



El Momento Económico Internacional y Nacional

Vittorio Corbo

Centro de Estudios Públicos

15 de Noviembre del 2011



1. La Economía Internacional en otra Etapa Difícil

El estado de la Crisis Europea

- La crisis europea se intensifica impactando la solvencia de su banca y el costo del financiamiento público, incluso en Francia.
- Como ya ha sido una costumbre, poco duró la tranquilidad después del nuevo plan para controlar la crisis anunciado el 27 de Octubre.
- El (tardío) reconocimiento de los líderes europeos de que el problema de la deuda requería de un programa comprehensivo y contundente no se reflejó en el nuevo programa.
- Los cuatro temas centrales que tenía que incluir el programa eran:
 - (1) un descuento importante de la deuda pública griega;
 - (2) una recapitalización creíble del sistema bancario europeo;
 - (3) un programa de ajuste y de reformas pro-crecimiento en Italia, Portugal y España;
 - (4) la creación de un súper fondo, para proteger a los países solventes pero con problemas de liquidez que ponen en riesgo el mantenimiento de su solvencia (Italia y España).

El estado de la Crisis Europea

- El programa de Octubre avanzó solo parcialmente en los problemas de solvencia de Grecia y en la capitalización de la banca. Adicionalmente, Grecia mostró poco avance en sus reformas e Italia volvió a presentar sólo promesas.
- Con respecto al súper fondo, al final sólo se aprobó intentar apalancar los recursos disponibles en el FSFS.
- Como resultado, las tensiones en los mercados financieros regresaron.
- En el lado político si que hemos tenido novedades:
 - Después del fallido intento de referéndum de Papandreou ahora Grecia tiene un nuevo gobierno más favorable a las reformas.
 - En Italia, la presión sobre Berlusconi lo llevó a perder el apoyo de su partido y finalmente a ser reemplazado por otro tecnócrata reformista, Mario Monti.

El estado de la Crisis Europea

- Ahora que Grecia e Italia tienen gobiernos dispuestos a empujar las reformas, lo que se requiere es armar el súper fondo para proteger a Italia y España.
- Los recursos adicionales para el fondo pueden provenir de tres fuentes: países miembros solventes, un fondo especial administrado por el FMI y del BCE.
- Más aportes de Alemania y Francia se ven difíciles.
- La creación de un fondo administrado por el FMI va a requerir el preparar un programa y va a tomar tiempo.
- Lo más aconsejable es que el BCE tenga una participación más decidida, pero hasta ahora ha habido una fuerte oposición de Alemania que pone en peligro todo el sistema monetario.
- Para evitar la contracción del crédito se necesitará también garantizar las emisiones de deuda bancaria.

El estado de la Crisis Europea

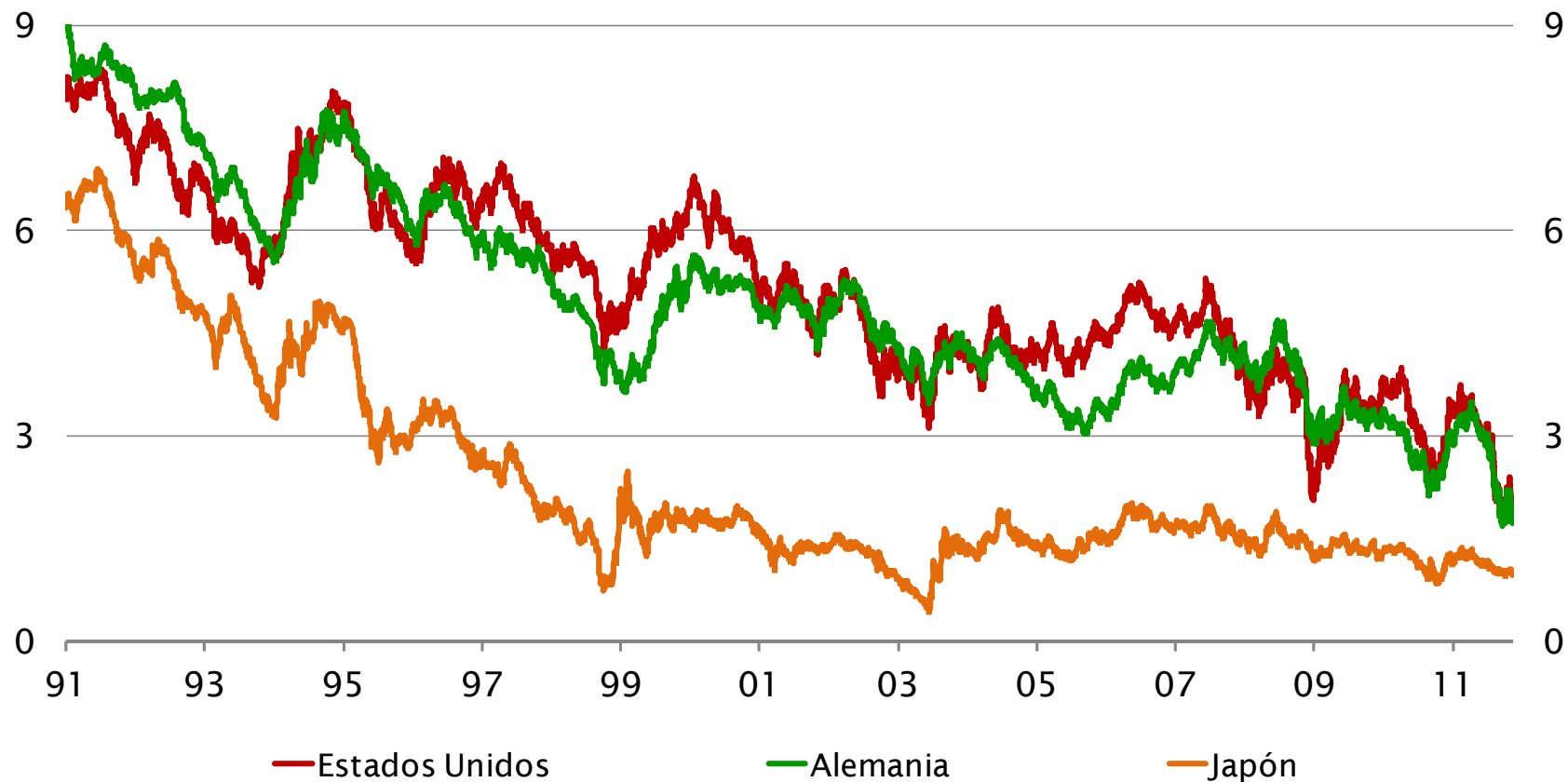
- Una nueva institucionalidad de la Zona Euro con la capacidad de velar por la solvencia de sus miembros es importante para lograr el apoyo de Alemania pero no para controlar esta crisis.
- Con la mayor parte de los países europeos con programas de ajuste fiscal y sin programas expansivos en el resto de la Zona, el único estímulo de corto plazo debiera venir del BCE.
- Los principales riesgos en Europa son:
 - (1) que la crisis griega termine en un *default* desordenado desatando una crisis bancaria en Grecia con efectos en el sistema financiero global;
 - (2) que fracase la movilización de un nivel adecuado de recursos para el súper fondo, especialmente por renunciar a utilizar al BCE como un *lender of last resort* o para descontarle instrumentos al FSFS;
 - (3) que los gobiernos con problemas, particularmente Italia, fracasen en implementar programas de ajuste orientados a fortalecer las cuentas fiscales y remover los obstáculos al crecimiento.

El estado de la Crisis Europea

- Mientras tanto el panorama es preocupante:
 - el spread del bono de Italia supera los 500 puntos;
 - el mercado interbancario no está funcionando;
 - los bancos europeos tienen dificultades para acceder a financiamiento lo que redundará en una contracción del crédito; y
 - los mercados financieros siguen mostrando una gran volatilidad.
- En estas circunstancias, después de un Julio y Agosto con crecimiento un crecimiento anualizado del 0,8% (2,0% en Alemania y 1,5% en Francia) el crecimiento se va a resentir en los próximos trimestres.
- Lo más probable es que la Zona Euro regrese a la recesión.

Rendimientos de bonos soberanos se encuentran en niveles históricamente bajos

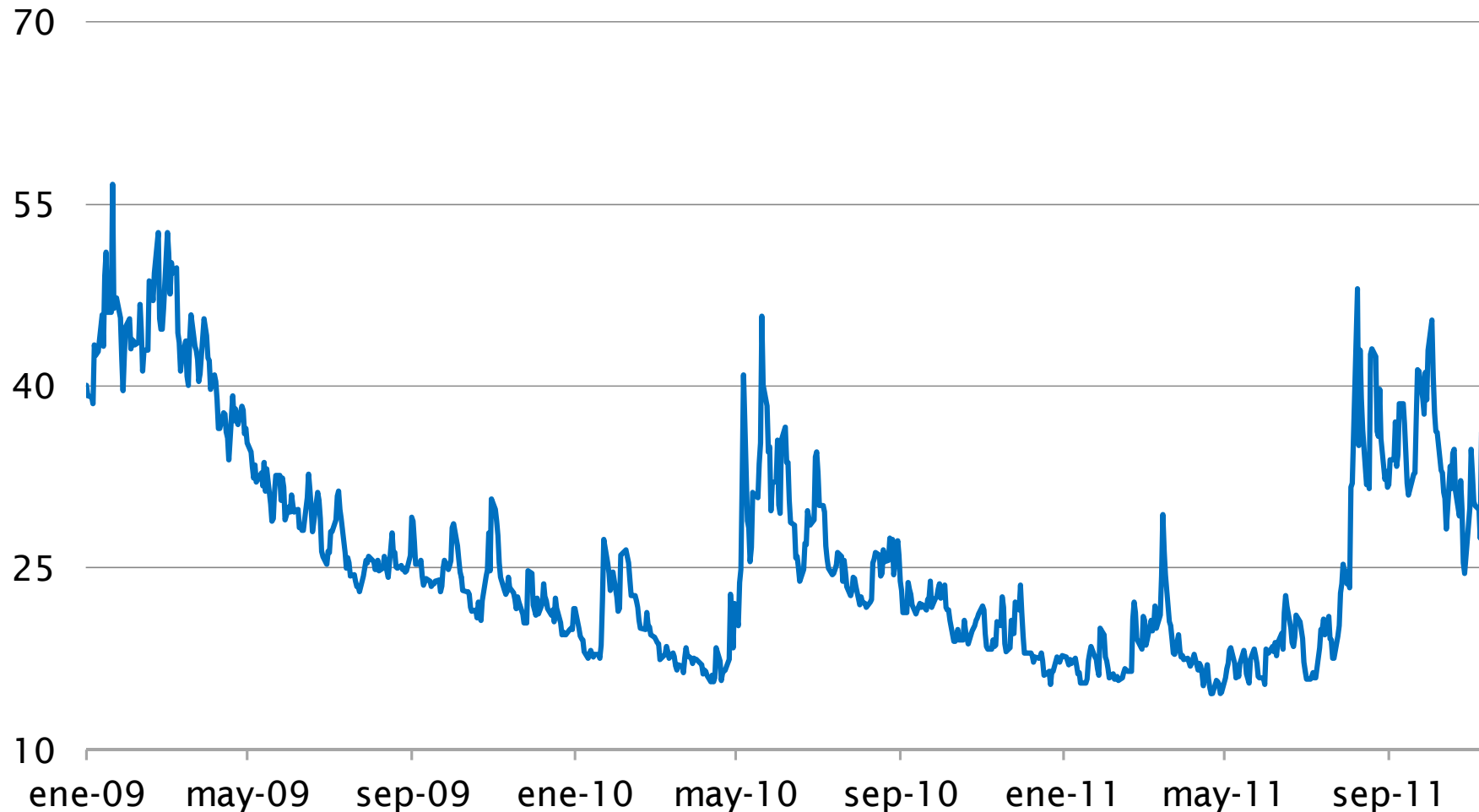
Rendimientos de Bonos de Gobiernos a 10 años
(porcentaje)



Fuente: Bloomberg, 11 de noviembre del 2011.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

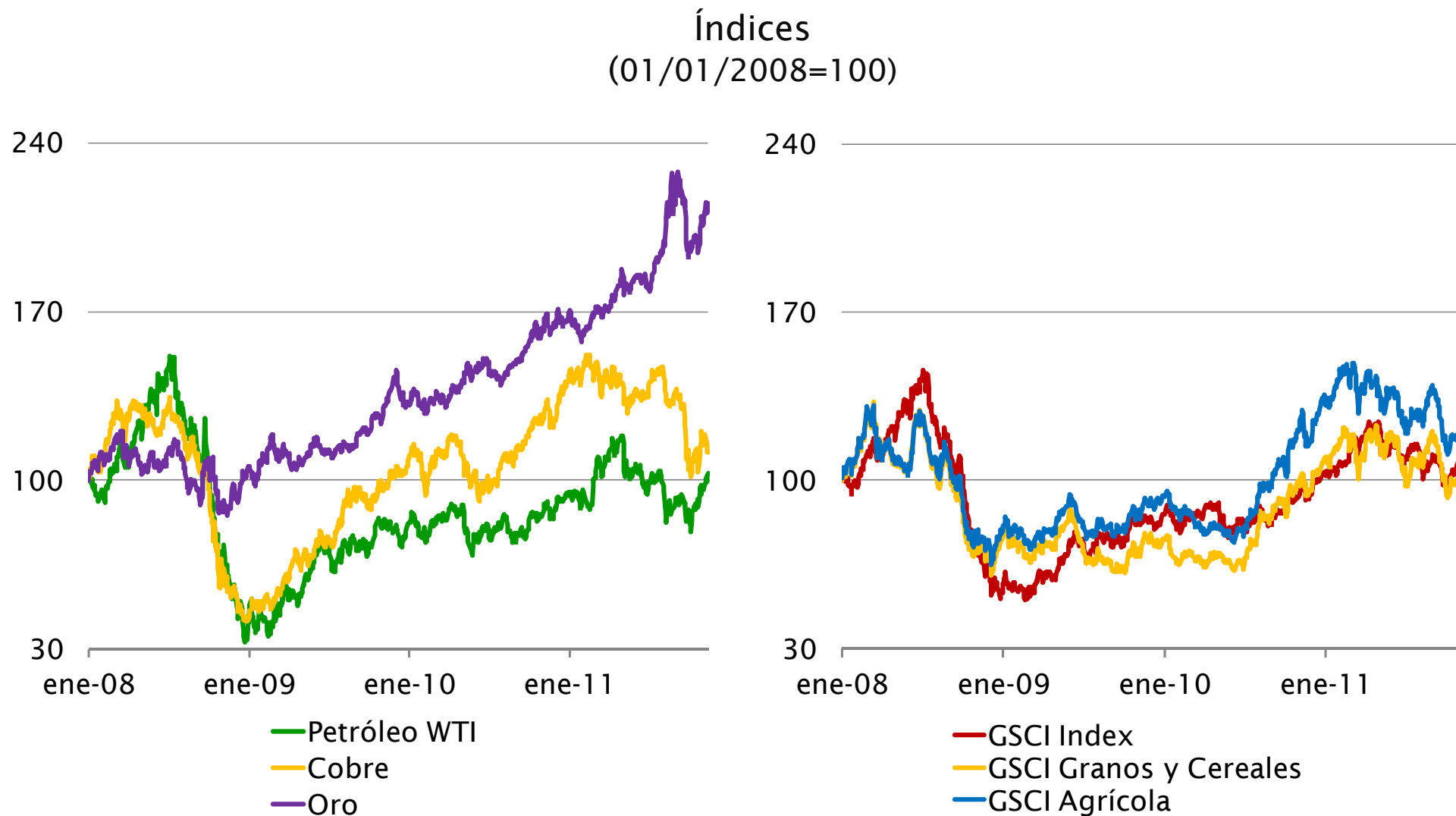
Volatilidad VIX se encuentra en niveles elevados, pero se reduce en el margen



Fuente: Bloomberg, 11 de noviembre del 2011.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Precios del petróleo y de productos agrícolas caen en últimos meses

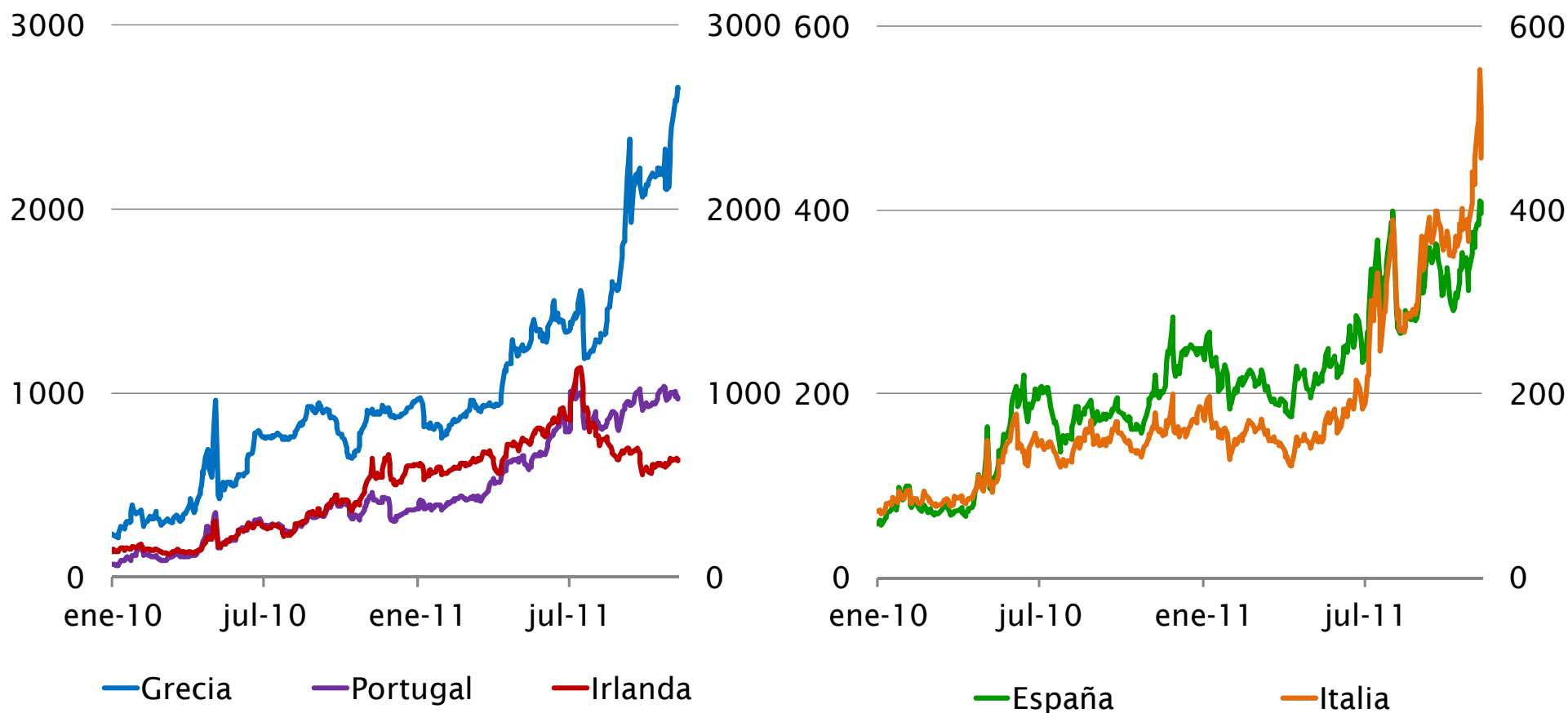


Fuente: Bloomberg, 11 de noviembre del 2011.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Spreads de bonos soberanos de los PIIGS se mantienen en niveles records

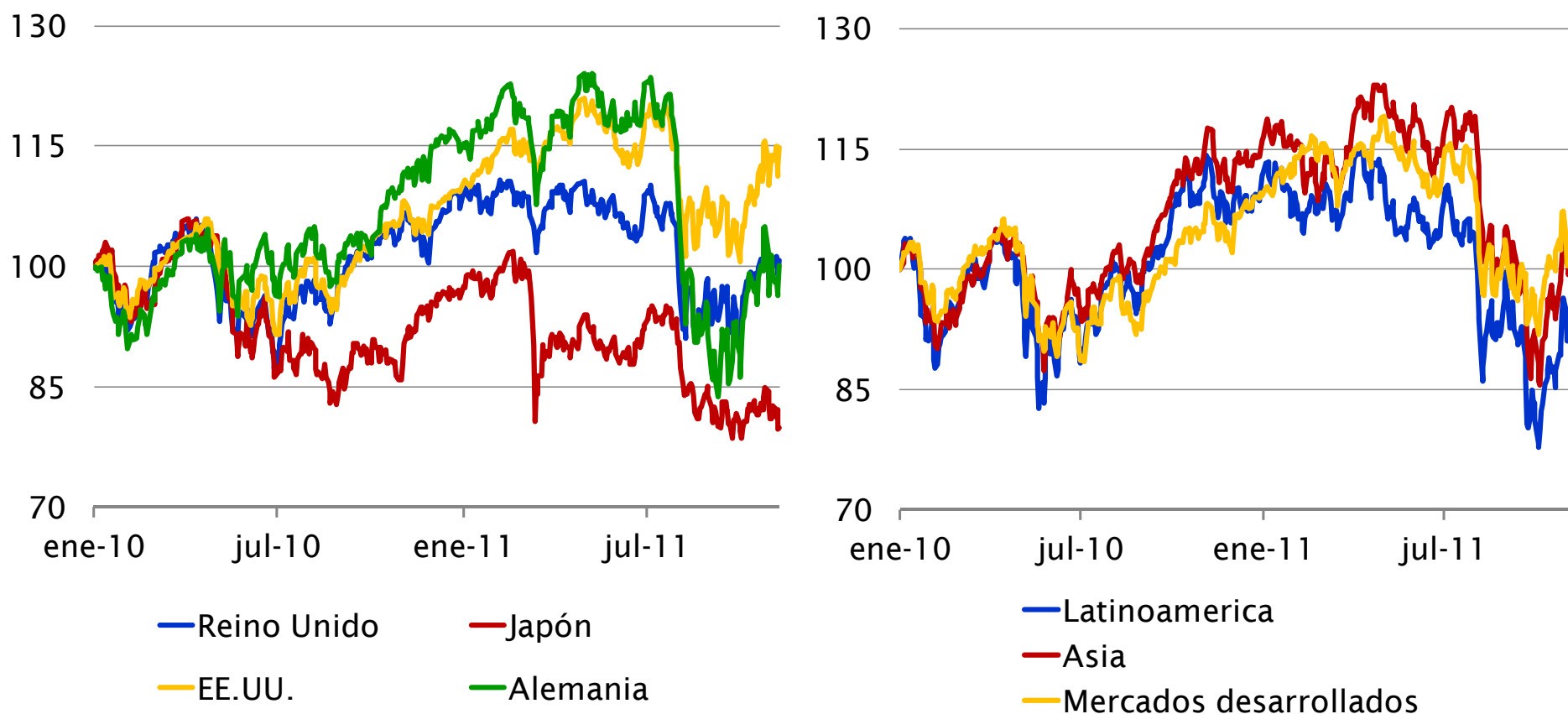
Spreads de bonos públicos a 10 años sobre el bono alemán
(Puntos bases)



Fuente: Bloomberg, 11 de noviembre del 2011.

Los precios de las acciones han caído con fuerza pero suben en el margen

Índices Accionarios (01/01/2009=100)

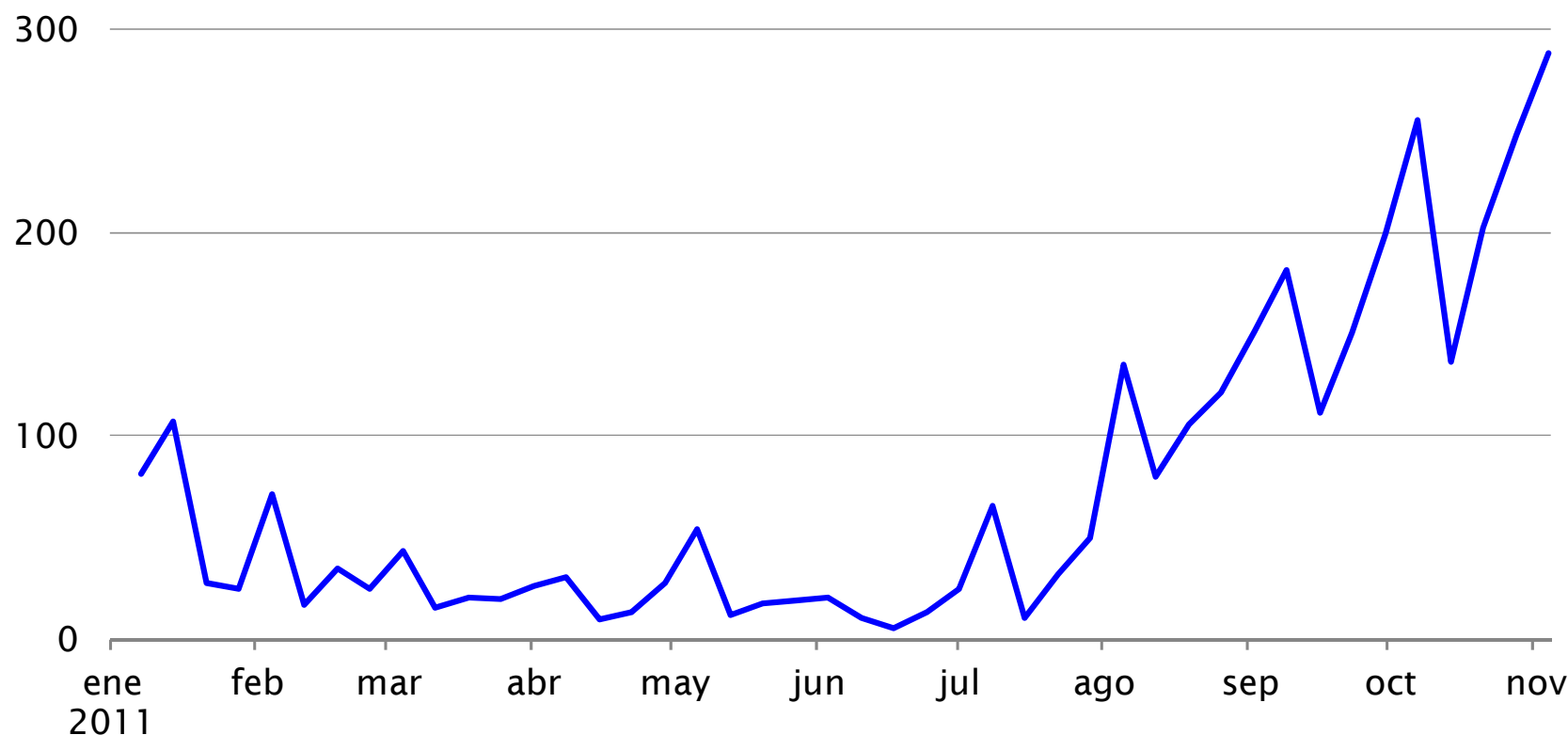


Fuente: Bloomberg, 11 de noviembre del 2011.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Los bancos aumentan sus depósitos en el BCE

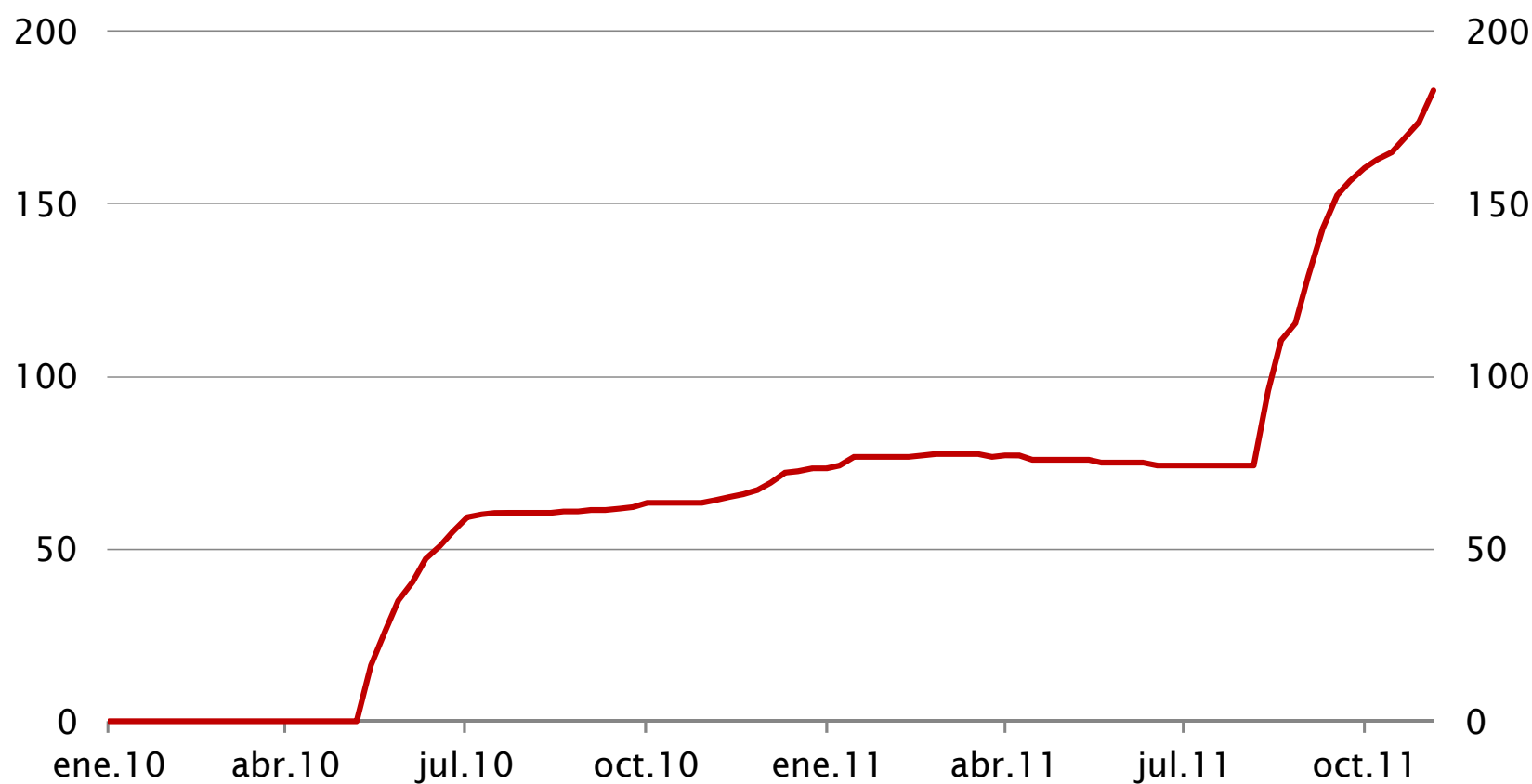
Facilidad de depósito en el Banco Central Europeo
(Miles de Millones de Euros)



Fuente: Banco Central Europeo, 11 de noviembre de 2011.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

El BCE ha aumentado la compra de bonos de los países PIIGS

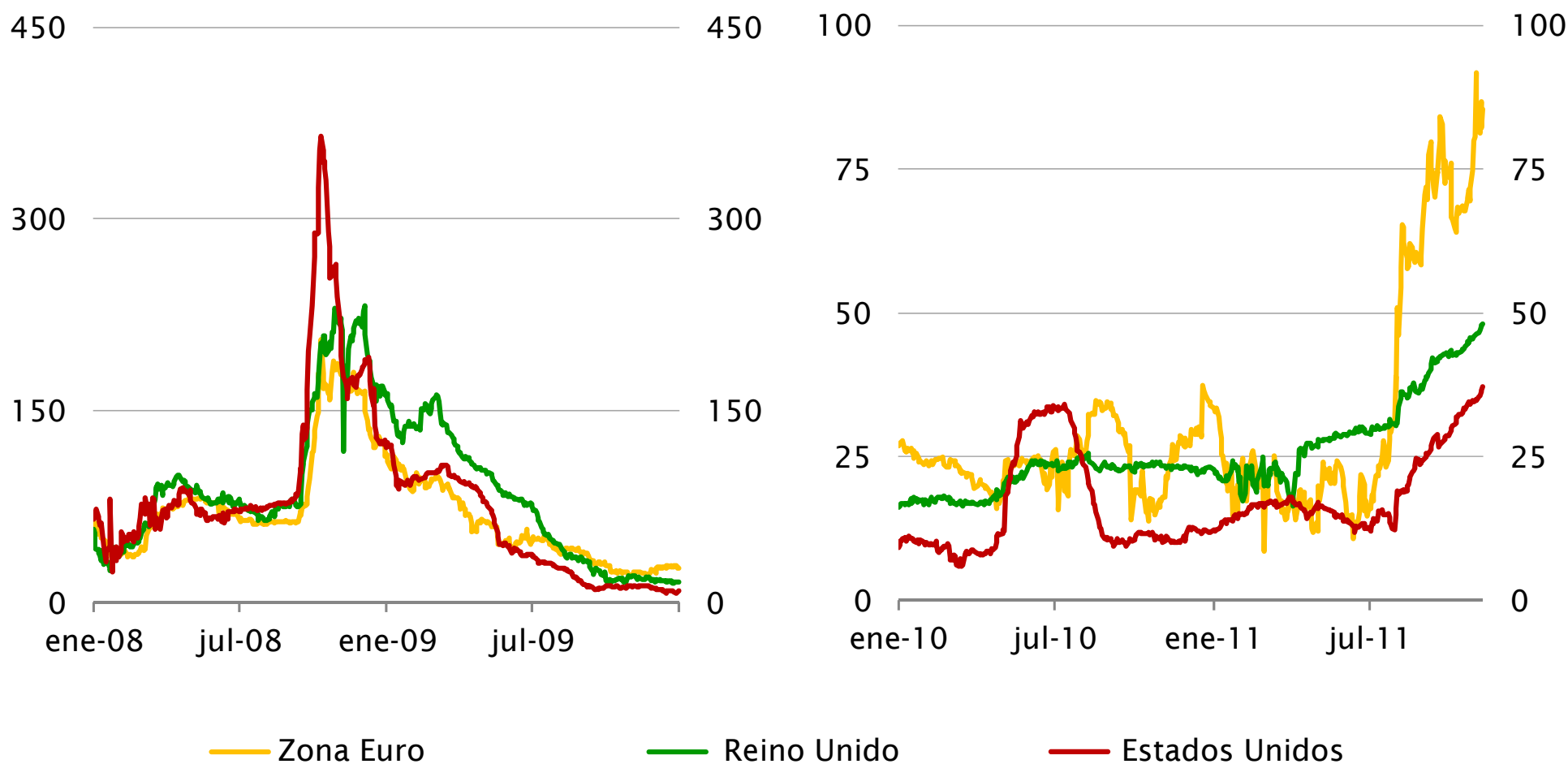
Compras de Bonos del BCE dentro del Programa de Mercado de Valores
(Miles de Millones de Euros)

Fuente: Bloomberg, 11 de noviembre del 2011.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Los mercados interbancarios siguen tensionados

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



Fuente: Bloomberg, 11 de noviembre del 2011.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

El estado de la Economía Mundial

- En cuanto a EE.UU., su crecimiento está recibiendo un impulso por la caída de los precios de *commodities* y la reparación de la cadena de suministros.
- Pero igual su crecimiento es muy bajo como para reducir significativamente su alto desempleo.
- Además, la división entre el gobierno y el Congreso lo deja muy vulnerable al deterioro de Europa y al nuevo aumento en el precio del petróleo afectado por los problemas con Irán.
 - El problema de solvencia de EE.UU. es de mediano plazo.
- Dado la parálisis de la política fiscal, la FED es la única institución capaz de intentar seguir innovando para evitar el regreso a la recesión.
- Para América Latina es muy importante lo que pase con China, aquí las noticias son más positivas, todo apunta a que está logrando un aterrizaje suave.

El estado de la Economía Mundial

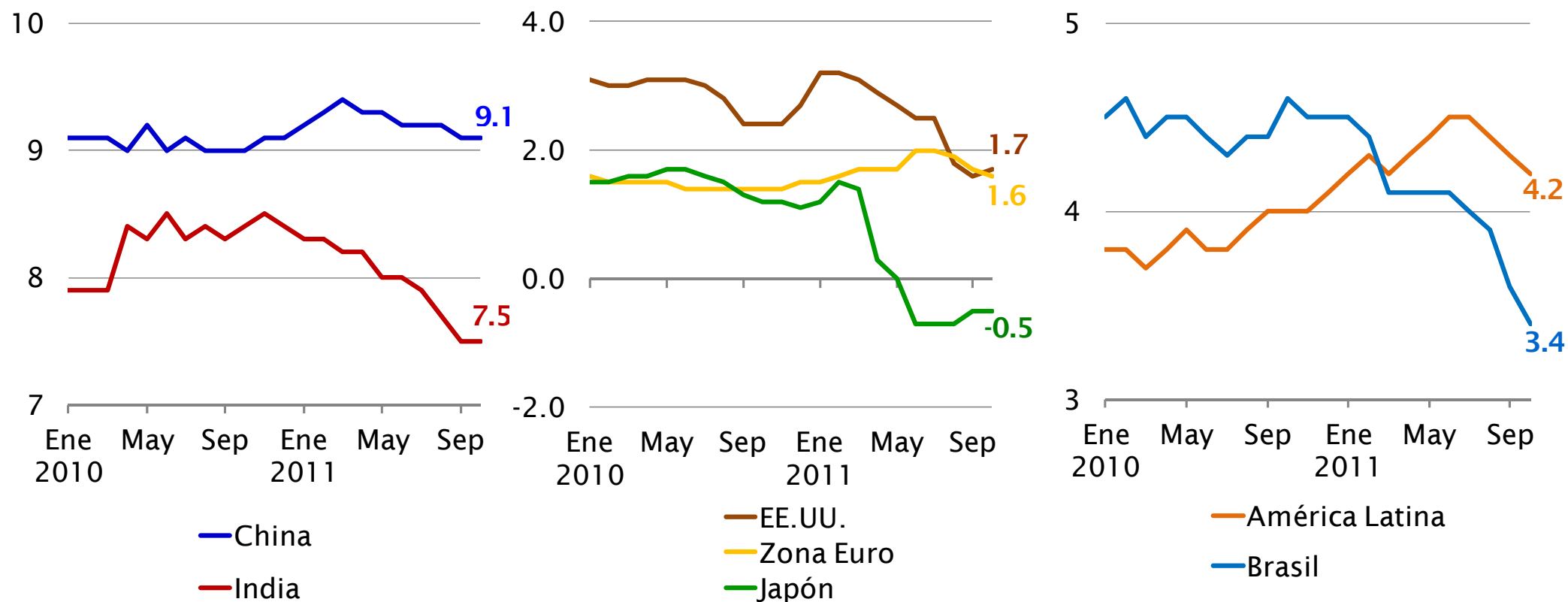
- La economía China, al igual que la de la India, mostraba señales claras de sobrecalentamiento lo que dio origen a una serie de medidas para reducir su crecimiento.
- Las medidas de ajuste ya estaban mostrando sus efectos cuando se deterioró la crisis europea, ahora sus autoridades están en pleno proceso de recalibrar su ajuste.
- China tiene suficientes instrumentos como para evitar que la crisis europea termine desacelerando su crecimiento más allá de lo necesario para controlar la inflación.

Proyecciones de crecimiento de la economía mundial se revisan a la baja

- En este cuadro, las proyecciones de crecimiento para el 2011 se han corregido levemente al alza en EE.UU. y Japón, se estabilizan en China e India y se siguen ajustando a la baja en la Zona Euro, América Latina y Brasil.
- En contraste, las proyecciones de crecimiento para el 2012 se han seguido corrigiendo a la baja en forma generalizada.
- Si la crisis en Europa pasa a mayores, los países más afectados serían los avanzados, las economías de Europa Central y del Este, Asia Emergente y América Latina, en ese mismo orden.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

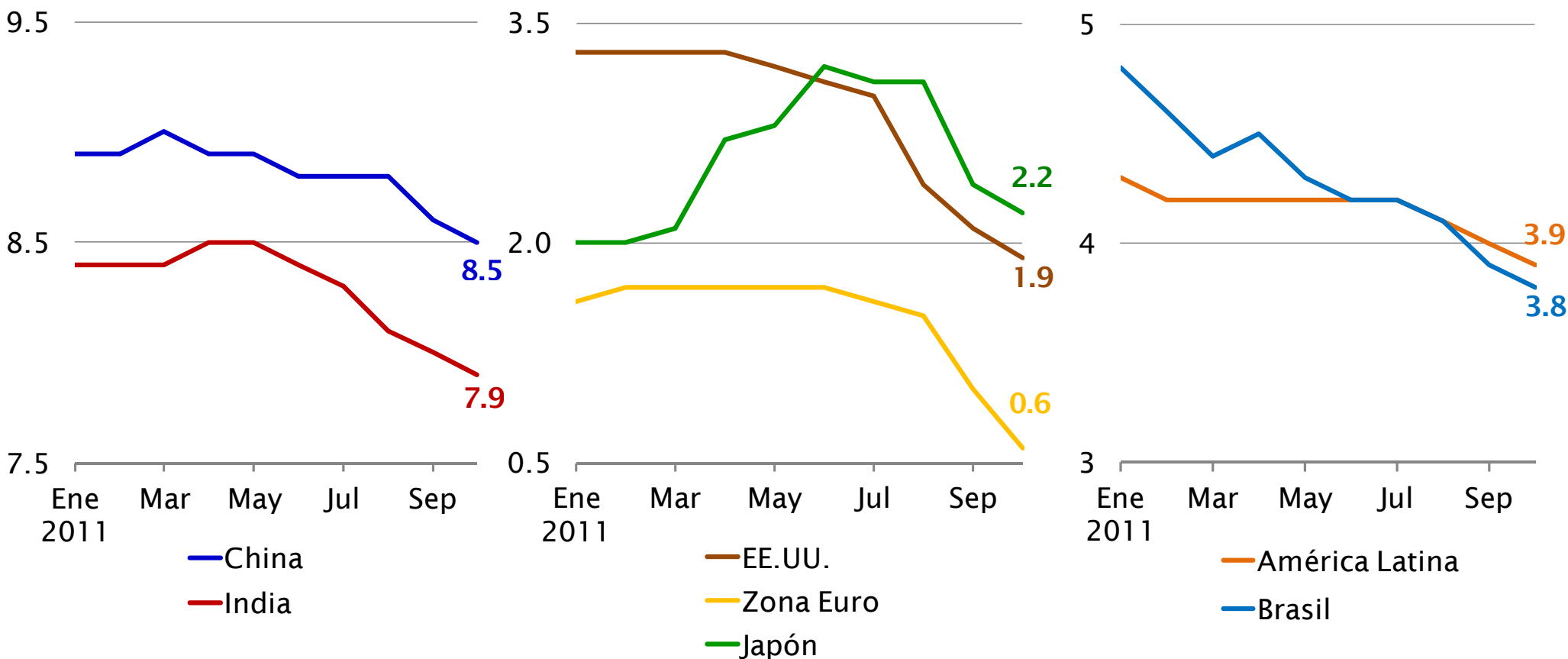
Evolución de las Proyecciones del Crecimiento del PIB en el 2011 (%)



Fuente: Consensus Forecasts.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Evolución de las Proyecciones del Crecimiento del PIB en el 2012 (%)



Fuente: Consensus Forecasts.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Proyecciones del crecimiento mundial (variación anual, %)

	2009	2010	2011			2012		
			FMI	BI	CF	FMI	BI	CF
Estados Unidos	-3.5	3.0	1.5 (2.5; 2.8; 3.0)	1.8 =	1.7 ↑	1.8 (2.7; 2.9; 2.7)	2.2 =	1.9 ↓
Zona Euro	-4.3	1.8	1.6 (2.0; 1.6; 1.5)	1.6 ↓	1.6 ↓	1.1 (1.7; 1.8; 1.7)	0.1 ↓	0.6 ↓
Japón	-6.3	4.0	-0.5 (-0.7; 1.4; 1.6)	-0.4 =	-0.5 =	2.3 (2.9; 2.1; 1.8)	1.8 =	2.2 ↓
Asia (ex-Japón)	6.2	9.6	7.9 (8.1; 8.1; 8.0)	7.4 =	7.6 =	7.6 (7.9; 7.9; 8.4)	6.8 ↓	7.3 ↓
China	9.2	10.3	9.5 (9.6; 9.6; 9.6)	9.1 ↑	9.1 =	9.0 (9.5; 9.5; 9.5)	8.3 =	8.5 ↓
India	6.8	10.1	7.8 (8.2; 8.2; 8.4)	7.6 =	7.5 =	7.5 (7.8; 7.8; 8.0)	7.8 =	7.9 ↓
América Latina	-1.7	6.1	4.5 (4.6; 4.7; 4.3)	4.2 ↓	4.2 ↓	4.0 (4.1; 4.2; 4.1)	3.5 ↓	3.9 ↓
Brasil	-0.6	7.5	3.8 (4.1; 4.5; 4.5)	3.1 ↓	3.4 ↓	3.6 (3.6; 4.1; 4.1)	3.4 ↓	3.8 ↓
México	-6.2	5.4	3.8 (4.7; 4.6; 4.2)	3.8 =	3.8 =	3.6 (4.0; 4.0; 4.8)	3.0 ↓	3.3 ↓
Mundo (PPP)	-0.7	5.1	4.0 (4.3; 4.4; 4.4)	3.6 =	3.7 =	4.0 (4.5; 4.5; 4.5)	3.3 ↓	3.6 ↓
Mundo (TCM)	-2.3	4.0	3.0 (3.4; 3.5; 3.5)	2.6 =	3.0 =	3.2 (3.7; 3.7; 3.6)	2.0 =	3.0 ↓
Comercio Mundial	-10.7	12.8	7.5 (8.2; 7.4; 7.1)			5.8 (6.7; 6.9; 6.8)		

Fuente: Consensus Forecasts, Octubre 2011; Asia Pacific Consensus Forecasts, Octubre 2011; Latin America Consensus Forecasts, Octubre 2011; 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.



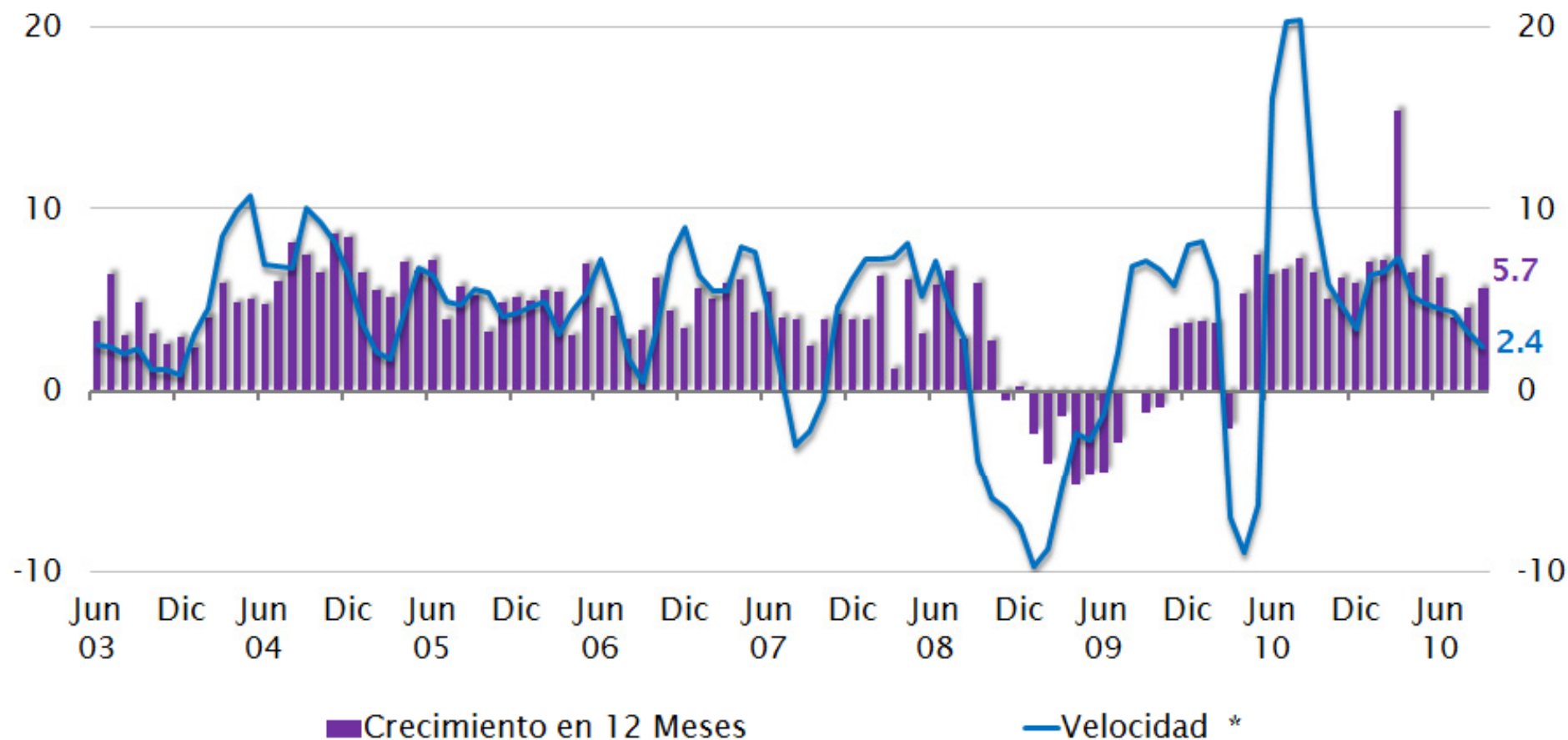
2. Perspectivas de la Economía Chilena

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

- En los primeros dos trimestres del año, Chile creció con fuerza apoyado por una serie de factores:
 - (1) favorables términos de intercambio;
 - (2) políticas macro aún expansivas para esta etapa del ciclo: balance cíclicamente ajustado alcanzaría un déficit en torno al 1,6% del PIB;
 - (3) amplio acceso a financiamiento externo y bajas tasas de interés internacionales; y
 - (4) expectativas empresariales optimistas.
- En el tercer trimestre el crecimiento perdió algo de dinamismo como resultado del trabajo de la política monetaria y el deterioro del entorno externo.
 - Con todo, El IMACEC de septiembre creció 5,7% anual y 0,9% m/m, sorprendiendo positivamente al mercado.
 - Sin embargo, el crecimiento anual del PIB en el 2011'Q3 habría sido de sólo un 4,8% y de un 2,4% anualizado, después de crecer a tasas anualizadas del 7,3 y 4,5% en 2011'Q1 y Q2, respectivamente.

La actividad se desacelera en los últimos meses

Imacec (%)



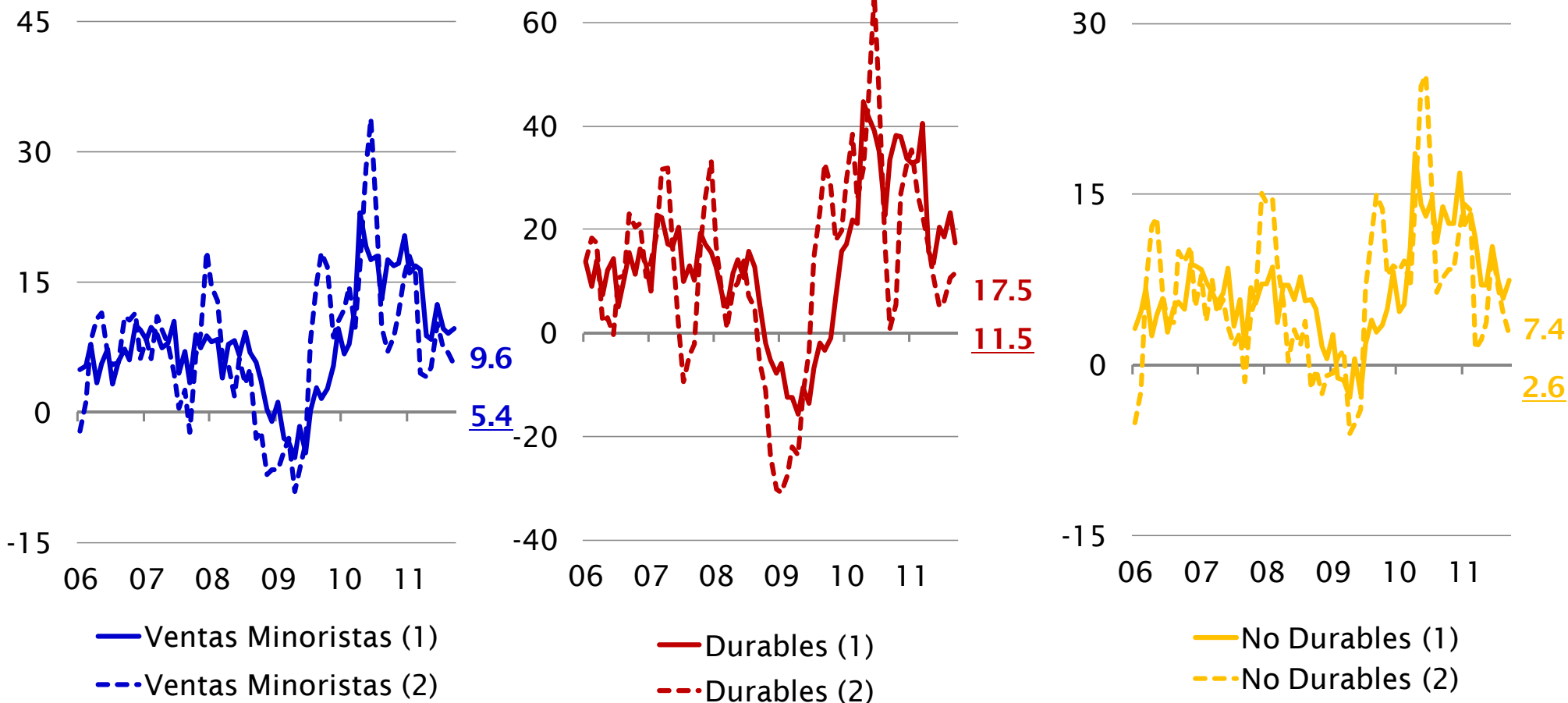
* Tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.
Fuente: Banco Central de Chile.

Crecen el empleo, los salarios reales y las colocaciones

- En el tercer trimestre se mantuvo el dinamismo de la demanda interna, con ventas al detalle que siguieron creciendo a tasas superiores al 9%, liderado por las ventas de los bienes durables.
- Sin embargo, cifras a Octubre muestran que el crecimiento de las importaciones de bienes de capital y de consumo se desacelera con fuerza.
 - Esto último anticipa una desaceleración en el crecimiento del consumo y de la inversión en los próximos meses.
- La tasa de desempleo de julio-septiembre se mantuvo en 7,4%.
 - El empleo sigue aumentando pero a tasas más moderadas y los salarios nominales crecen con fuerza lo que evidenciaría una estrechez en el mercado laboral.

Perspectivas de la Economía Chilena

Ventas Minorista Reales del Comercio se vuelven a acelerar, pero esta vez por los no durables



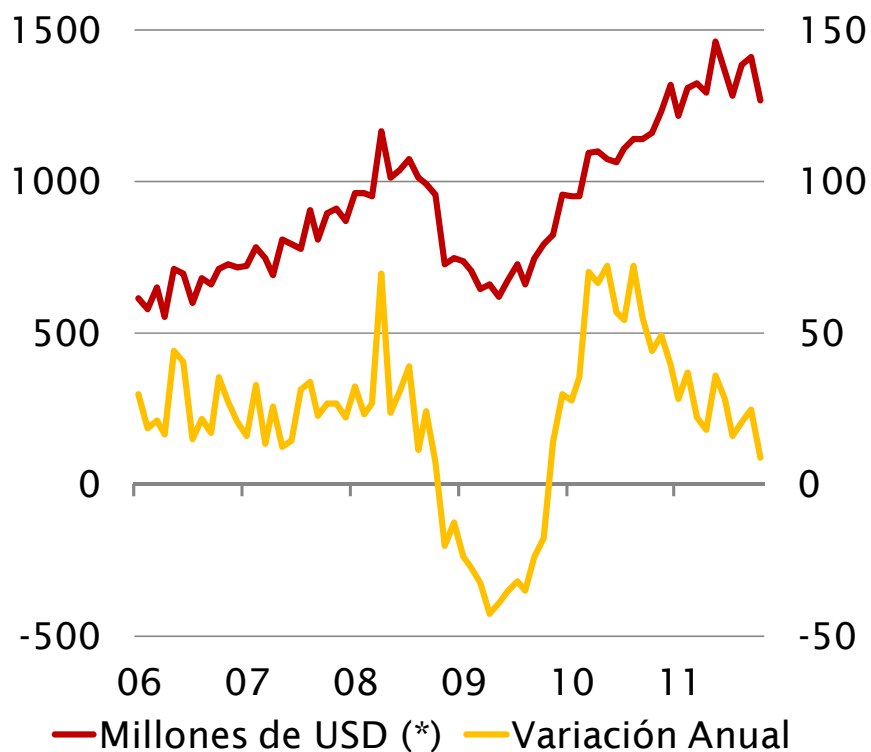
(1) Tasa de variación porcentual en 12 meses.

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

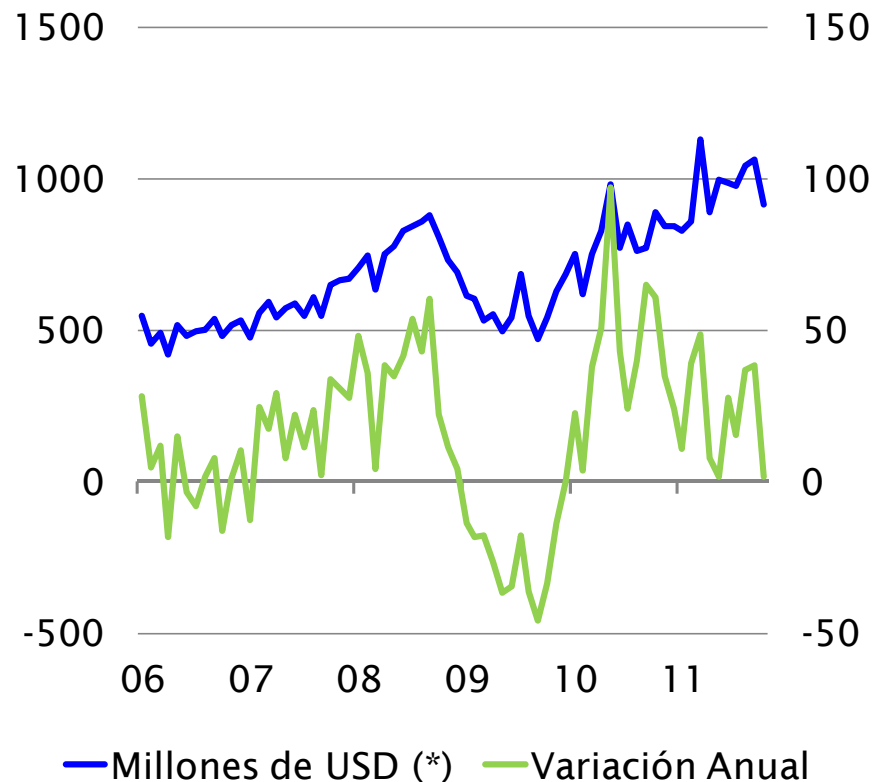
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Las importaciones se desaceleran con fuerza

Importaciones de Bienes de Consumo
(nominal, %)



Importaciones de Bienes de Capital
(nominal, %)



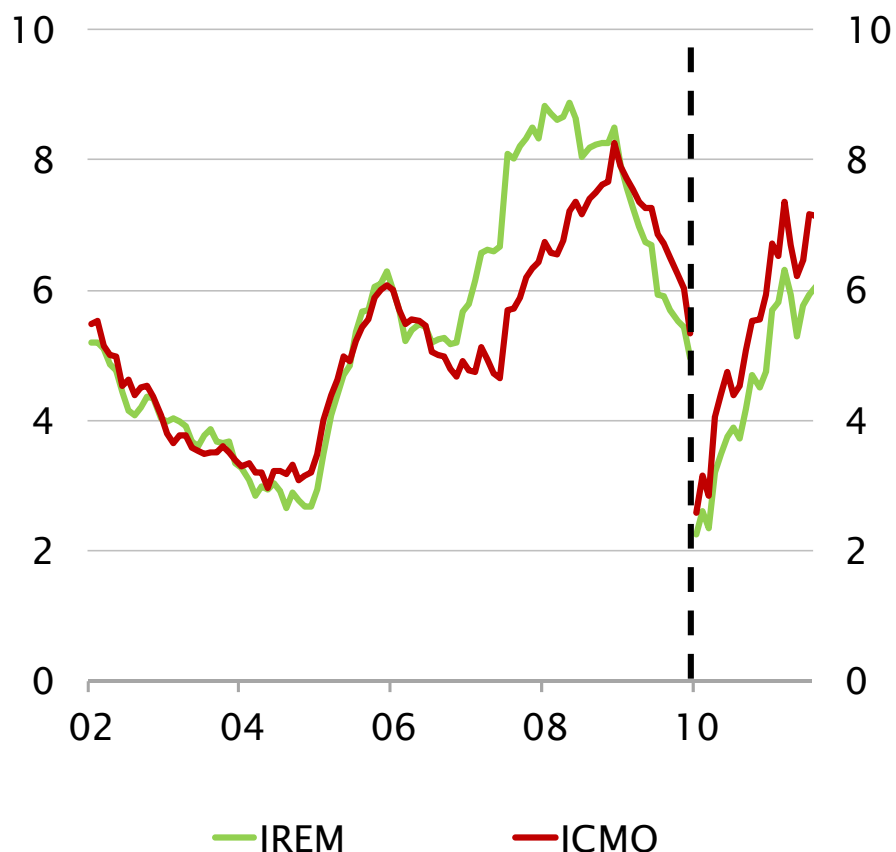
(1) Tasa de variación porcentual en 12 meses.

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

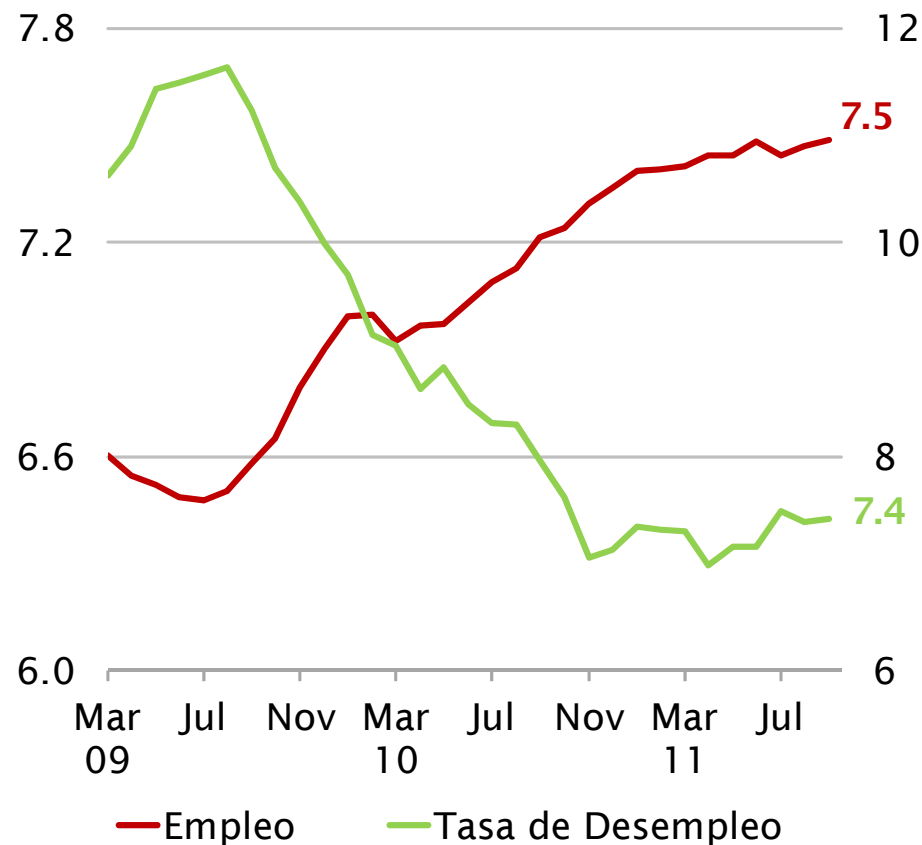
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Mercado Laboral mantiene alto dinamismo

Salarios nominales (*)
 (variación anual, porcentaje)



Empleo y Tasa de Desempleo - INE
 (millones de personas; porcentaje)

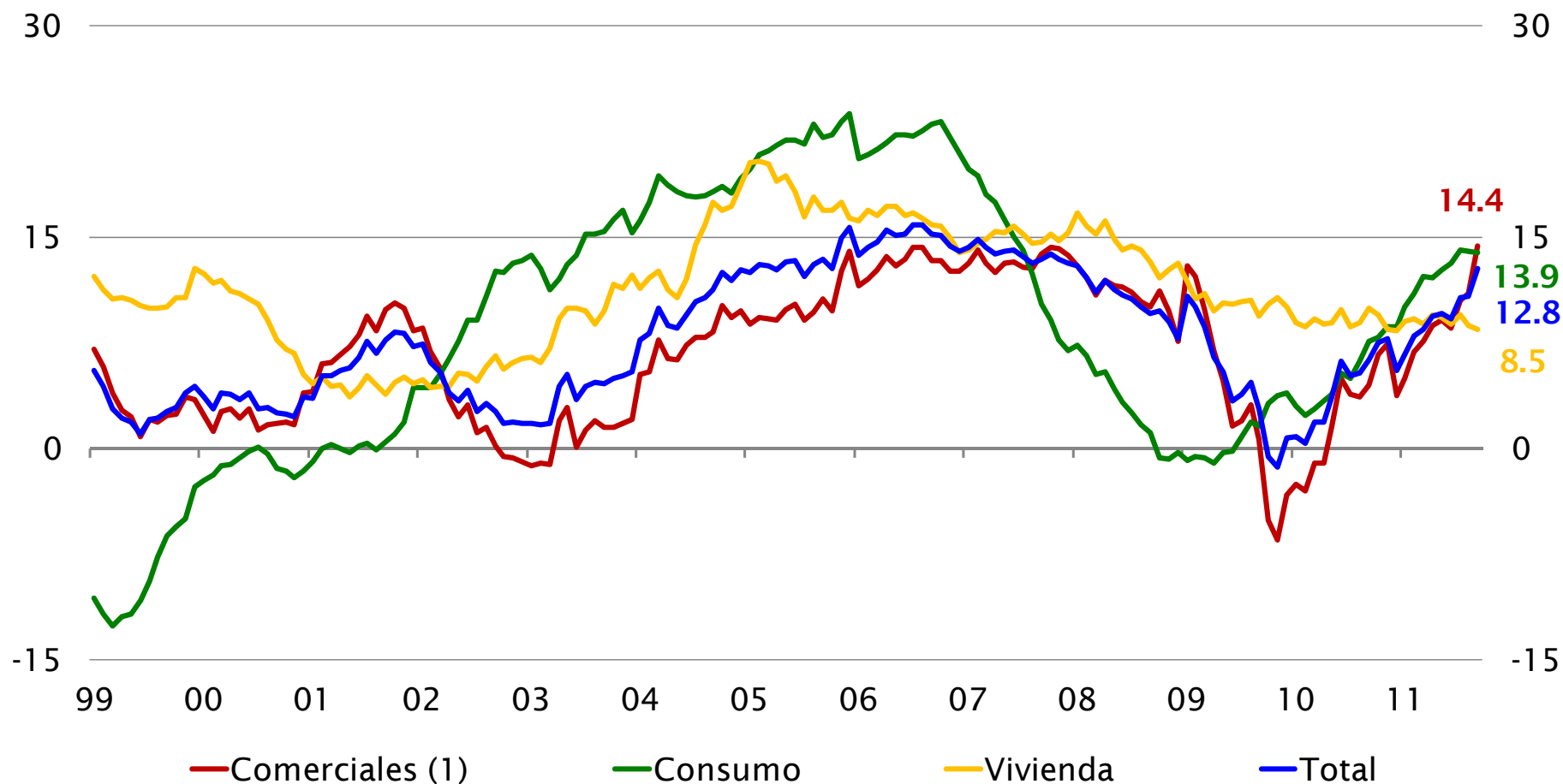


(*) A partir de enero se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas.

Crecen el empleo, los salarios reales y las colocaciones

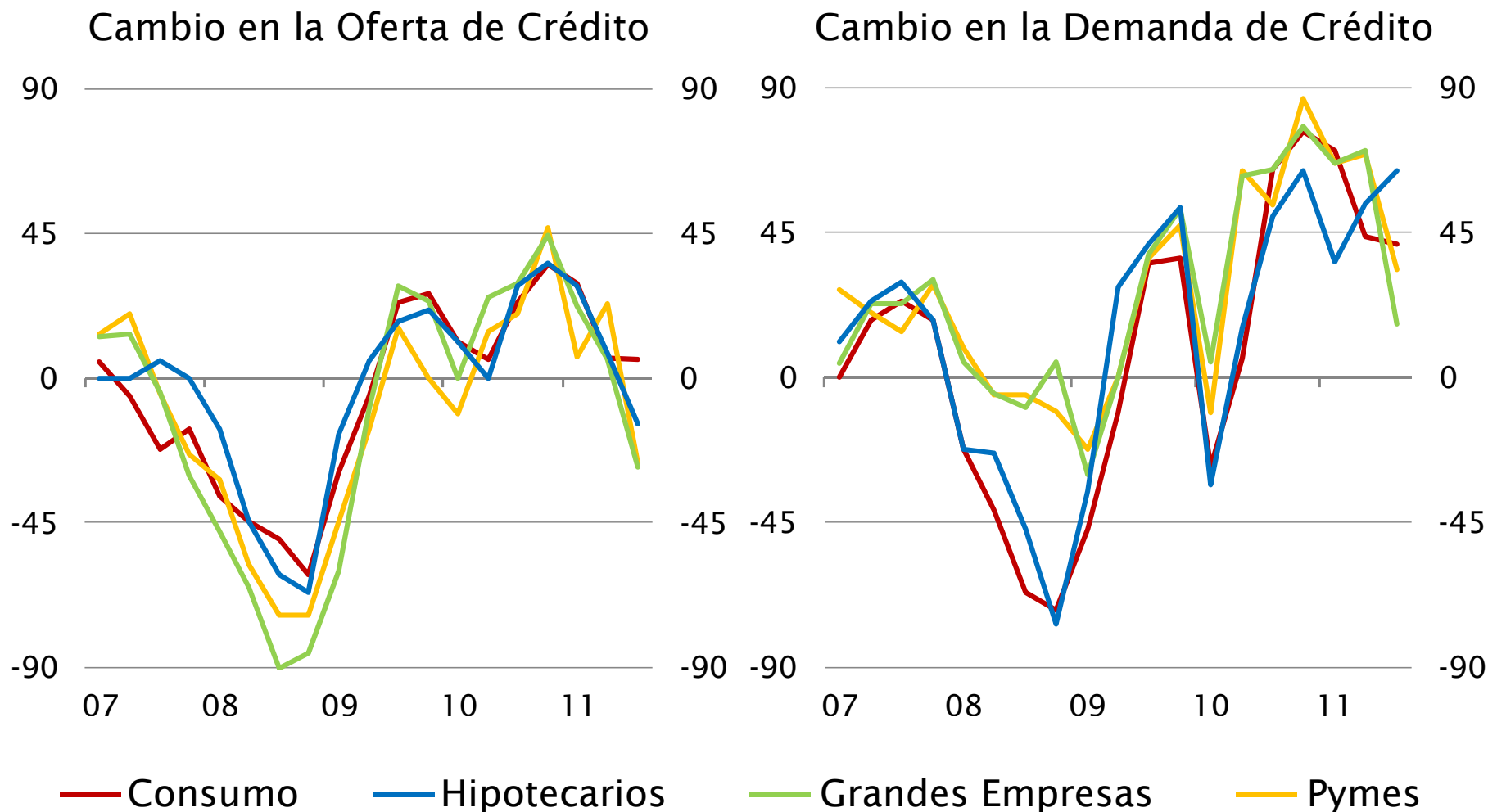
- El aumento en los ingresos del trabajo (salarios reales por empleo) apoya el crecimiento del crédito en todos los sectores y del consumo privado.
- Sin embargo, las condiciones de oferta de crédito y las de demanda, con la excepción de los créditos hipotecarios, se tornan menos favorables.

Las colocaciones reales siguen creciendo con fuerza



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

Encuesta Trimestral de Crédito Bancario (1) (% neto de respuestas)



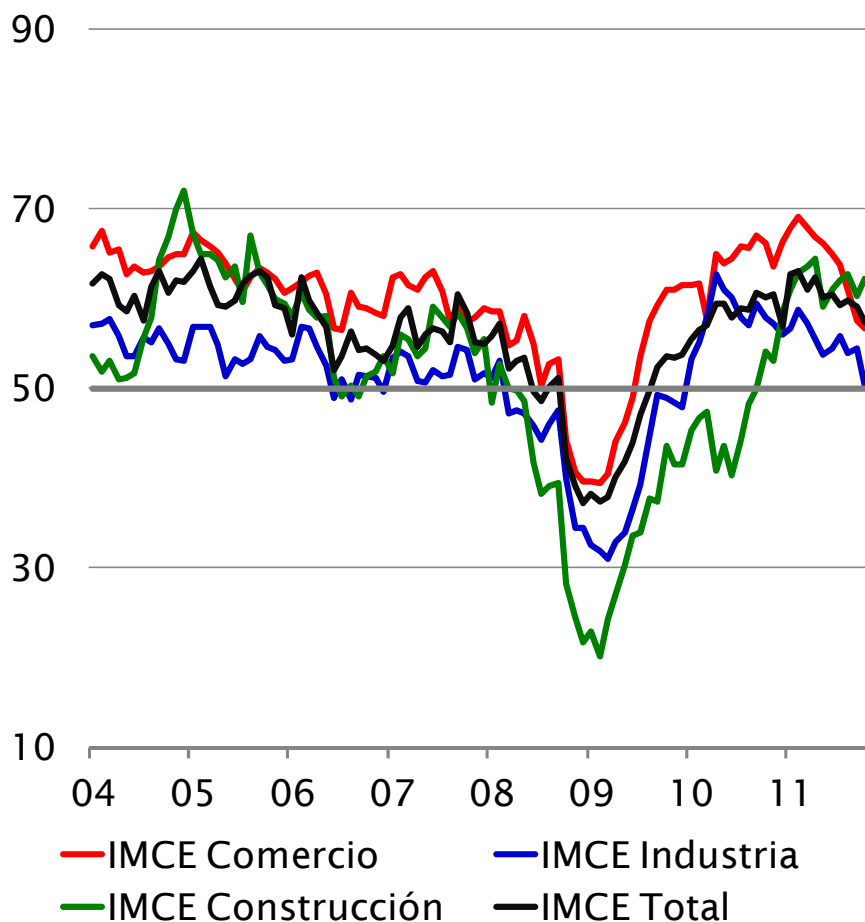
(1) Desde junio de 2010 se considera aquellos bancos que mantienen colocaciones en el respectivo segmento. Promedio de respuestas por trimestre. Valores positivos (negativos) indican condiciones más expansivas (más restrictivas) que en el trimestre inmediatamente anterior. Fuente: Banco Central de Chile.

Pero las expectativas de los consumidores siguen bajas

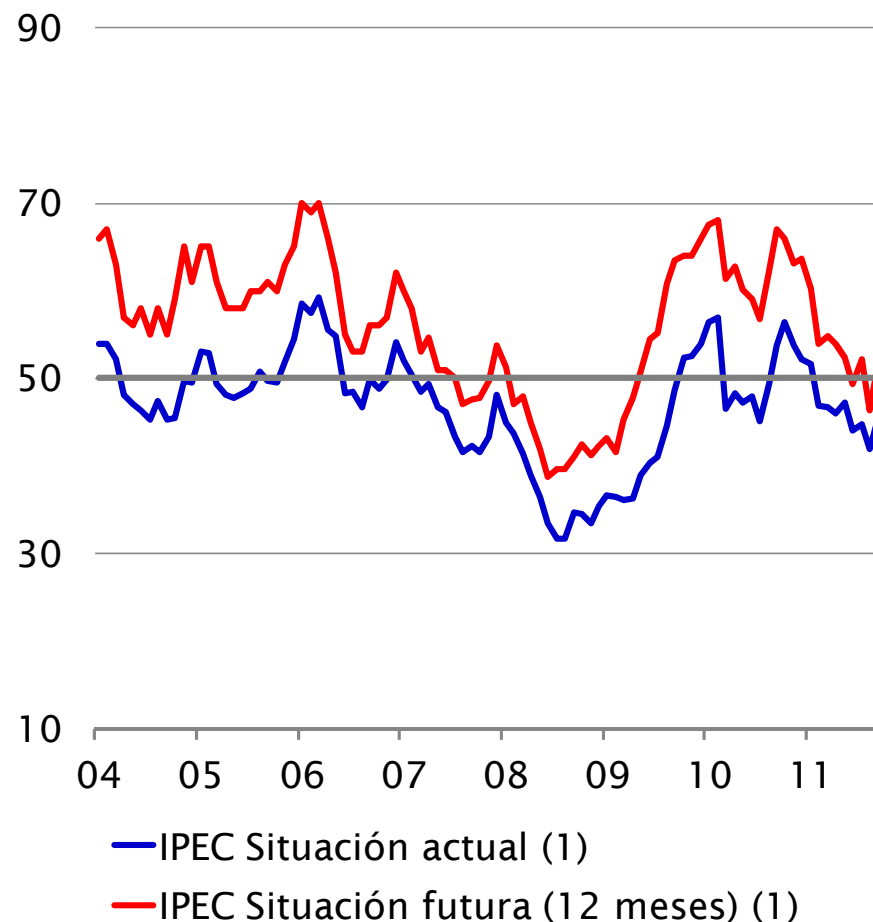
- El pesimismo se mantiene entre los consumidores y las expectativas del sector empresarial, si bien se mantienen en terreno positivo, se han reducido con fuerza en los últimos meses.

Empresarios siguen optimistas pero sus expectativas se reducen

Percepción de los empresarios:
IMCE (*)



Percepción de los consumidores:
IPEC (*)

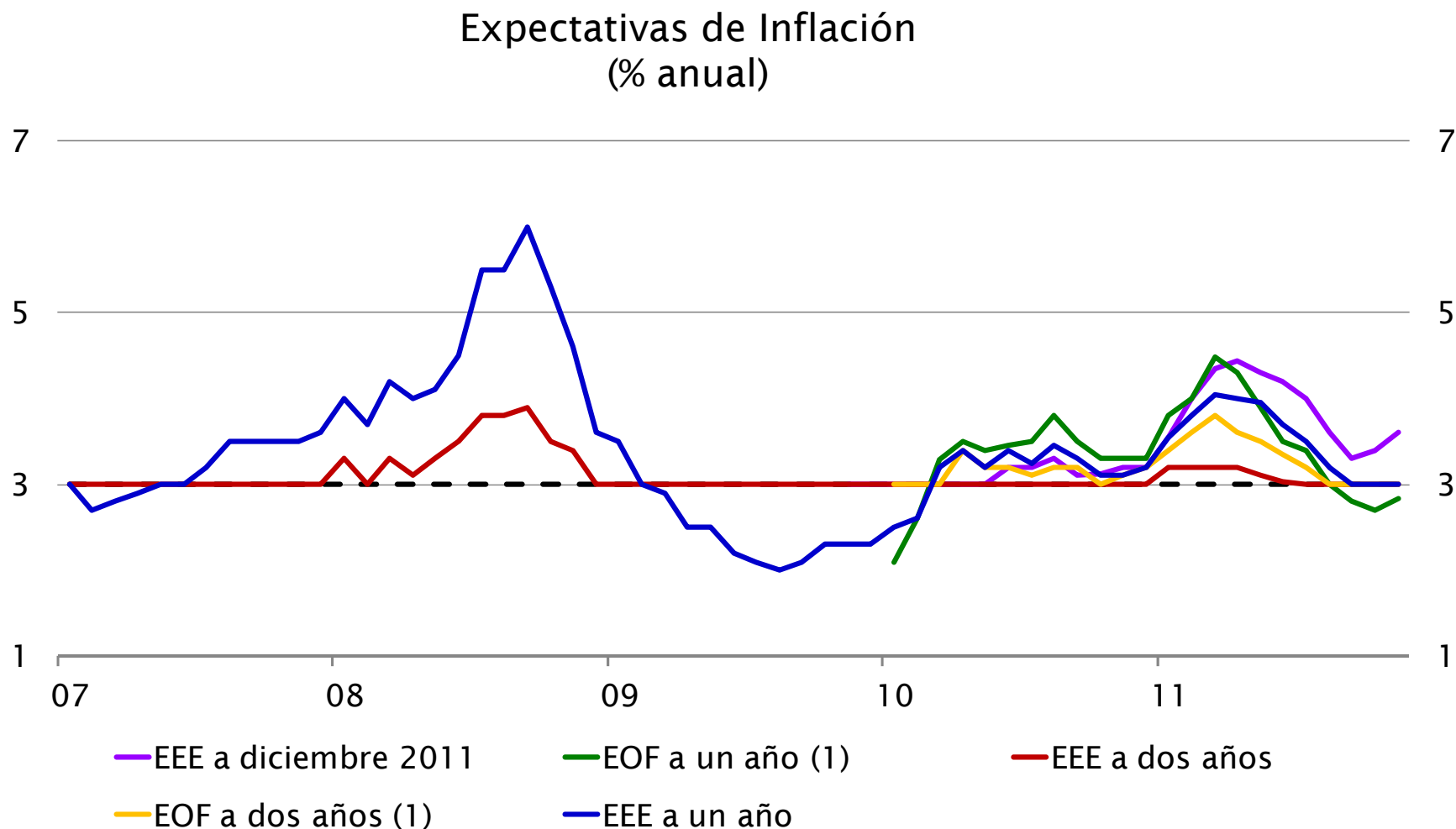


(*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
Fuente: Adimark, ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

Las tasas de interés se reducen y la inflación sorprende en Octubre

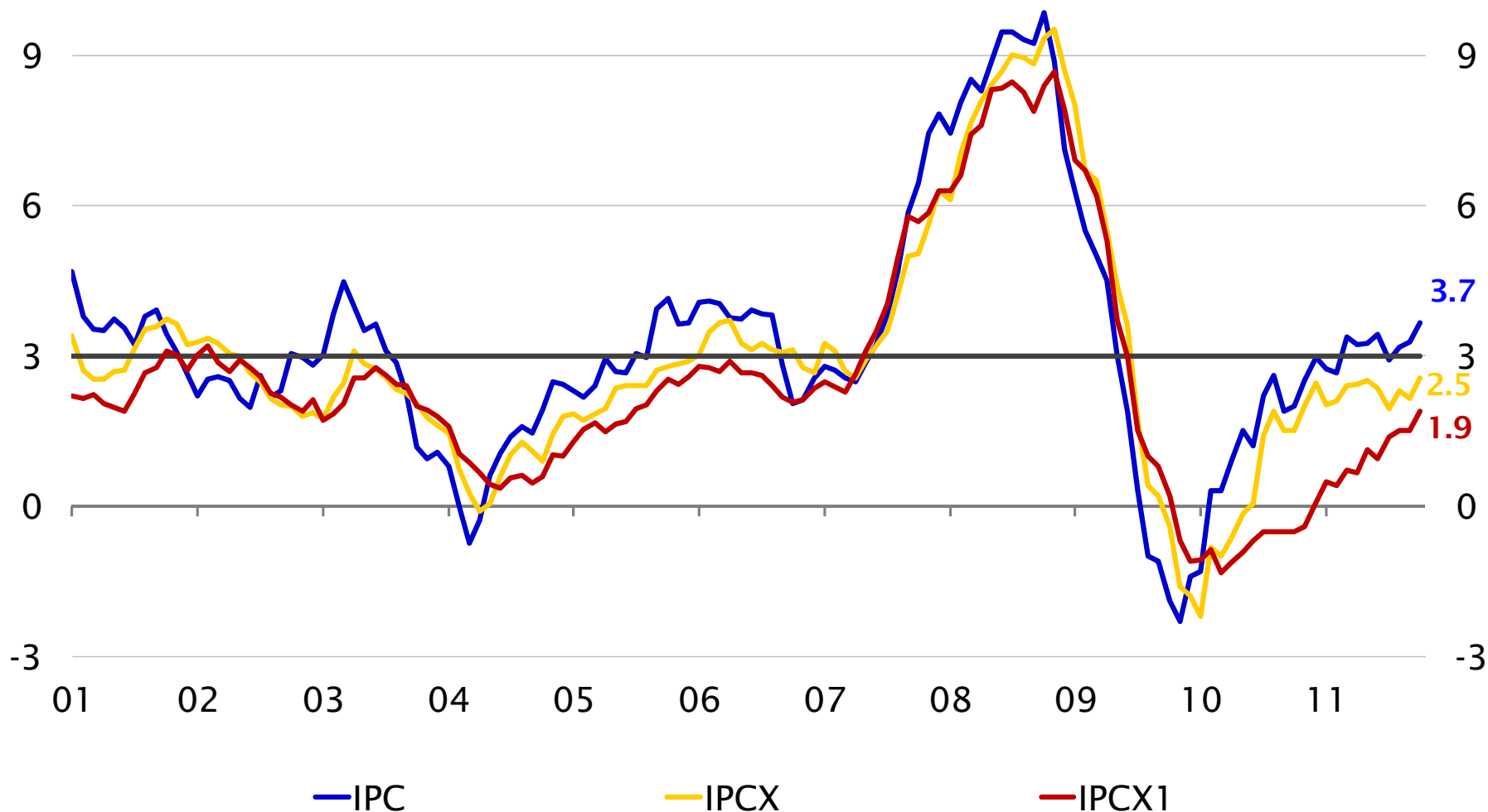
- La inflación de octubre sorprendió por lo alta, llevando la inflación anual al 3,7%, subiendo desde 3,3% en septiembre.
- Asociado a lo anterior, después de reducciones consecutivas en las expectativas de inflación, ayudadas por la caída en el precio de los combustibles y las alzas en la TPM, la expectativa para la inflación a diciembre de este año se corrigió al alza.
 - Sin embargo, las expectativas de inflación a uno y dos años se continúan ancladas en torno al 3%.
- El tipo de cambio ha estado muy afectado por la volatilidad externa y sus efectos sobre el apetito por riesgo, flujos de capitales, paridad dólar euro y precio del cobre.

Las expectativas de inflación a un año o más se encuentran ancladas



(1) Los datos de la EOF corresponden a la primera quincena de cada mes.
Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación llegó a 3,7% anual en octubre



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Política Monetaria y Fiscal

- Con el deterioro de la situación internacional y los efectos de las alzas anteriores en la TPM, el Banco Central ha decidido mantener la tasa de política.
- En cuanto a las expectativas con respecto a la TPM, éstas apuntan a bajas que la llevarían a niveles en torno al 4,5% hacia fines del 2012.
- En cuanto a la política fiscal, los parámetros extraídos de las recomendaciones de los comités de expertos son un crecimiento potencial del 4,9% (4,8% el año pasado) y de 3,02 dólares por libra para el cobre (2,59 el año pasado).
- El proyecto de ley para el Presupuesto 2012 incluye un aumento en el gasto de 5,0% real. Este aumento en el gasto es consistente con un BCA proyectado del -1,5% del PIB.
 - La razón Gasto a PIB pasaría de 23,5% a 24,5%.

Proyecciones para el 2011 y el 2012

- En mi escenario central:
 - el crecimiento del PIB del 2011 se ubica
 - entre el 6 y 6,5% y para el 2012 en 4% con sesgo a la baja, pero si se intensifica el deterioro del entorno externo el crecimiento del 2012 sería bastante menor al 4%.
 - la inflación anual a diciembre debiera cerrar en torno al 3,5% este año y en la parte baja del rango del 3 al 3,5% el año próximo.
- 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.
 - Ayuda también la composición de las exportaciones, pero frente a una crisis mayor en Europa no hay forma de ser inmunes.

Chile: Proyecciones Macroeconómicas (variación porcentual anual, %)

	2010	2011				2012				2013
		BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE	
PIB	5.2	(6.25-6.75)	6.3 (5.6; 6.6)	6.5	6.4 (6.0; 6.5)	(4.25-5.25)	4.4 (3.5; 5.5)	4.7	4.5 (4.0; 4.8)	4.5
Demanda Interna	16.4	9.1	-	-	-	4.5	-	-	-	-
Con. privado	10.4	8.2*	7.9	9.9	-	4.9*	5.0	5.6	-	-
Inversión total	18.8	14.4	14.0	14.1	-	7.1	8.1	9.4	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.4	-	1.1	0.5	-	-	0.1	1.3	-	1.5
Tipo Cambio (fin período)	468.4	-	504.9**	516.3	505*** (480; 530)	-	517.7**	504.8	510*** (476; 532)	-
Inflación (dic-dic)	3.0	3.3	3.4 (2.4; 4.3)	3.5	3.6 (3.4; 4.0)	2.9	3.0 (2.4; 5.4)	3.4	3.0 (2.6; 3.6)	3.0
Tasa de Desempleo (%)	8.4	-	-	6.9	-	-	-	6.5	-	7.2
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.9	-1.0	-0.1 (-1.1; 1.3)	-0.7	-	-2.1	-0.8 (-3.8; 2.4)	-1.4	-	-1.7

*Se refiere al consumo total. **Corresponde a fines de Octubre del 2012. ***Corresponde a fines de Octubre del 2013.

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



El Momento Económico Internacional y Nacional

Vittorio Corbo

Centro de Estudios Públicos

15 de Noviembre del 2011