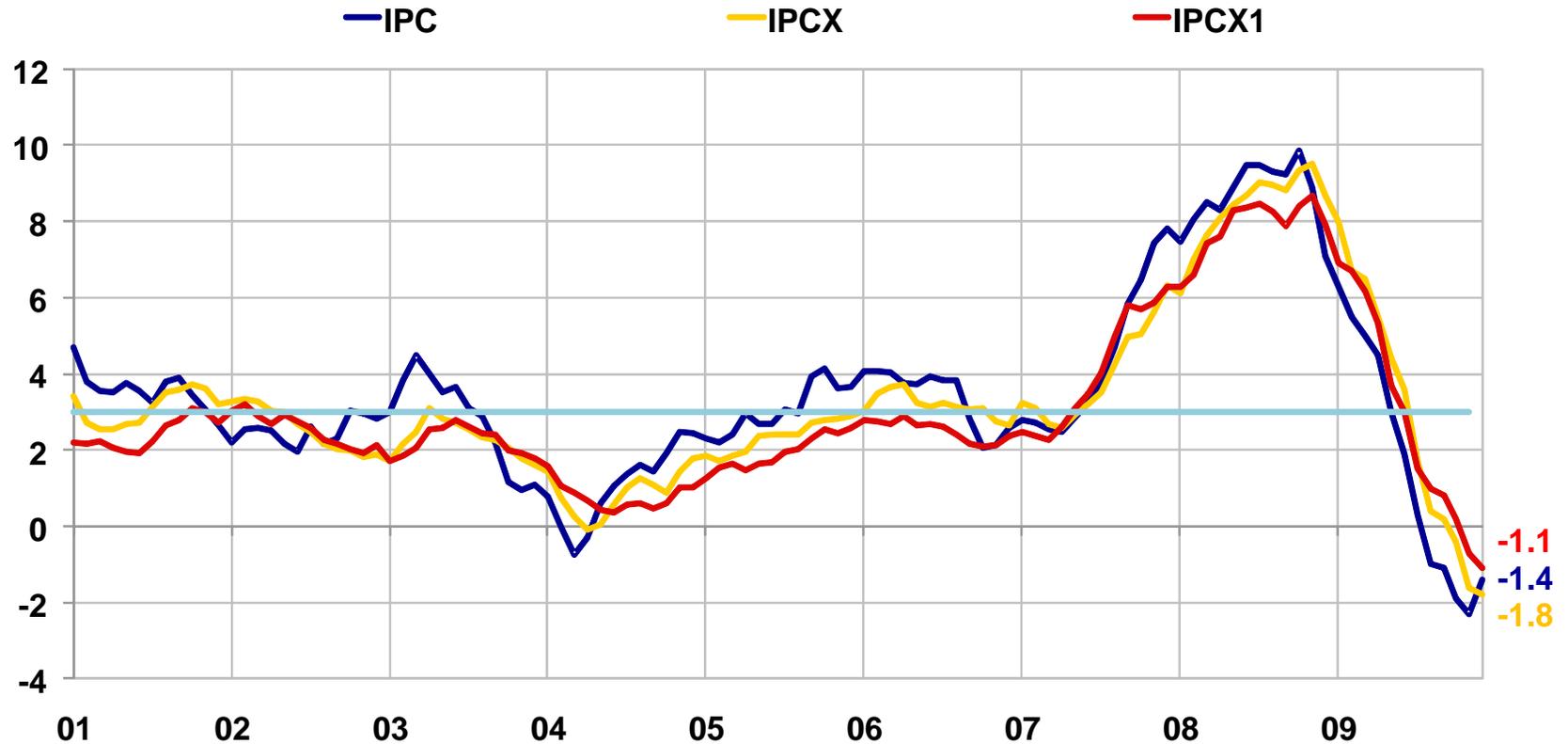
# Perspectivas de la Economía Chilena

## La Inflación ha caído con fuerza

- Por otro lado, afectada por la apreciación del peso y las crecientes holguras de capacidad, la inflación subyacente anual ha seguido cayendo.
- En contraste, la caída en la inflación anual total se comienza a atenuar con las alzas de precios internacionales de productos primarios.
- Amplias brechas de capacidad, la baja inflación subyacente y las expectativas de inflación bien ancladas llevarían a una normalización prudente de la política monetaria (no antes del cierre del segundo trimestre).
  - Las variables a observar serán la evolución de las brechas de capacidad, del desempleo, de las medidas de inflación subyacente y de las expectativas de inflación.

# Perspectivas de la Economía Chilena

## Índices de Precios (variación anual, %)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, Enero 2009.

# Perspectivas de la Economía Chilena

## Chile: Variables Macroeconómicas (variación porcentual anual, %)

	2009	2010				2011		
		BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	-1.9	(4.5-5.5)	4.8 (3.5; 5.7)	4.2	4.6 (4.1; 5.4)	4.6 (3.5; 5.5)	4.6	4.7 (3.9; 5.3)
Con. privado	0.5	3.5*	4.4	2.6	-	4.9	3.5	-
Inversión total	-16.1	8.2	9.4	10.1	-	8.7	9.5	-
Bce. Sector Púb.	-3.6	-	-1.1	-0.9	-	-0.1	1.5	-
Tipo Cambio (fin período)	506.4	-	503.6	511.6	510** (483; 530)	523.4	522.6	525** (488; 550)
Inflación (dic-dic)	-1.4	2.5	2.6 (1.8; 3.2)	3.1	2.5 (1.9; 2.9)	3.0 (2.5; 3.5)	3.0	3.0 (2.8; 3.1)

\*Se refiere al consumo total

\*\*Corresponde a fines de Diciembre del año siguiente.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts (Enero, 2010) rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Diciembre 2009); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (Enero, 2010), deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Enero, 2010).