

## Momento Económico Internacional y Nacional

Vittorio Corbo

Centro de Estudios Públicos

17 de Enero del 2013

## 1. La Crisis Europea: Desarrollos Recientes y Perspectivas

# La Crisis Europea

## La crisis europea se estabiliza

- En los últimos meses, las tensiones financieras en Europa se han reducido significativamente.
- -Este ha sido gracias a las acciones del BCE (LTRO, comunicados y OMT), de los países periféricos y de la comunidad europea (pacto fiscal y etapas iniciales de Unión Bancaria).
- -Lo anterior, unido al aterrizaje suave de China y a las políticas monetarias expansivas en los países avanzados, mejora las expectativas económicas y favorece el apetito por riesgo.
- -Desde Julio hasta ahora, los rendimientos de los bonos a 10 años de Italia y España cayeron más de 200 pbs., los precios de las acciones europeas subieron más del 25% y su volatilidad cayó.
- -En paralelo, los *spreads* de los bonos de países emergentes han caído más de 100 pbs. y varios países en desarrollo han accedido por primera vez en la historia a los mercados de deuda.

# La Crisis Europea

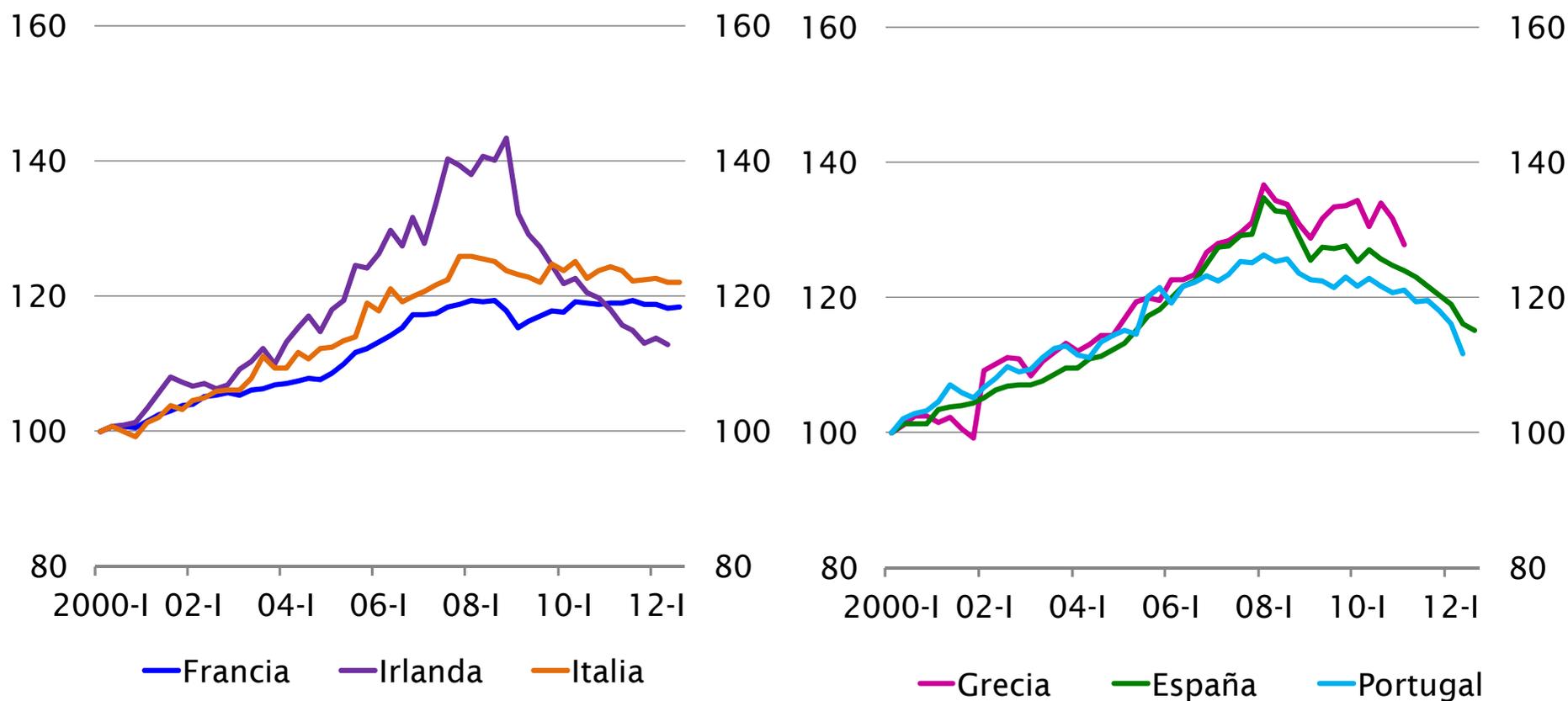
Pero la situación aún es frágil

- Con todo, aunque ha habido un gran avance, queda mucho trabajo pendiente para descartar un recrudecimiento de la crisis:
  - (1) Los países periféricos tienen que fortalecer las reformas para mejorar su competitividad (laborales, competencia y consolidación fiscal) y el BCE y Alemania tienen que proveer estímulos macro;
  - (2) Los líderes europeos tienen que seguir avanzando en la Unión Bancaria y en la capitalización de la banca para reactivar el mercado del crédito;
  - (3) España tiene que completar el saneamiento de sus cajas e Italia tiene que ser capaz de acelerar reformas pro-competitividad;
  - (4) España e Italia tienen importantes necesidades de financiamiento en el 2013 que los deja muy expuestos y los puede obligar a recurrir a los fondos de rescate y al programa de OMT del BCE;
  - (5) Los altos costos en términos de desempleo y bienestar pueden poner en peligro los procesos de ajuste y la estabilidad lograda.

# La Crisis Europea

## Evolución de los Costos Laborales Unitarios en la Zona Euro

Evolución de los Costos Laborales Unitarios Relativo a Alemania  
(Índice 2000'Q1=100, series desestacionalizadas)

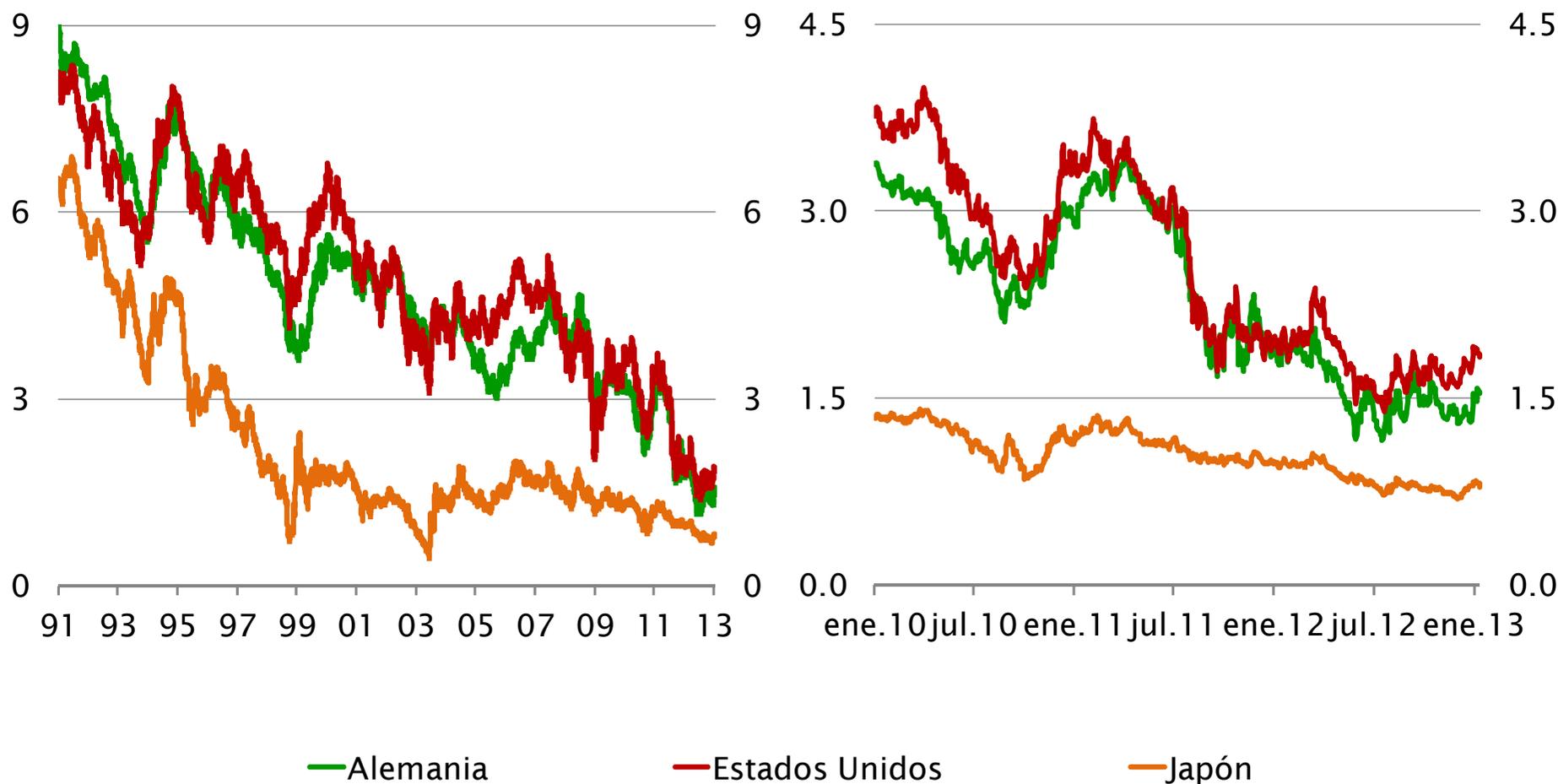


Fuente: OECD Stats.

# La Crisis Europea

Los rendimientos de bonos soberanos se recuperan pero siguen bajos

Rendimientos de Bonos de Gobiernos a 10 años  
(Porcentaje)

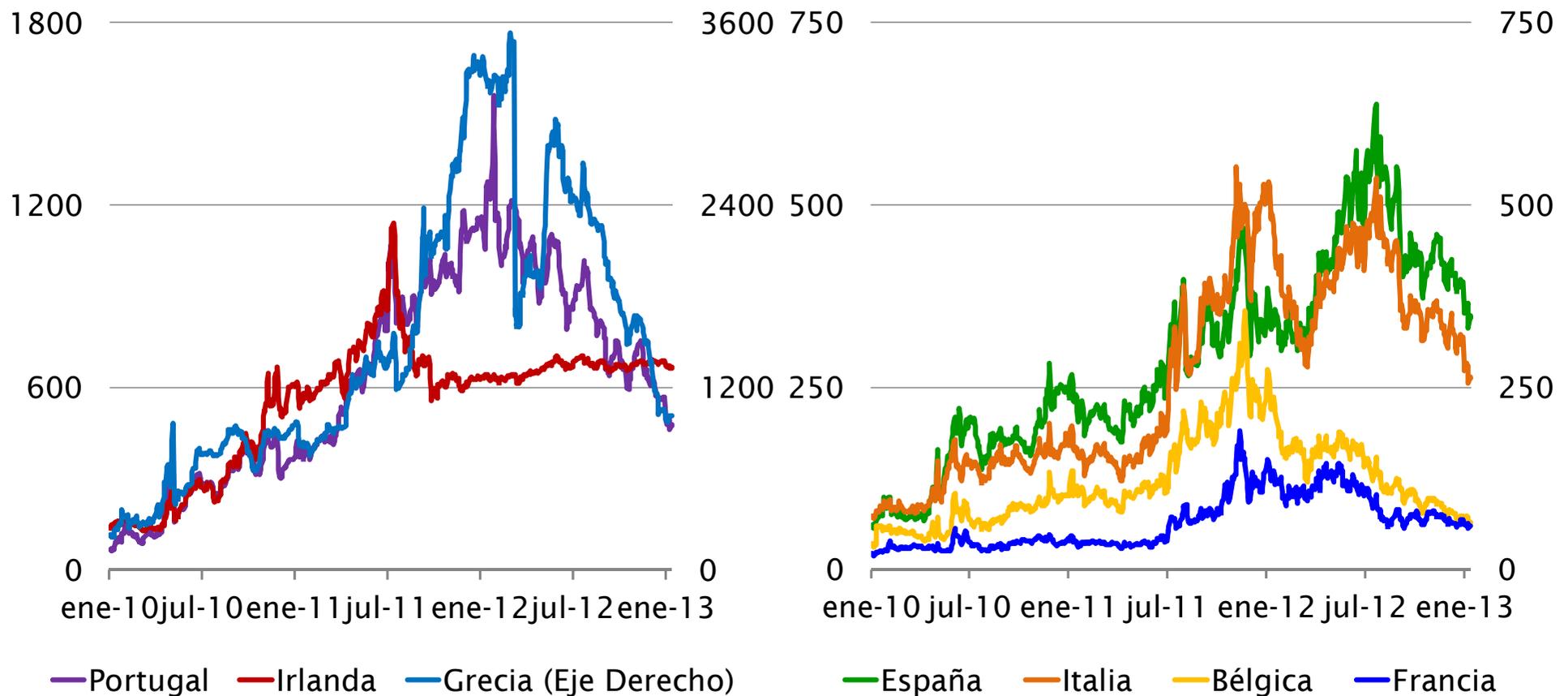


Fuente: Bloomberg, 15 de enero del 2013.

# La Crisis Europea

Spreads de bonos soberanos a 10 años se han reducido en los últimos meses

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

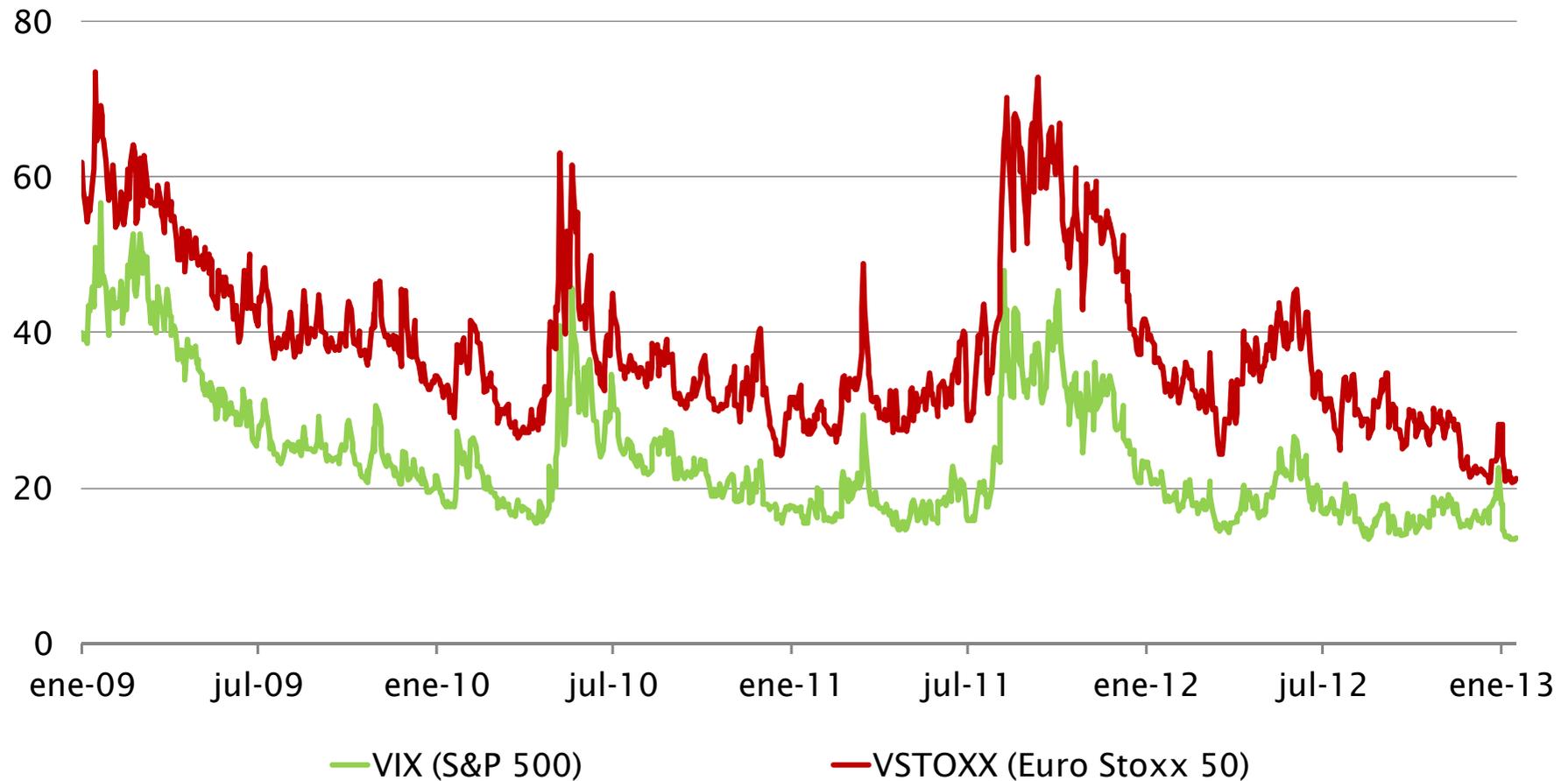


Fuente: Bloomberg, 15 de enero del 2013.

# La Crisis Europea

Niveles de volatilidad son los más bajos desde mediados del 2007

## Índice de Volatilidad VIX

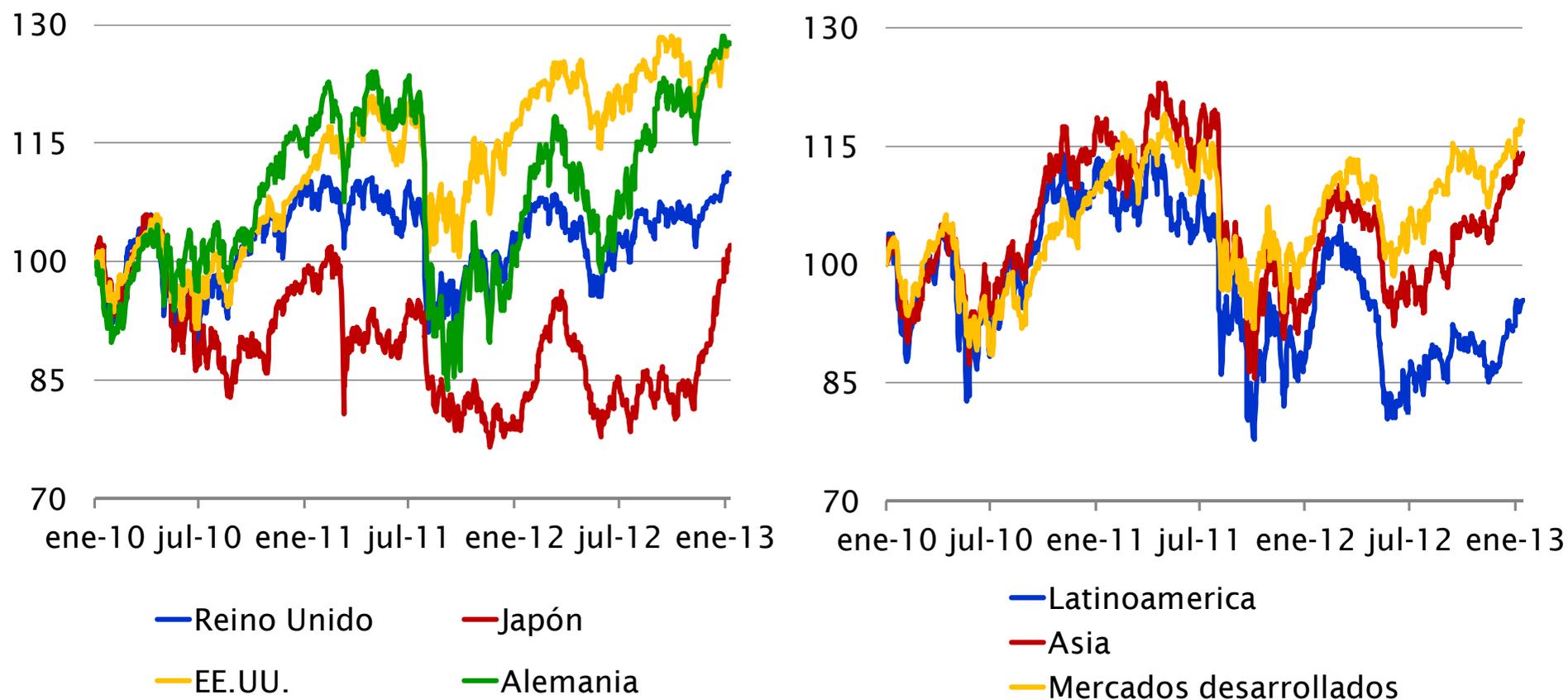


Fuente: Bloomberg, 15 de enero del 2013.

# La Crisis Europea

Los precios de las acciones se recuperan

Índices Accionarios  
(01/01/2009=100)

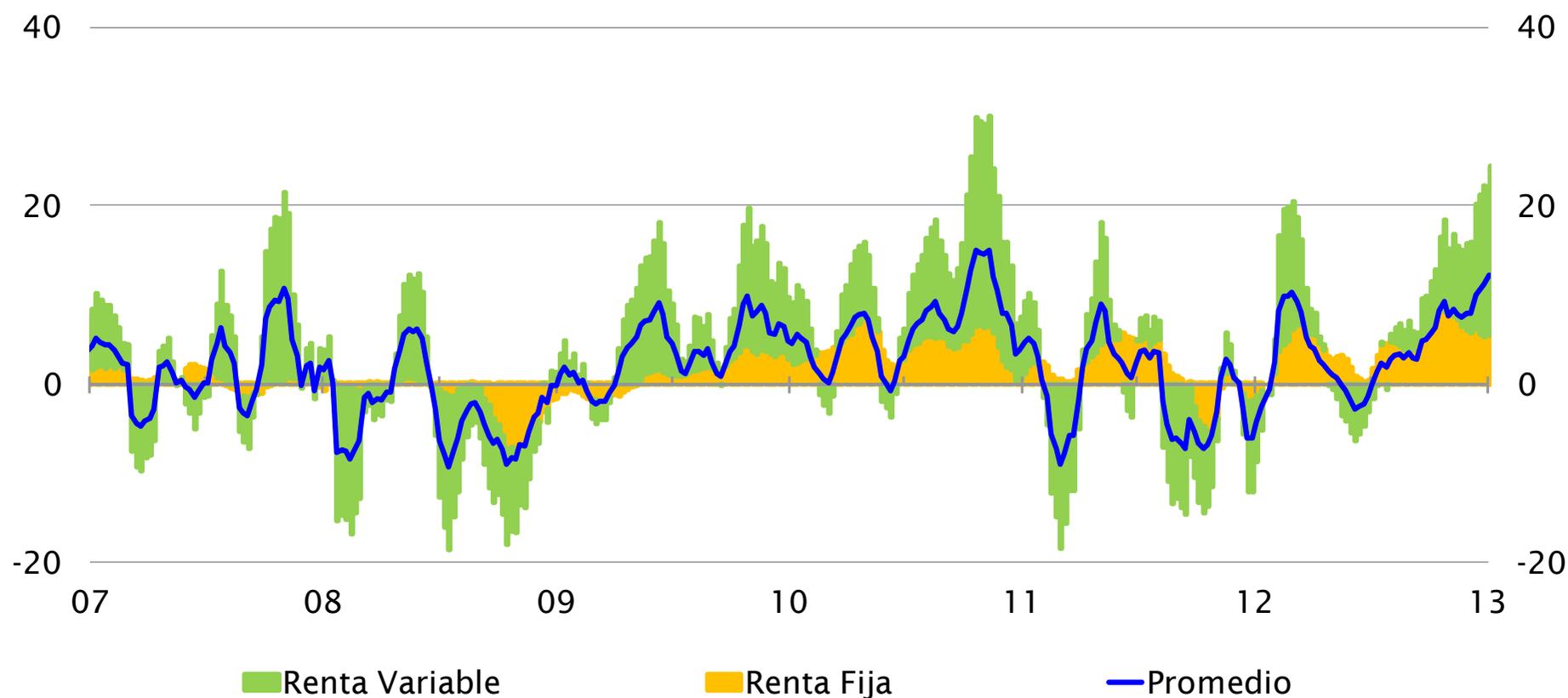


Fuente: Bloomberg, 15 de enero del 2013.

# La Crisis Europea

## Flujos netos de inversión en las EMEs se recuperan

### Flujos Netos de Inversión en EMEs (Por Tipo de Inversión)



(\*) Corresponde a fondos de inversión que se invierten en economías emergentes. Expresado en miles de millones de dólares, promedios móviles semanales acumulados en 6 semanas.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

## 2. El Crecimiento Mundial y sus Perspectivas

# La Economía Mundial

El crecimiento mundial se mantiene débil y frágil

- El crecimiento de la economía mundial se redujo en el cuarto trimestre del año pasado afectado por:
  - La incertidumbre sobre el curso de las políticas en países avanzados;
  - Los efectos de los ajustes fiscales y privados en los países avanzados;
  - Los efectos del control de los booms de crédito y de la desaceleración de los países avanzados en varios países emergentes.
- Entre los principales países avanzados:
  - En EE.UU., el crecimiento habría caído a una tasa en torno al 1% anualizado en 2012'Q4 afectado por dos fuerzas contrapuestas:
    - Por una parte, el aumento de la riqueza y la mejora del mercado laboral impulsan al consumo y el avance en el ajuste del sector inmobiliario y las bajas tasas de interés impulsan la construcción de viviendas.
    - Por otro lado, la restricción del crédito, las alzas de impuestos y la crisis europea afectan negativamente al consumo y a la inversión en M&E.
    - A lo anterior se suman los efectos del huracán *Sandy*.

# La Economía Mundial

El crecimiento mundial se mantiene débil y frágil

- La Zona Euro vuelve a la recesión, afectada por:
  - (1) El desapalancamiento de los bancos y de las familias;
  - (2) Los ajustes fiscales; y
  - (3) La incertidumbre sobre el desarrollo de la crisis.
- Japón, que tuvo un buen primer trimestre, tuvo una caída del PIB el segundo y tercer trimestres, afectado por la situación mundial y los efectos en sus exportaciones de problemas geopolíticos con China.
- En los países emergentes, los países más afectados han sido los que estaban en pleno ajuste interno cuando se intensificó la crisis europea, los BICs, y los países de Europa Central y del Este.

# La Economía Mundial

## ¿Cómo viene el 2013?

- Todo apunta a que el 2013 sería otro año de bajo crecimiento en EE.UU, la Zona Euro y Japón, aunque sería algo mejor en los países emergentes.
  - En el caso de EE.UU, los efectos de los ajustes (algo menos del 2% del PIB hasta ahora) y la incertidumbre fiscal afectarán su crecimiento en la primera mitad del año.
    - Los ajustes ya aprobados reducirían la tasa de crecimiento entre un punto porcentual y un punto y medio:
  - En Europa, la recesión de los países periféricos seguirá afectando al resto de la región.
  - Japón, sigue afectado por la desaceleración mundial y sus problemas geopolíticos con China.
    - Gobierno intenta presionar por un mayor estímulo monetario y anuncia nuevo estímulo fiscal, lo primero tiene sentido, lo segundo es muy cuestionable por su poca efectividad y por su precaria solvencia fiscal.

# La Economía Mundial

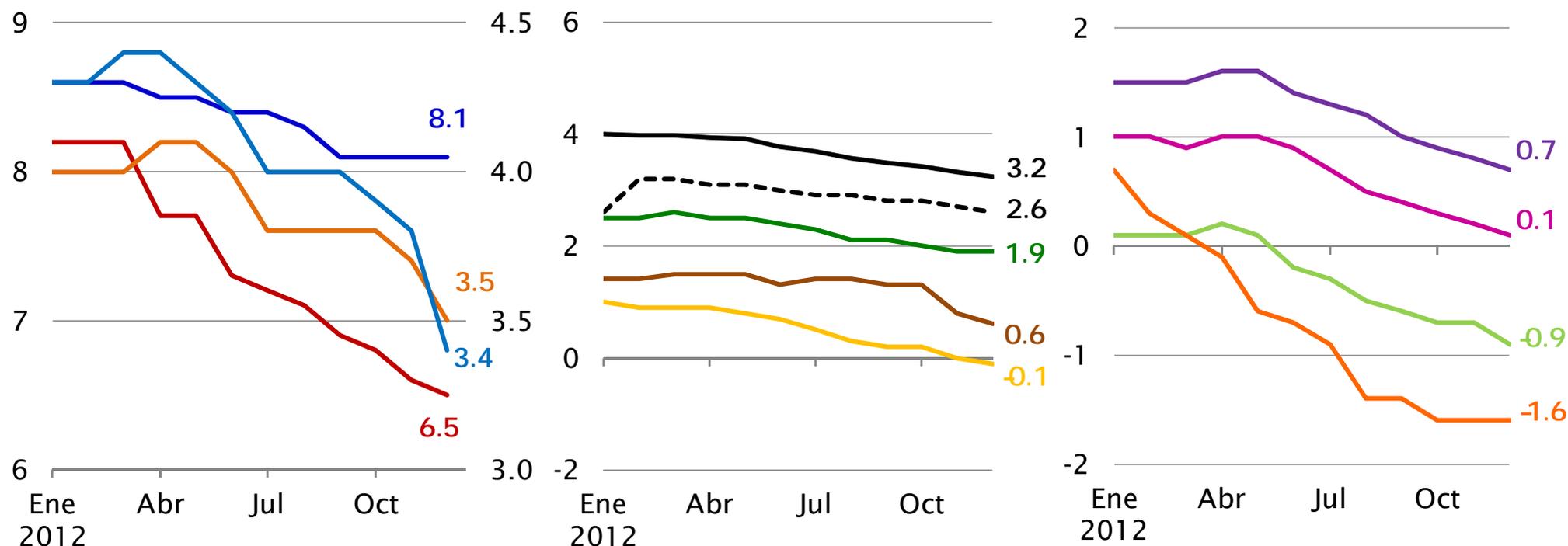
Los países emergentes debieran tener algo de más dinamismo

- China y Brasil debieran tener un año mejor que el 2012, ayudados por políticas expansivas.
  - China: con políticas fiscales y monetarias expansivas e inversión en infraestructura pública mientras su economía se reorienta hacia la demanda interna y los servicios.
  - Brasil: con reducción de impuestos al trabajo, rebajas diferenciadas de impuestos e inversión en infraestructura.
- India comienza a enfrentar sus problemas estructurales: competencia, acceso de la inversión extranjera, reforma de empresas públicas, infraestructura y reforma financiera.
- El resto de Asia Emergente se beneficiará del crecimiento de China y de la mejor situación financiera internacional.
- Dado el bajo el crecimiento proyectado para los países avanzados, este es el momento para que los países en desarrollo intensifiquen reformas para aumentar su crecimiento potencial.

# La Economía Mundial

Proyecciones de crecimiento para el 2013 continúan a la baja en su mayoría

Perspectivas de Crecimiento Económico para el 2013  
(Variación % del PIB Real)



- China
- A. Latina (Eje Der.)
- EE.UU.
- Mundo (PPP)
- Francia
- Alemania
- India
- Der.) Brasil (Eje Der)
- Japón
- Mundo (TCM)
- Italia
- España
- Zona Euro

Fuente: Consensus Forecasts.

# La Economía Mundial

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

	2009	2010	2011	2012				2013			
				FMI	BM	BI	CF	FMI	BM	BI	CF
Estados Unidos	-3.1	2.4	1.8	2.2 (2.0; 2.1; 1.8)	2.2	2.3	2.2 =	2.1 (2.3; 2.4; 2.2)	1.9	1.9 =	1.9 =
Zona Euro	-4.4	2.0	1.4	-0.4 (-0.3; -0.3; -0.5)	-0.4	-0.5	-0.5 =	0.2 (0.7; 0.9; 0.8)	-0.1	-0.1 =	-0.1
Japón	-5.5	4.5	-0.8	2.2 (2.4; 2.0; 1.7)	1.9	1.9 =	1.8 =	1.2 (2.4; 1.7; 1.6)	0.8	0.7	0.6
Asia (ex-Japón)	6.1	9.7	7.4	6.4 (6.4; 6.9; 6.7)	n.d.	6.0 =	6.2 =	6.8 (7.0; 7.5; 7.3)	n.d.	6.6 =	6.7
China	9.2	10.4	9.2	7.8 (8.0; 8.2; 8.2)	7.9	7.7 =	7.7 =	8.2 (8.5; 8.8; 8.8)	8.4	8.0 =	8.1 =
India	5.9	10.1	6.8	4.9 (6.1; 6.9; 7.0)	5.1	5.0 =	5.5	6.0 (6.5; 7.3; 7.3)	6.1	6.4 =	6.5
América Latina	-1.5	6.2	4.5	3.2 (3.4; 3.7; 3.6)	3.0	2.7 =	2.7	3.9 (4.2; 4.1; 3.9)	3.5	3.5	3.5
Brasil	-0.3	7.5	2.7	1.5 (2.5; 3.0; 3.0)	0.9	1.0 =	1.1	4.0 (4.6; 4.1; 4.0)	3.4	3.3 =	3.4
México	-6.0	5.6	3.9	3.8 (3.9; 3.6; 3.5)	4.0	3.8 =	3.9 =	3.5 (3.6; 3.7; 3.5)	3.3	3.4 =	3.5 =
Mundo (PPP)	-0.6	5.1	3.8	3.3 (3.5; 3.5; 3.3)	3.0	3.0 =	3.1 =	3.6 (3.9; 4.1; 3.9)	3.4	3.2 =	3.3
Mundo (TCM)	-2.2	4.1	2.8	2.6 (2.7; 2.7; 2.5)	2.3	2.4 =	2.5 =	2.9 (3.2; 3.3; 3.2)	2.4	2.4	2.6
Comercio Mundial	-10.4	12.6	5.8	3.2 (3.8; 4.0; 3.8)	3.5			4.5 (5.1; 5.6; 5.4)	6.0		

Fuente: Consensus Forecasts, Diciembre 2012; Asia Pacific CF Diciembre 2012; Latin America CF, Diciembre 2012; FMI: WEO, Octubre 2012; y en paréntesis Update Julio 2012, WEO Abril 2012 y Update Enero 2012, respectivamente; Banco Mundial: Global Economic Prospects, Enero 2013; Bancos de Inversión: J.P.Morgan; Barclays Capital y Deutsche Bank.

# La Economía Mundial

## Riesgos de la Economía Mundial

- Las proyecciones de crecimiento enfrentan importantes riesgos, mayoritariamente a la baja:
  - (1) Una intensificación de la crisis europea por una profundización de la recesión y por dificultades políticas para acometer reformas;
  - (2) Un ajuste fiscal en EE.UU. muy cargado al corto plazo, que lo lleve de regreso a la recesión;
  - (3) En China la reducción de la tasa de inversión y la reorientación del crecimiento hacia la demanda interna y los servicios pueden resultar más difícil que lo anticipado.
- Pero también hay riesgos al alza:
  - (1) La consolidación de la mejora en los mercados de deuda europeos, puede generar una mayor y más rápida respuesta de oferta que lo proyectado;
  - (2) Un buen acuerdo fiscal en los EE.UU. mejoraría la confianza, el empleo y la inversión.

## 3. Perspectivas de la Economía Chilena

# Perspectivas de la Economía Chilena

El dinamismo de la Economía Chilena pierde fuerza pero sigue alto

- En el 2012, Chile completó otro muy buen año, favorecido por el buen manejo macro, los buenos términos de intercambio y el bajo costo del financiamiento externo.
- Sin embargo, este dinamismo esconde una situación muy distinta entre los sectores transables no mineros y los sectores no transables y la minería.
- En el agregado el PIB creció a una tasa anualizada del 5,7% en Q3, pero el crecimiento ha perdido dinamismo en el margen.
  - El IMACEC de noviembre creció 5,5% anual, pero el trimestre móvil Sep-Nov, ajustado por estacionalidad y días trabajados, creció sólo un 3,7% anualizado.
  - Los sectores de mayor dinamismo han sido los más ligados a la demanda interna (comercio, construcción y servicios) y, en los últimos meses, la minería.
  - La industria cayó 0,3% anual en el tercer trimestre, aunque mostró un leve repunte en octubre y noviembre.

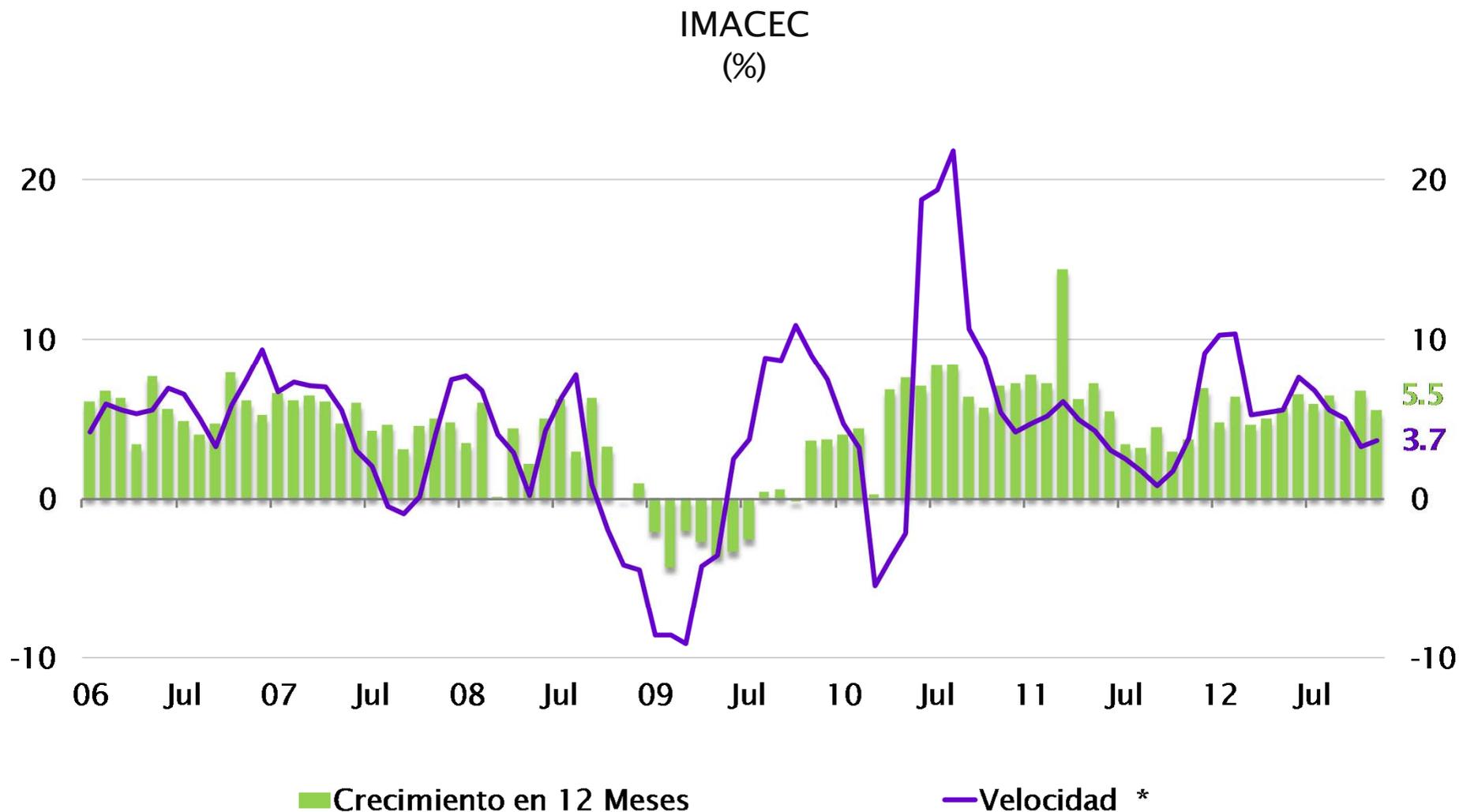
# Perspectivas de la Economía Chilena

## La demanda interna se mantiene dinámica

- La demanda interna se mantiene dinámica y crece más que el PIB, apoyada por buenos términos de intercambio, bajo desempleo y expectativas favorables.
  - Se prevé que el consumo se seguirá expandiendo, aunque con algo menos de fuerza por menor crecimiento de la masa salarial real y un menor dinamismo del crédito.
- Por su parte, la inversión aceleró su dinamismo en el tercer trimestre.
  - El componente de maquinarias y equipos registró un fuerte repunte al crecer 19,9% anual, mientras que construcción y otras obras creció 8,8%. Se espera que la inversión siga creciendo más que el consumo.

# Perspectivas de la Economía Chilena

El IMACEC creció 3,7% anualizado en el trimestre Septiembre - Noviembre

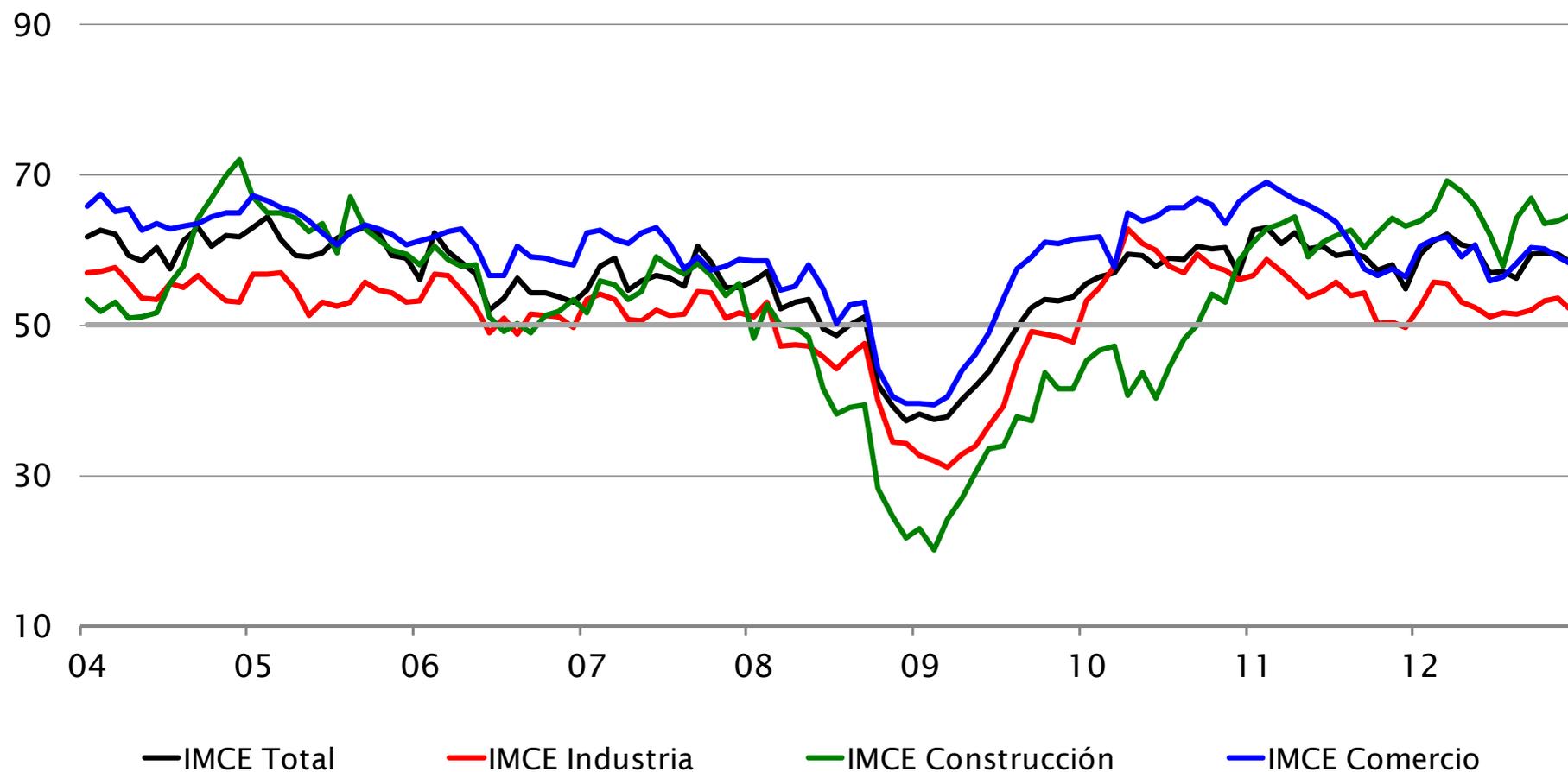


\* Tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.  
Fuente: Banco Central de Chile.

# Perspectivas de la Economía Chilena

IMCEs (exc. Constr.) caen pero se mantienen en terreno optimista en Dic.

Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE\*)



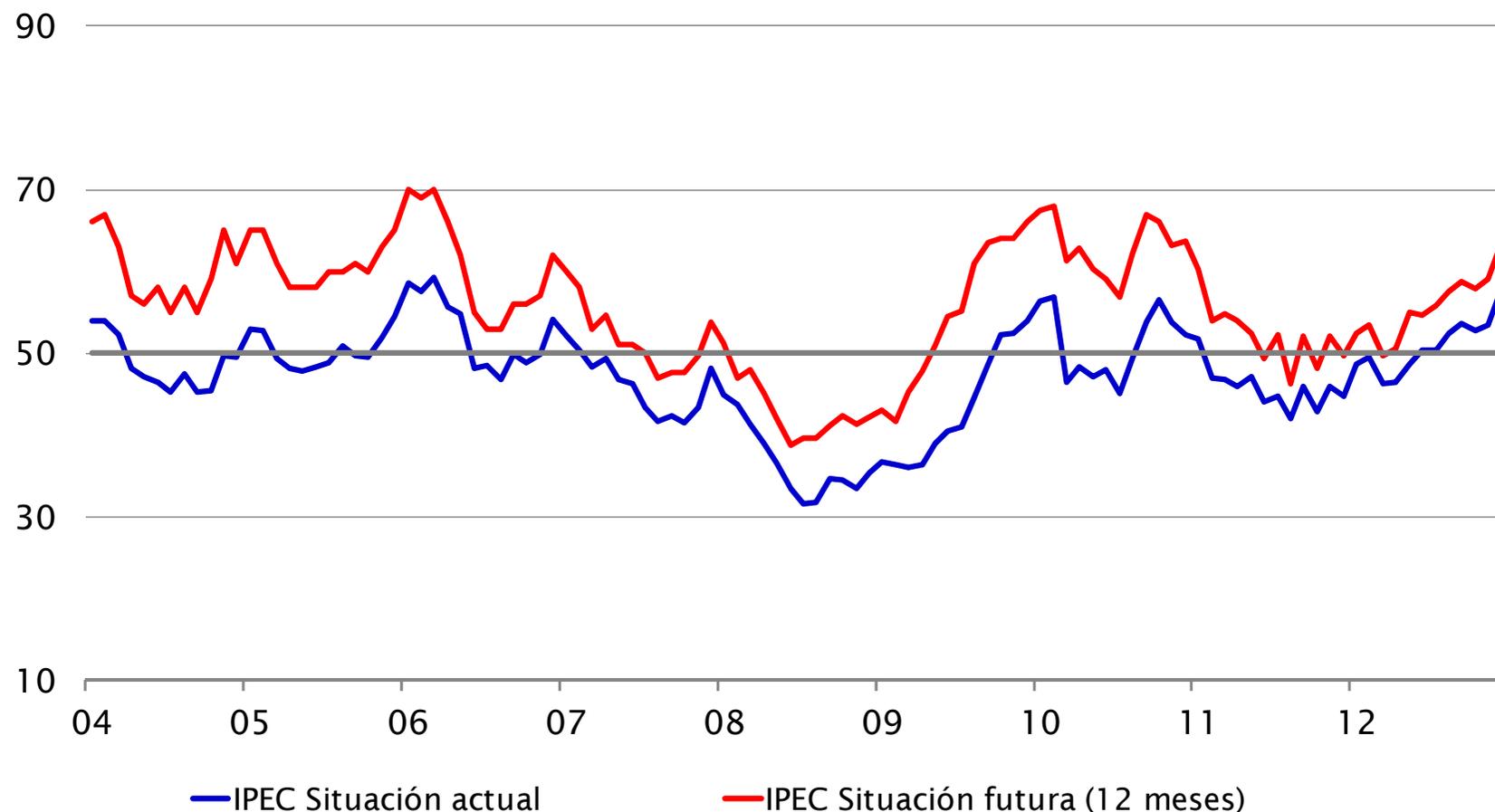
(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuente: ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

# Perspectivas de la Economía Chilena

Las expectativas de consumidores continúan mejorando en diciembre

## Índice de percepción de la Economía (IPEC \*)



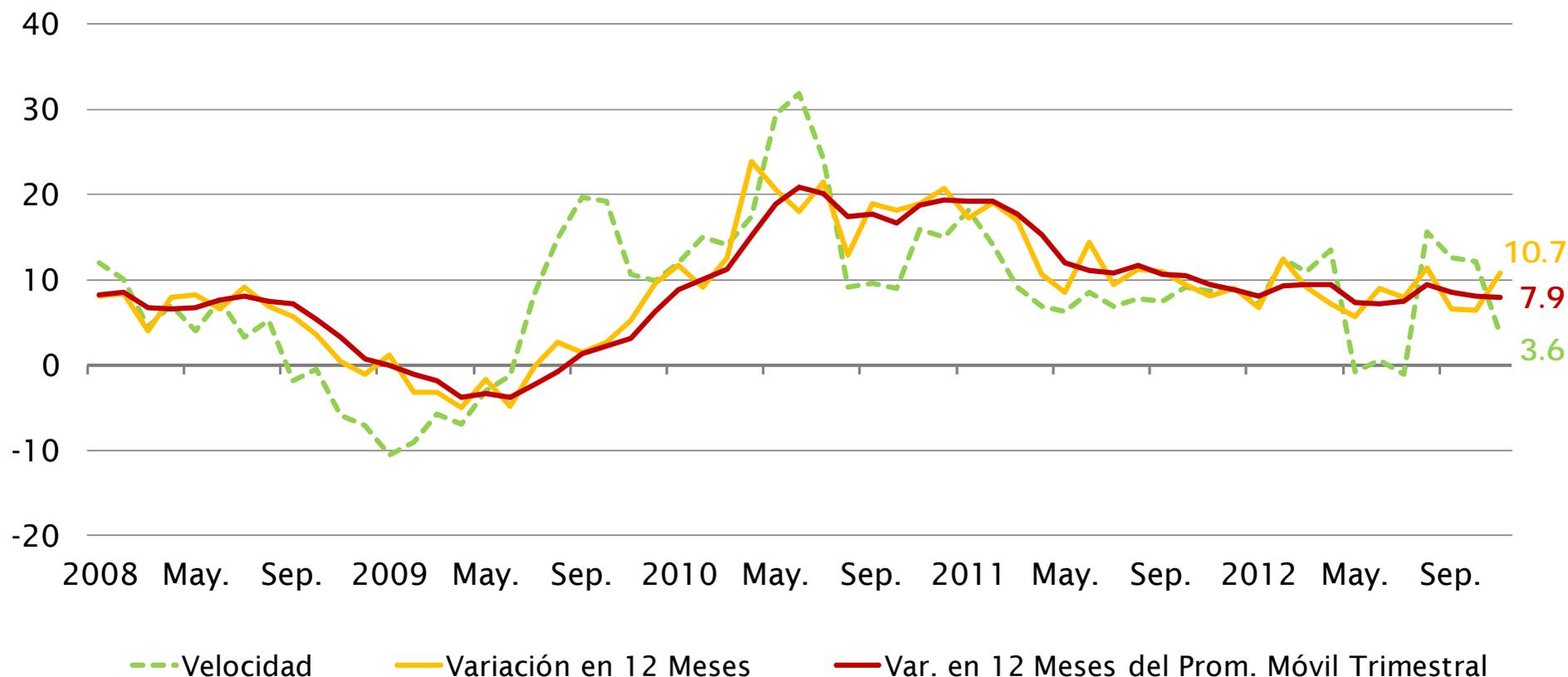
(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Adimark.

# Perspectivas de la Economía Chilena

## Ventas minoristas pierden dinamismo en el margen

### Índices de Ventas Reales del Comercio Minorista (variación %)

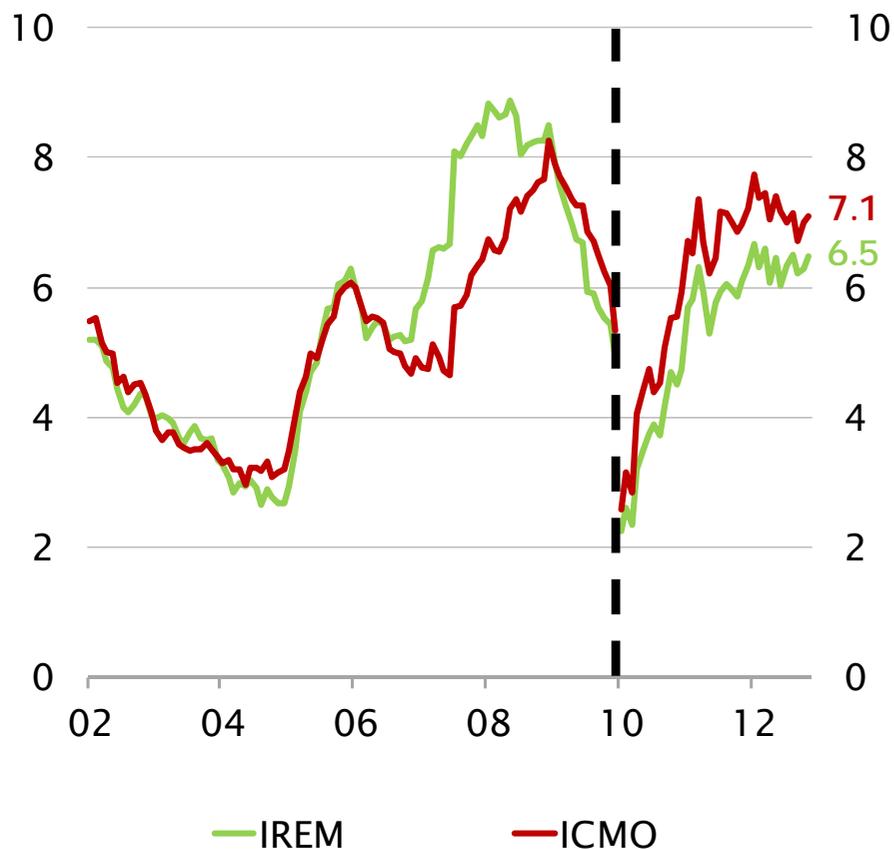


Velocidad: Tasa de variación trimestral anualizada de la serie desestacionalizada.  
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

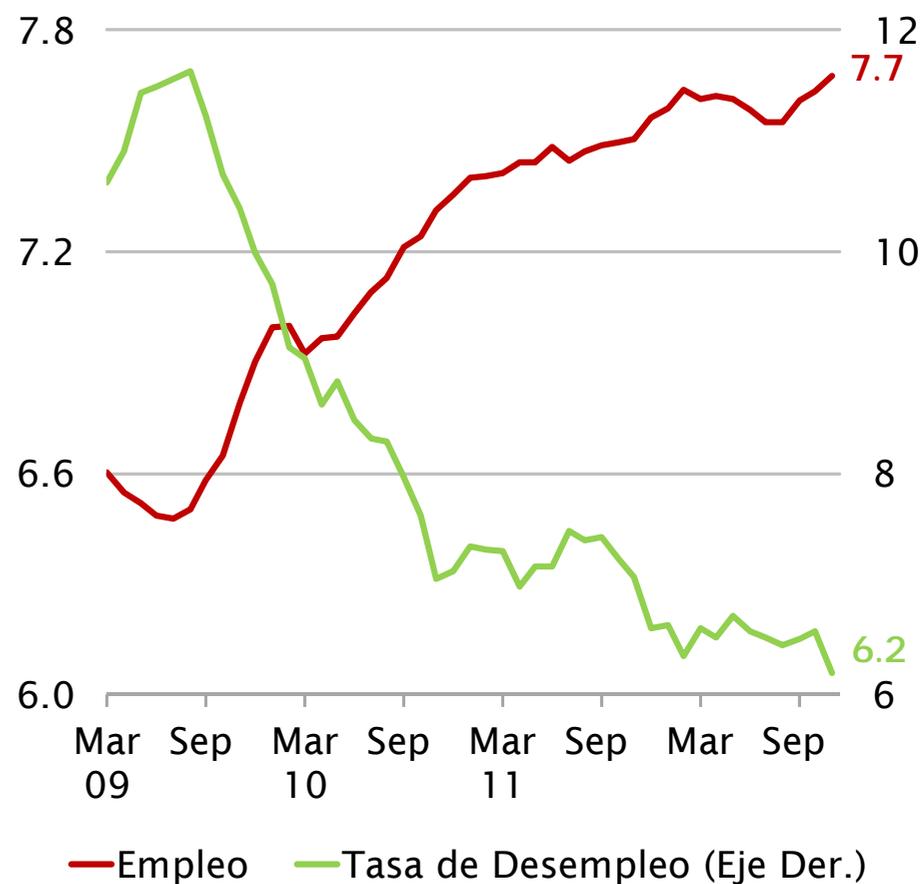
# Perspectivas de la Economía Chilena

## Mercado Laboral se mantiene estrecho

Salarios nominales (\*)  
(variación anual, porcentaje)



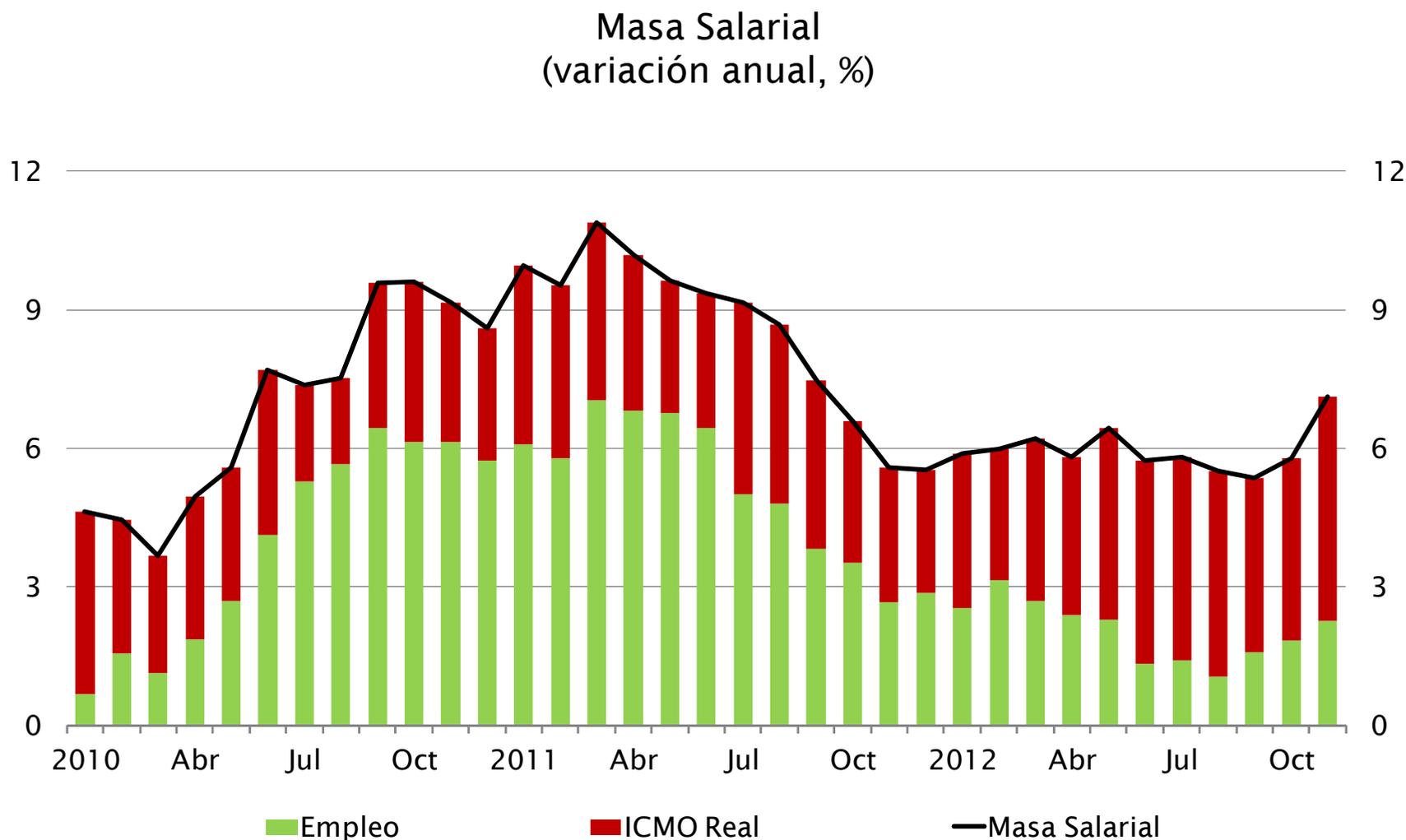
Empleo y Tasa de Desempleo - INE  
(millones de personas; porcentaje)



(\*) 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.

# Perspectivas de la Economía Chilena

Aumento en los salarios reales mantiene el crecimiento de la masa salarial

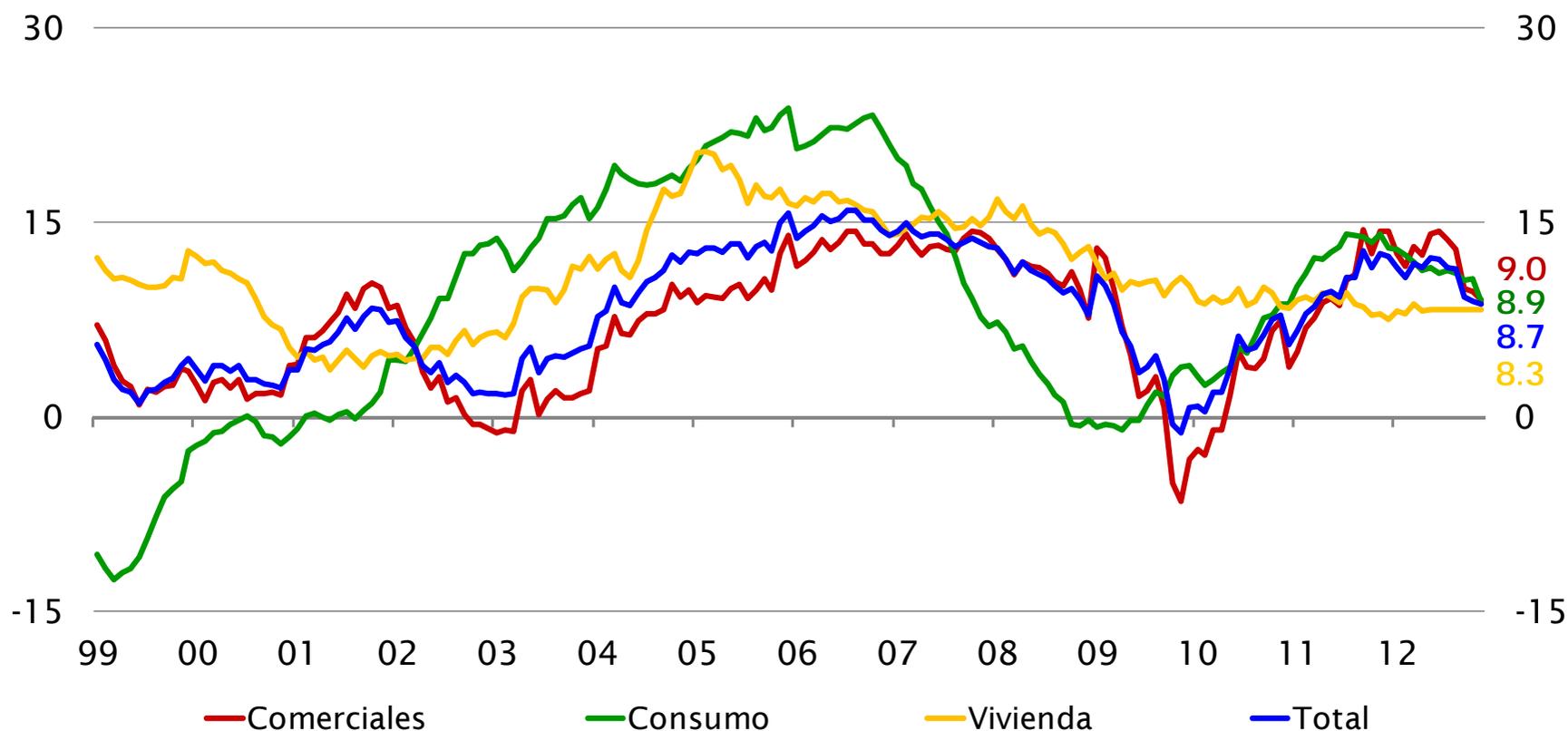


Fuente: INE.

# Perspectivas de la Economía Chilena

Crecimiento de las colocaciones reales se desacelera en los últimos meses

Colocaciones Reales  
(variación en 12 meses, %)



Fuente: SBIF.

# Perspectivas de la Economía Chilena

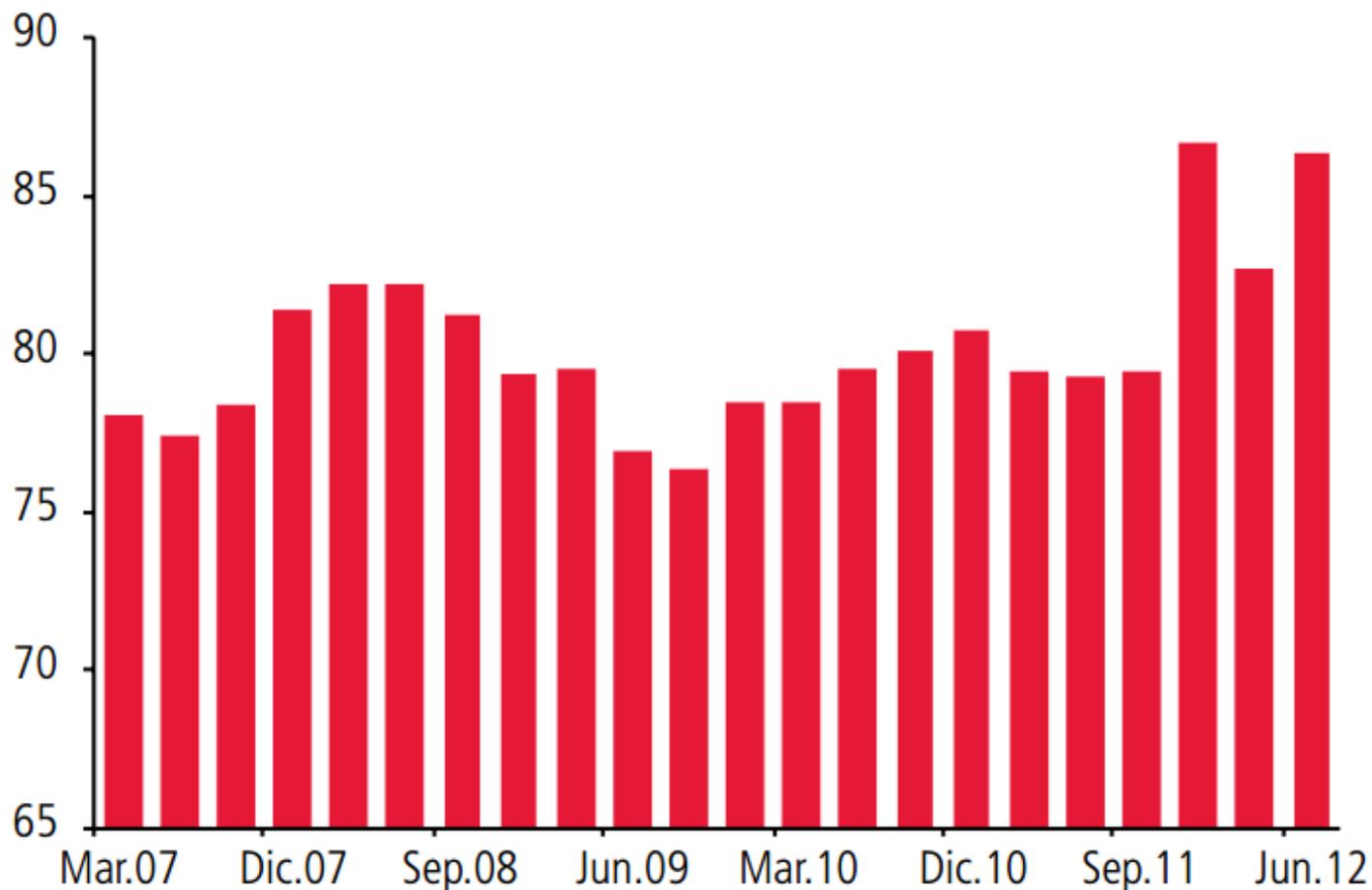
## Boom o burbuja inmobiliaria

- Se ha comenzado a activar la discusión sobre la creación de una eventual burbuja inmobiliaria.
- El Banco Central ha estado advirtiendo los quiebres estructurales en los índices de precios de viviendas en varias comunas e iniciado una intervención verbal.
- Aunque el crecimiento del crédito hipotecario se ha mantenido alrededor del 8% promedio real anual en lo que va del año, preocupa el alza en la relación de deuda a garantía hipotecaria.
- Última encuesta del Banco Central muestra que los bancos han oído el mensaje restringiendo la oferta de crédito a inmobiliarias y a empresas constructoras.
- Si esto muestra no ser suficiente es probable que se complemente con regulación micro y macro prudencial.

# Perspectivas de la Economía Chilena

La razón de deuda hipotecaria a garantía se ha elevado

Razón de deuda hipotecaria a garantía: evolución (\*)  
(%)



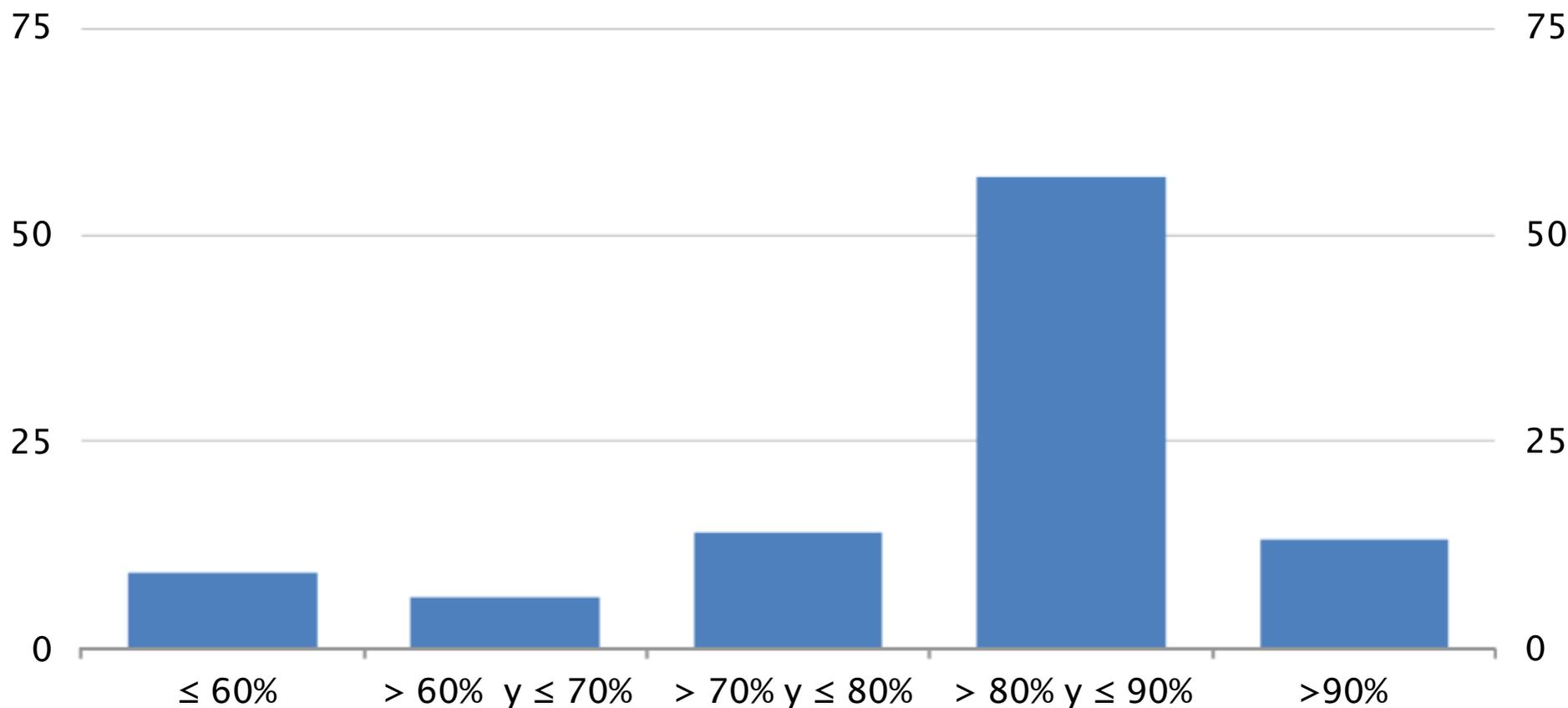
(\*) Cifras preliminares, correspondientes a nuevas operaciones cursadas en cada período.

Fuente: Banco Central de Chile, IEF, Diciembre 2012 con datos de la SBIF.

# Perspectivas de la Economía Chilena

70% de las operaciones se realizan con LTV mayor al 80%

Distribución de la razón de deuda hipotecaria a garantía  
(% de colocaciones hipotecarias) (\*)



(\*) Corresponde a la razón auto reportada por los bancos al tercer trimestre del 2012 (Encuesta de Crédito Bancario).  
Fuente: Banco Central de Chile.

# Perspectivas de la Economía Chilena

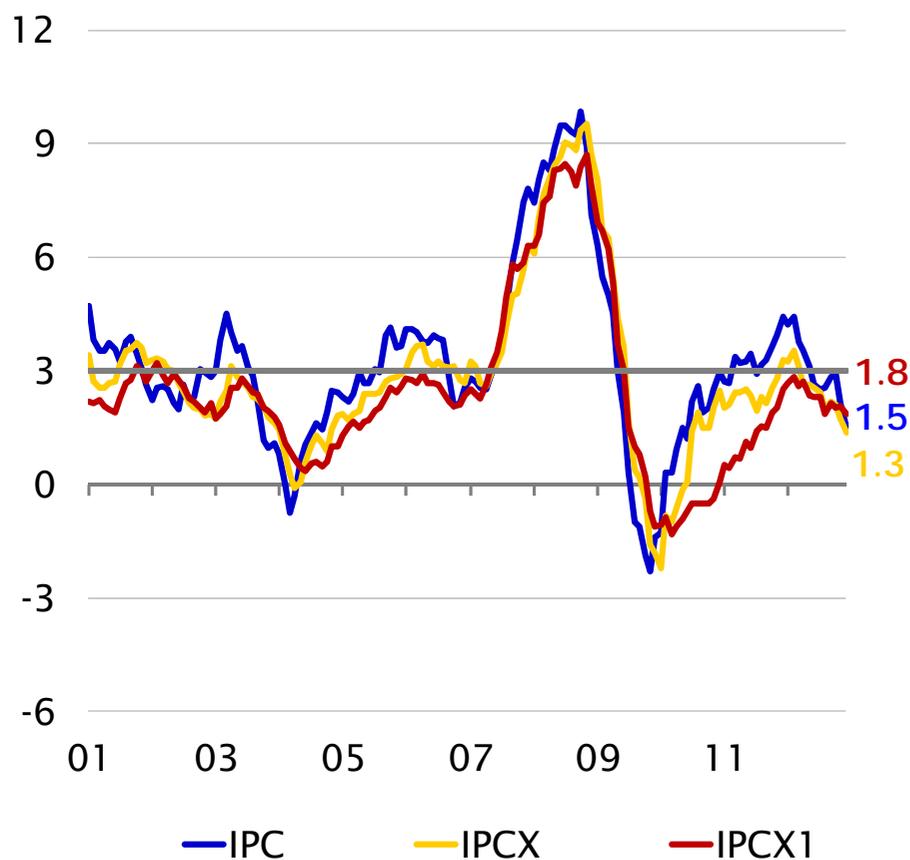
## Expectativas de inflación se mantienen ancladas

- En cuanto a la inflación, ésta se redujo desde 4,4% anual en febrero hasta 1,5% en diciembre.
- Con todo, la inflación de no transables se mantiene por sobre el 4% anual y el déficit en cuenta corriente aumenta, reflejando escasas holguras del mercado laboral y presiones de demanda.
- Existe el riesgo de que el alto dinamismo del gasto interno lleve a un sobrecalentamiento de la economía, lo que preocupa al Banco Central.

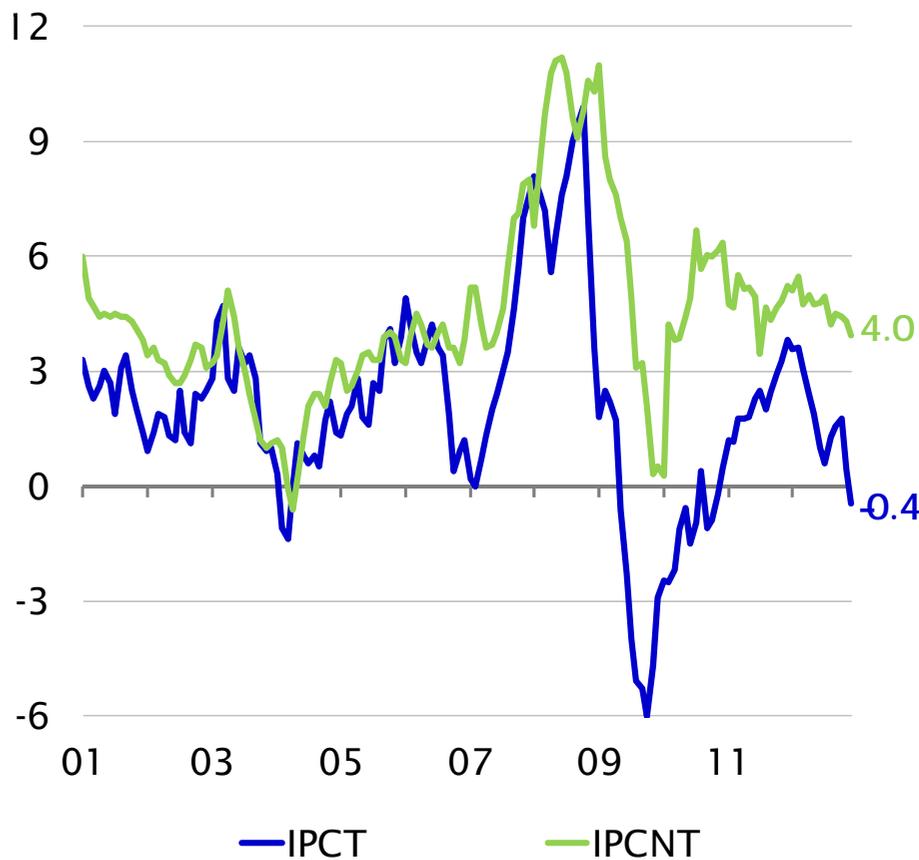
# Perspectivas de la Economía Chilena

La inflación cayó hasta 1,5% anual en Diciembre

Índices de Precios al Consumidor (variación % anual)



IPC de Bienes Transables y No Transables (variación % anual)

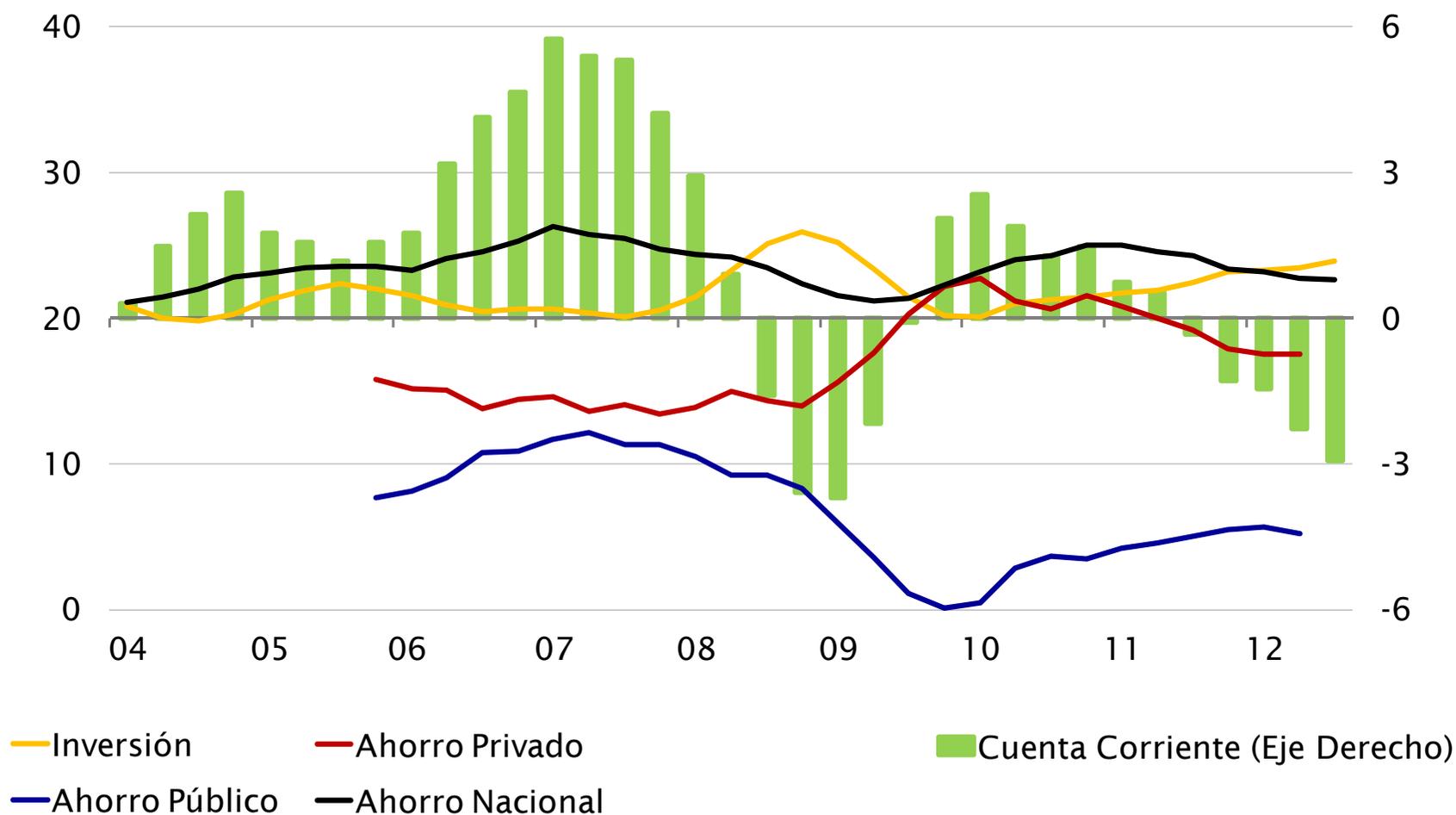


Fuente: INE.

# Perspectivas de la Economía Chilena

El saldo de la cuenta corriente se ha deteriorado continuamente desde el 2010

Cuenta Corriente, Ahorro Nacional e Inversión  
(Acumulado en un año móvil, % del PIB)

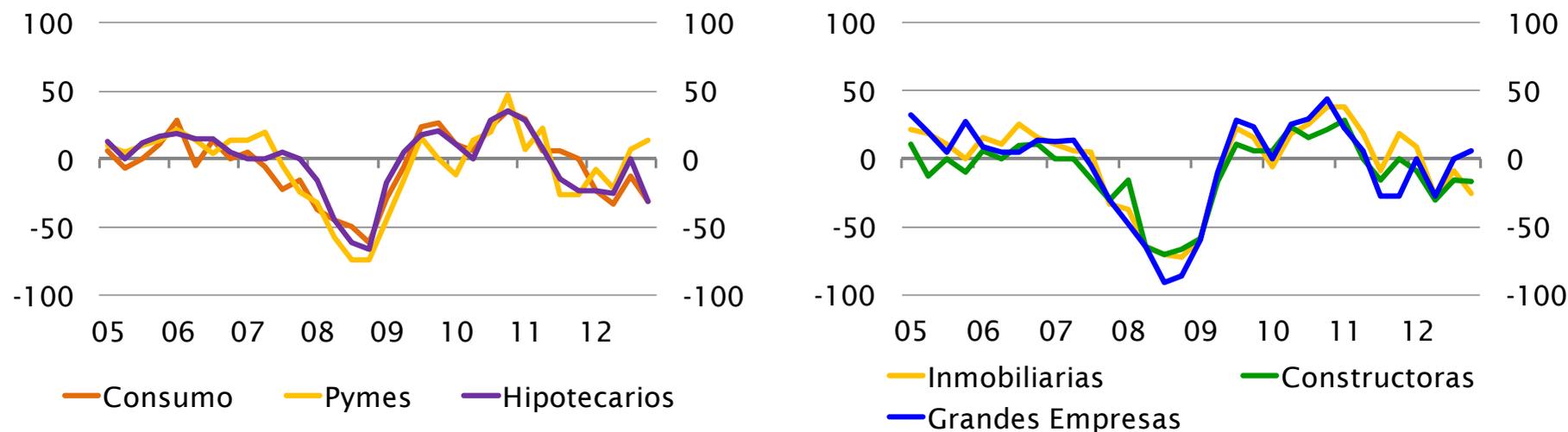


Fuente: Banco Central de Chile.

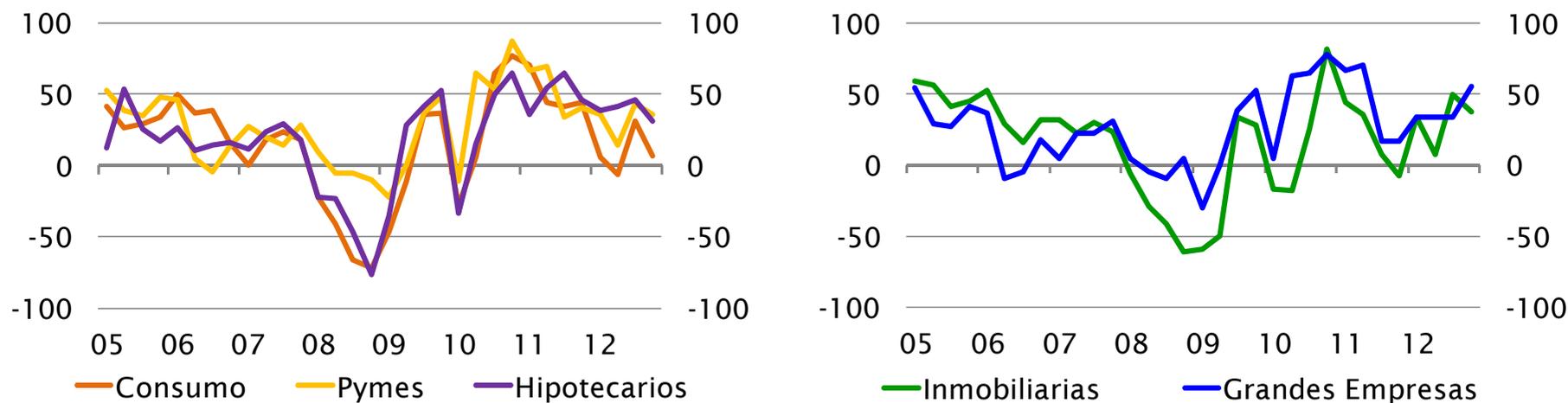
# Perspectivas de la Economía Chilena

## Oferta de crédito se volvió más restrictiva y demanda más expansiva

### Cambio en el Oferta de Crédito



### Cambio en el Demanda de Crédito



Fuente: Banco Central de Chile.

# Perspectivas de la Economía Chilena

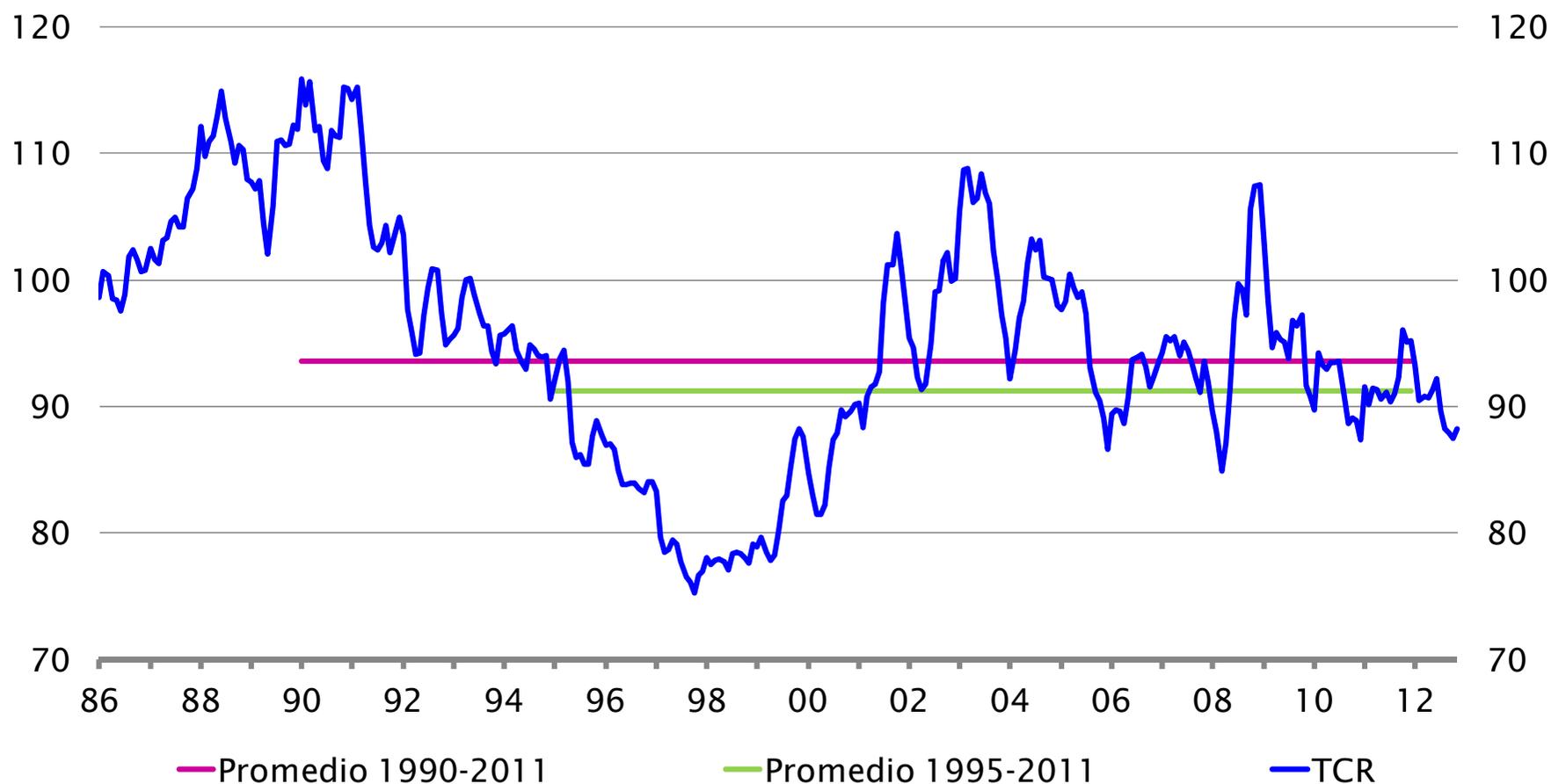
## La demanda interna se mantiene dinámica

- Con un crecimiento del gasto muy por encima del crecimiento del producto, la pregunta clave es ¿cómo desacelerar el crecimiento de la demanda interna para mantener la estabilidad macro?
  - El adelantar la meta de alcanzar un déficit estructural del 1% del 2014 al 2013, va en la dirección correcta, como también el anuncio que el gasto público habría crecido sólo un 5% real anual el 2012.
  - Con todo, la macroeconomía requiere de una meta más ambiciosa de balance estructural lo que se ve poco probable políticamente.
- Como resultado, política monetaria seguirá presionada. Dos opciones:
  - (1) Alzas de la TPM acompañada de medidas para controlar apreciación;
  - (2) Esperar a que el crecimiento del gasto se modere con menor crecimiento del crédito, menor crecimiento de la masa salarial real, menor dinamismo del crédito y efectos de la crisis internacional.
- El tipo de cambio ha seguido afectado por la volatilidad externa, la depreciación del dólar a nivel mundial y el precio del cobre.
  - A lo anterior se le agrega la presión por entrada de flujos de capitales.

# Perspectivas de la Economía Chilena

El tipo de cambio se ha visto afectado por la crisis externa

Tipo de Cambio Real  
Índice 1986=100



Fuente: Banco Central de Chile.

# Perspectivas de la Economía Chilena

## Proyecciones y riesgos

- El crecimiento del 2012 habría estado en torno al 5,5% y la inflación alcanzó un 1,5% anual.
- Mi escenario central para el 2013 es de un crecimiento del PIB entre 4 y 5% y de una inflación a diciembre en torno al 3%.
- En el corto plazo, los principales riesgos que enfrenta la economía chilena están en el entorno externo:
  - (1) con el aumento en el apetito por riesgo se pueden generar ingresos excesivos de capitales que exacerben el crecimiento del gasto, el deterioro en la cuenta corriente y la apreciación real;
  - (2) un deterioro de la crisis europea y problemas en las negociaciones fiscales en EE.UU. Con importantes efectos en crecimiento mundial;
  - (3) un aterrizaje brusco de China por sus efectos en el resto del mundo, el precio del cobre y los demás productos primarios.

# Perspectivas de la Economía Chilena

## Chile: Proyecciones Macroeconómicas (variación % anual)

	2010	2011	2012				2013			
			BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	6.1	6.0	5.5	5.5 (5.1; 5.8)	5.4	5.2 (5.0; 5.4)	(4.25 - 5.25)	4.7 (4.5; 5.4)	4.7	4.8 (4.5; 5.3)
Demanda Interna	14.8	9.4	6.6	-	-	-	5.7	-	-	-
Con. privado	10.0	8.8	5.3	5.9	5.9	-	5.5*	5.0	5.3	-
Inversión total	14.3	17.6	11.3	9.3	11.0	-	7.6	7.7	8.0	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.4	1.3	-	0.3	1.4	-	-	-0.4	1.5	-
Tipo Cambio (fin período)	468.4	521.5	-	491.4**	482.23	485** (470; 500)	-	499.9**	481.9	490** (470; 520)
Inflación (dic-dic)	3.0	4.4	1.6	1.9 (1.5; 2.6)	2.0	2.3	2.9	3.1 (2.5; 3.4)	3.2	3.0 (2.8; 3.3)
Tasa de Desempleo (%)	8.4	7.2	-	-	6.4	-	-	-	6.5	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.5	-1.3	-3.8	-3.0 (-3.8; -1.7)	-3.8	-	-4.6	-3.8 (-5.8; -1.7)	-3.4	-

\*Se refiere al consumo total. \*\*Corresponde a fines de Diciembre del siguiente año.

Nota: Proyecciones para el 2012 del PIB y de la Inflación de la EEE corresponde a Diciembre del 2012.

Fuentes: LACF: Latin American Consensus Forecasts (Diciembre, 2012), media y rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Diciembre, 2012); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCCh (Diciembre 2012 y Enero 2013), mediana, deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Enero, 2013).

## Momento Económico Internacional y Nacional

Vittorio Corbo

Centro de Estudios Públicos

17 de Enero del 2013