



CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS
www.cepchile.cl

El Momento Económico

Vittorio Corbo

21 de Enero de 2016



CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS
www.cepchile.cl

1. Perspectiva Global

Mercados accionarios han tenido fuertes correcciones a la baja

- Los mercados financieros han estado afectados por China, las acciones de la FED, la caída del precio del petróleo, y el deterioro en las perspectivas de las economías emergentes.
- China golpea al mundo con las preocupaciones sobre sus perspectivas económicas, la corrección y volatilidad de la bolsa, y la incertidumbre sobre su política cambiaria.
- Preocupación por sus perspectivas de crecimiento se asocian al lento proceso de reequilibramiento de su economía y a sus importantes desequilibrios (deuda y excesos de capacidad).

Aumenta la preocupación por China

- El ajuste de la bolsa puede deberse a la corrección de una burbuja, a una preocupación por capacidad de gestión, o a una preocupación por una mayor caída en su crecimiento.
- Incertidumbre cambiaria está asociada a los intentos de romper la atadura al dólar y reducir controles a los movimientos de capitales con un yen apreciado.
- Las caídas de la bolsa y las presiones cambiarias llevan a las autoridades a experimentar con mecanismos de control de la bolsa y del precio del yuan.
- Aunque por su tamaño, el mercado accionario no importa mucho para la economía real, su volatilidad afecta la confianza en la capacidad de gestión de las autoridades.

Aumenta la preocupación por China

- El problema cambiario es típico de ataques contra una moneda apreciada, los cuales más temprano que tarde terminan en una mayor depreciación.
- En el intertanto, aumenta la presión sobre el yuan, aumentan las salidas de capitales y la intervención cambiaria resulta en una fuerte pérdida de reservas.
- Resistencia a la depreciación surge de los riesgos al sistema financiero (alta deuda en dólares de las empresas), y a sus potenciales efectos en devaluaciones competitivas en Asia.

Aumenta la preocupación por China

- Pero también hay preocupaciones adicionales sobre China:
 - Resulta difícil medir la profundidad de desaceleración del crecimiento porque las cifras no son confiables, aunque hay señales de que la desaceleración se habría detenido.
 - Preocupa también que el programa de reformas para corregir desequilibrios y rebalancear su economía se está moviendo en forma muy lenta.

Aumenta la preocupación por China

- Con todo, China tiene herramientas para enfrentar estos problemas: una situación fiscal sólida, superávit en cuenta corriente y USD 3,3 billones de reservas internacionales.
 - A esto se agrega que la movilidad de capitales está restringida.
- Lo que necesita China es mejorar la gestión macroeconómica y confiar más en los mercados.

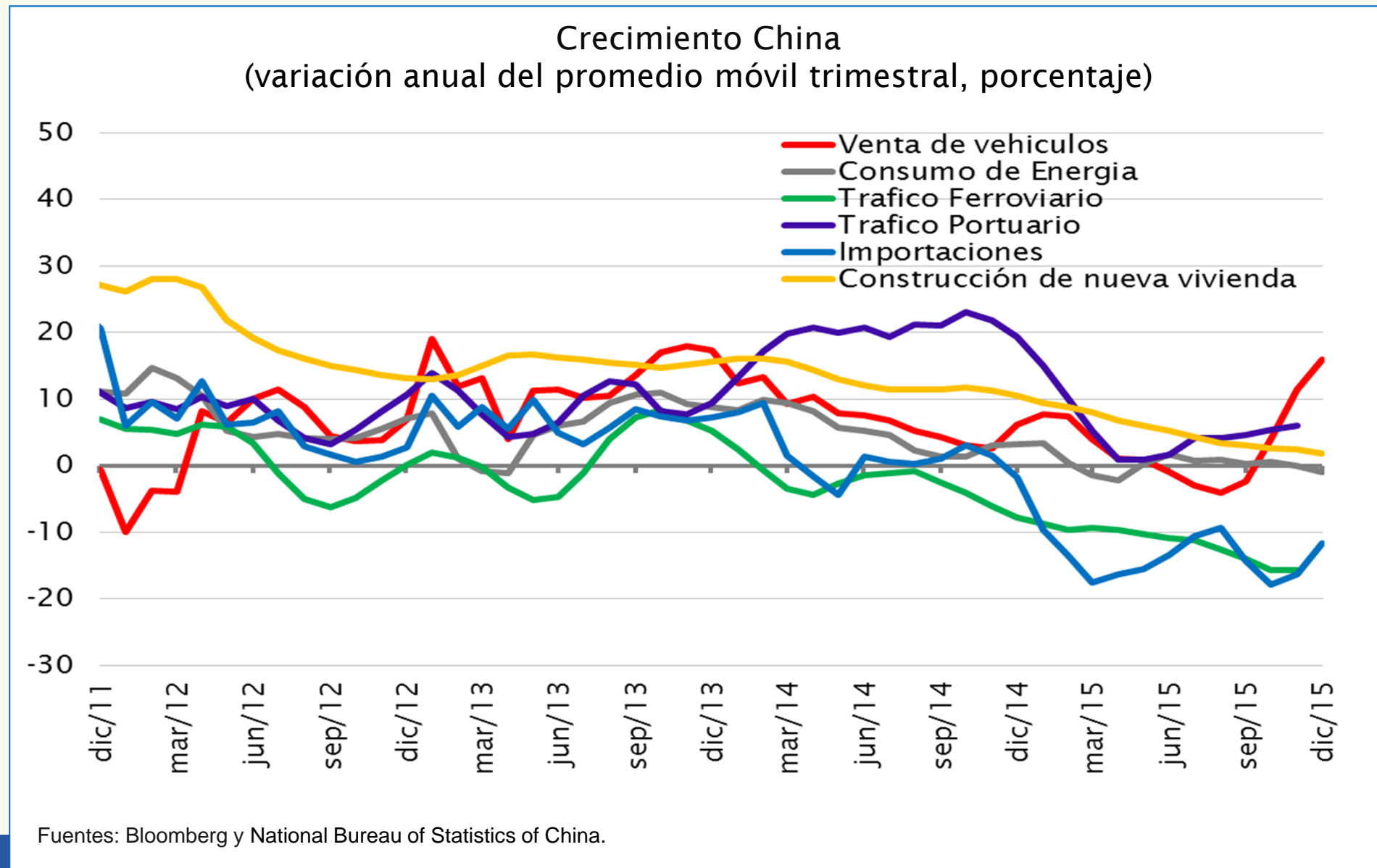
Posibles escenarios gatillados por China

- Posibles escenarios gatillados por China:
 - (1) Turbulencias con efectos acotados en la economía mundial, porque evita una depreciación mayor del yuan (80% de probabilidad).
 - (2) Un aterrizaje más brusco gatillado por quiebras asociadas a la combinación de alta deuda, desaceleración, depreciación del yuan y deflación de precios al productor (20% de probabilidad).
 - Sus efectos en países emergentes serían nuevas caídas de precios de *commodities*, salidas de capitales y depreciaciones de las monedas.
 - Los países más vulnerables son aquellos que tienen grandes desequilibrios y empresas no financieras que acumularon un alto nivel de deuda en dólares en 2010-2014.

Cifras de China muestran que la caída del crecimiento se estabiliza

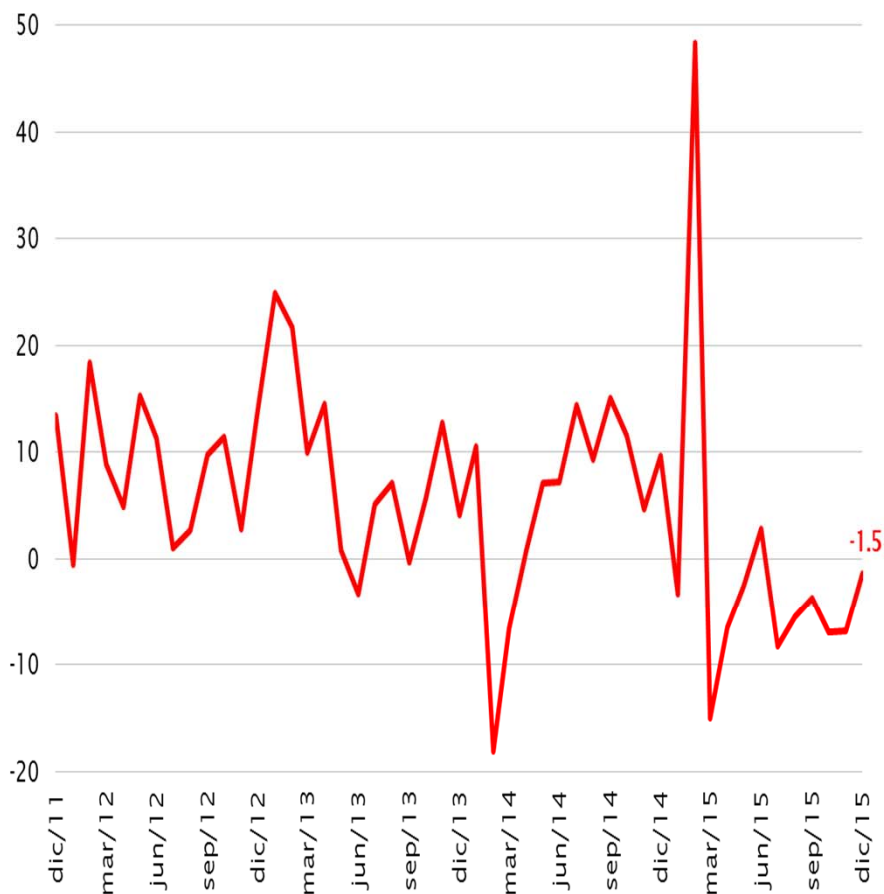
- Datos recientes, incluyendo cifras de comercio exterior, y ventas al detalle apuntan a una estabilización de la tasa de crecimiento.
- Por otra parte, la inflación del IPC sigue baja (1,6% anual) y los precios al productor siguen cayendo (-5,9% anual).
- Con todo, los PMIs anticipan un menor dinamismo hacia el futuro.

El crecimiento de China deja de perder fuerza

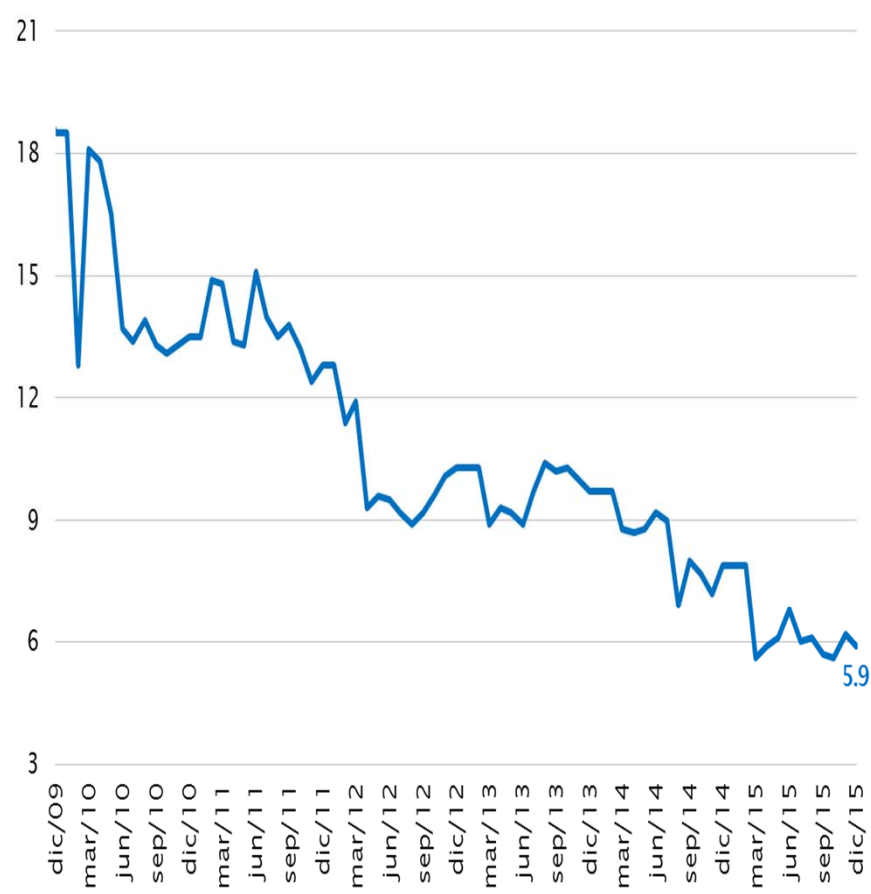


La producción industrial se desacelera, mientras las exportaciones aminoran su contracción

Exportaciones
(variación anual, porcentaje)



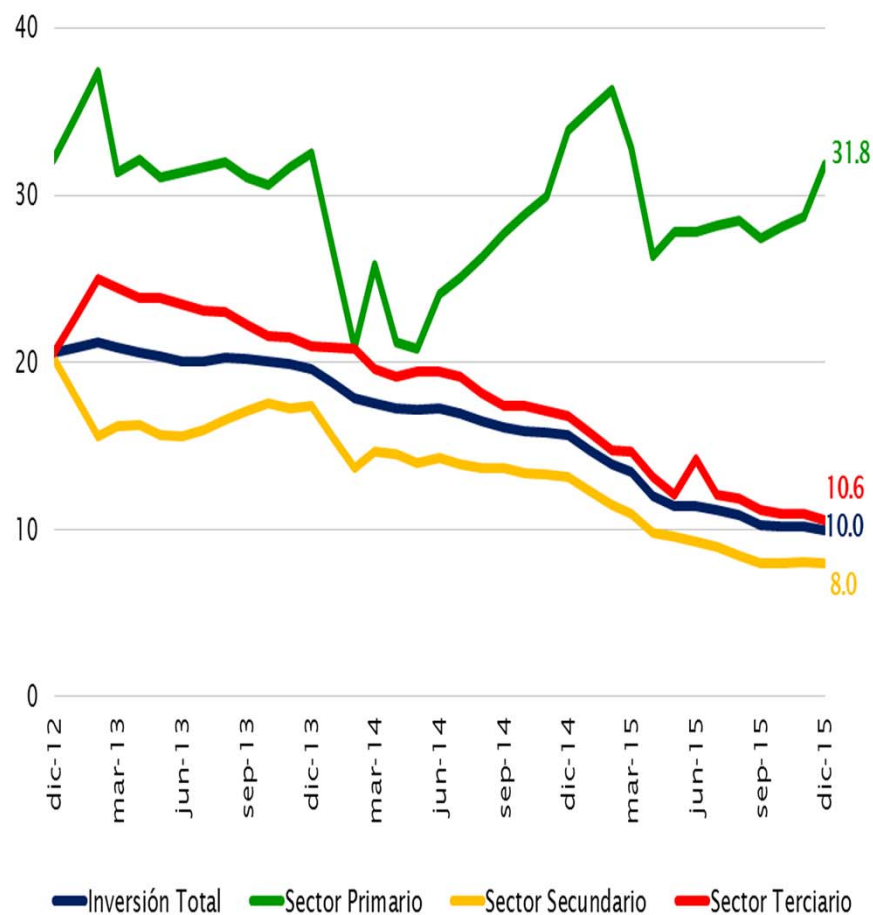
Producción Industrial
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Las ventas minoristas siguen dinámicas y la inversión reduce su desaceleración

Inversión Nominal en Activos Fijos
(variación acumulada anual, porcentaje)



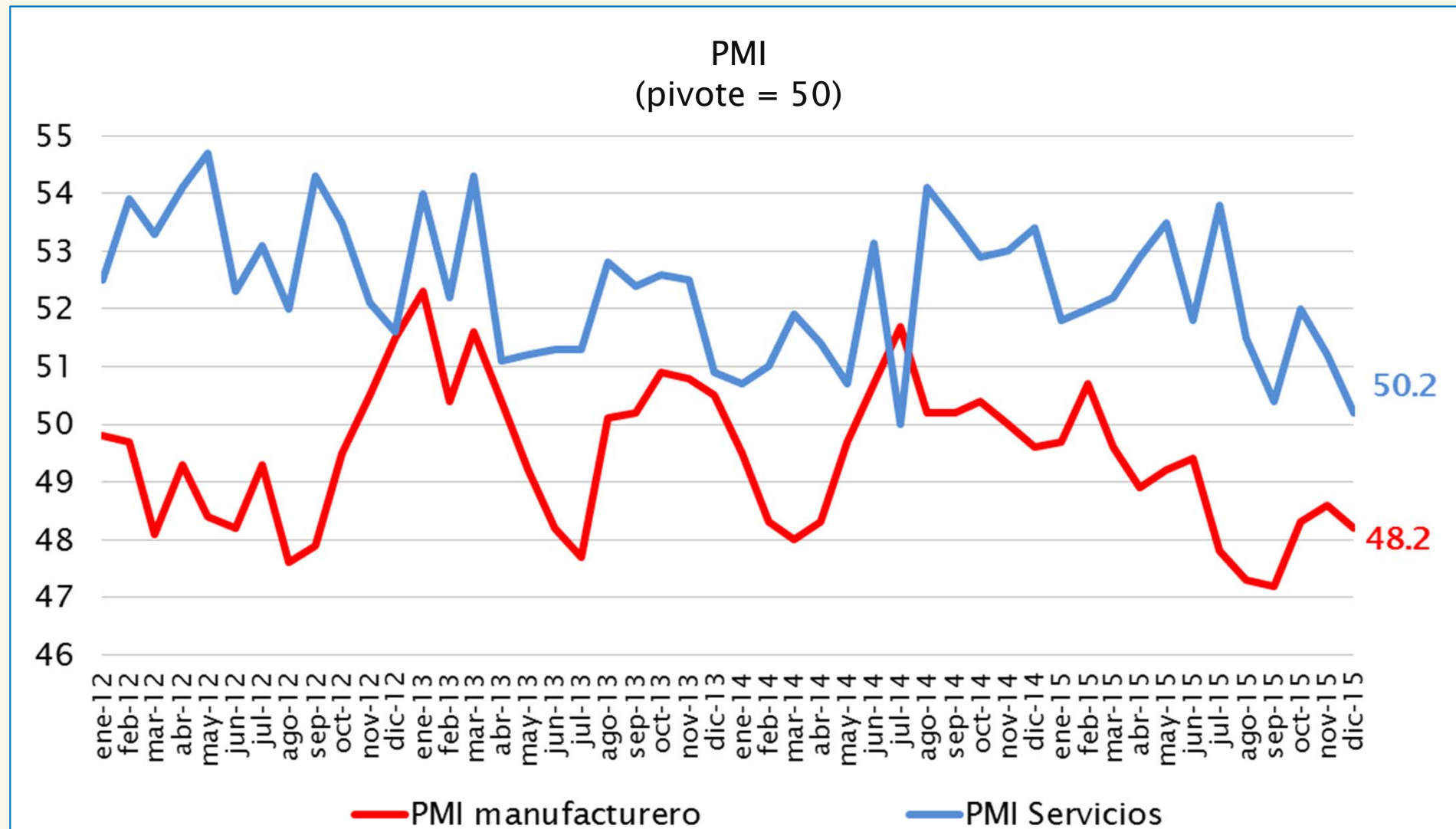
Fuente: National Bureau of Statistics of China.

Ventas Minoristas Nominales
(variación anual, porcentaje)



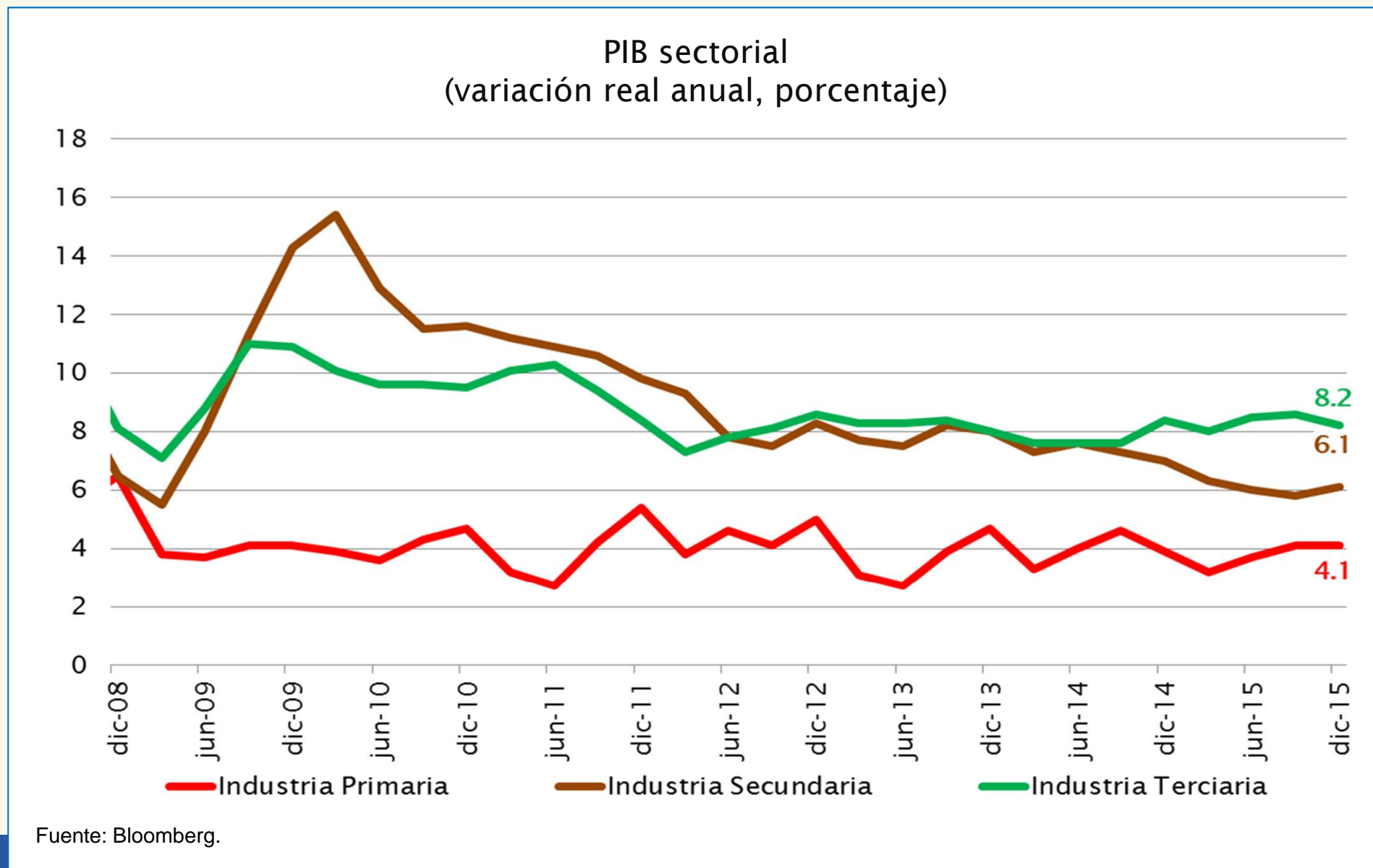
Fuente: Bloomberg.

PMIs vuelven a caer



Fuente: Markit Economics.

China: crecimiento sigue liderado por servicios



También existe incertidumbre sobre trayectoria de tasas de la FED

- La FED inició el proceso de normalización monetaria luego que la fuerte creación de empleo llevara la tasa de desempleo a 5%.
 - La discusión ahora se centrará sobre trayectoria de la tasa de política monetaria de la FED.
 - Las proyecciones de la FED eran de alzas de tasas cada tres meses, para terminar el año 2016 en 1,4%, pero mercado espera una trayectoria mucho más plana.
 - Con las turbulencias de las últimas semanas y la pérdida de dinamismo de EE.UU. las alzas de tasas se ven poco probable.

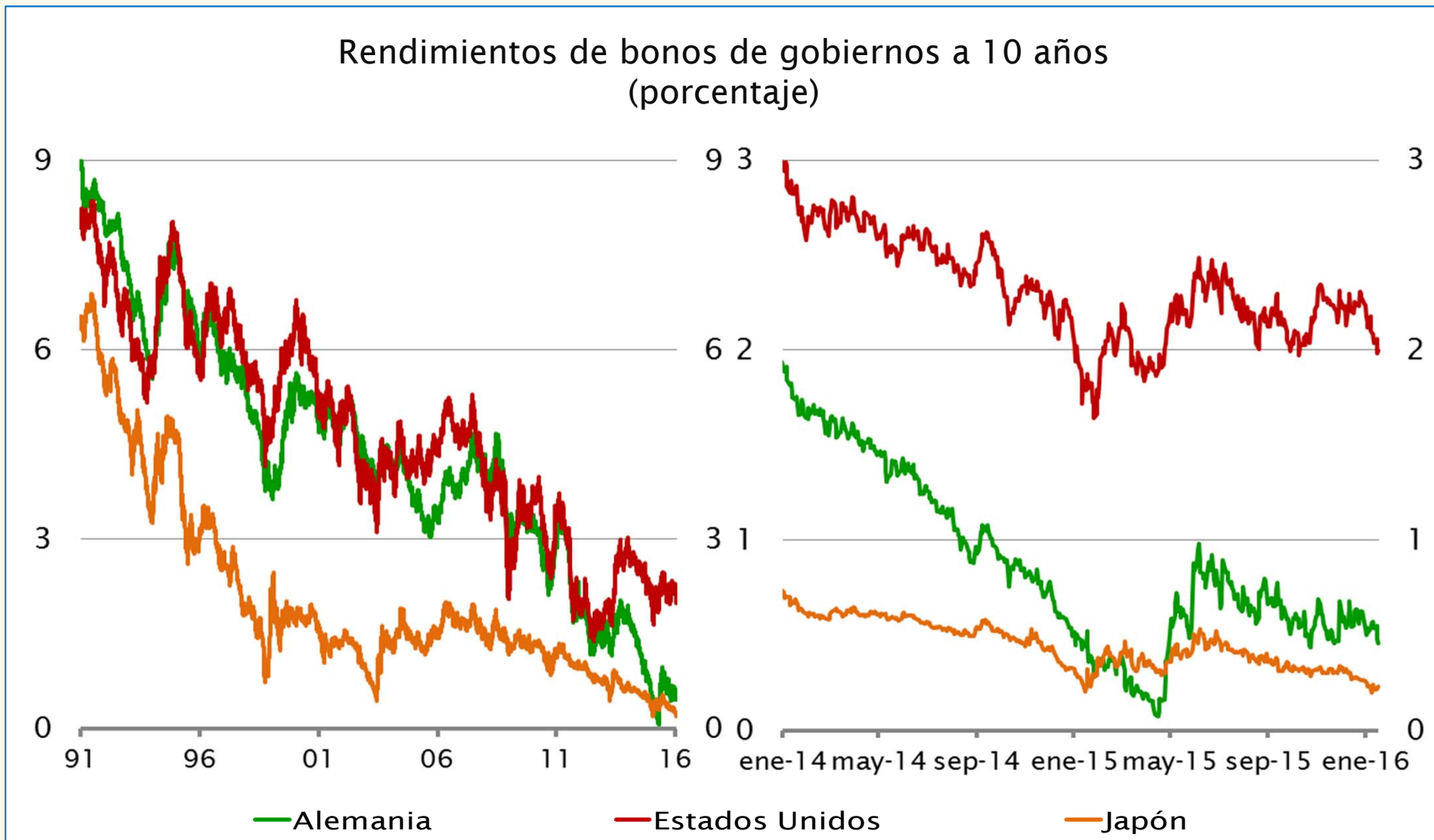
Precio del petróleo cae con fuerza

- Caída pronunciada en el precio del petróleo impacta con fuerza a los exportadores de petróleo y a las empresas petroleras aumentando los riesgos financieros.
- Esta caída está dominada por problemas de oferta (revolución tecnológica, debilitamiento del cartel de la OPEP, Irán).
- Factores adicionales son desaceleración de China y del resto de los emergentes, apreciación del dólar y mayor incertidumbre sobre crecimiento mundial.

Y los BRICS con grandes problemas

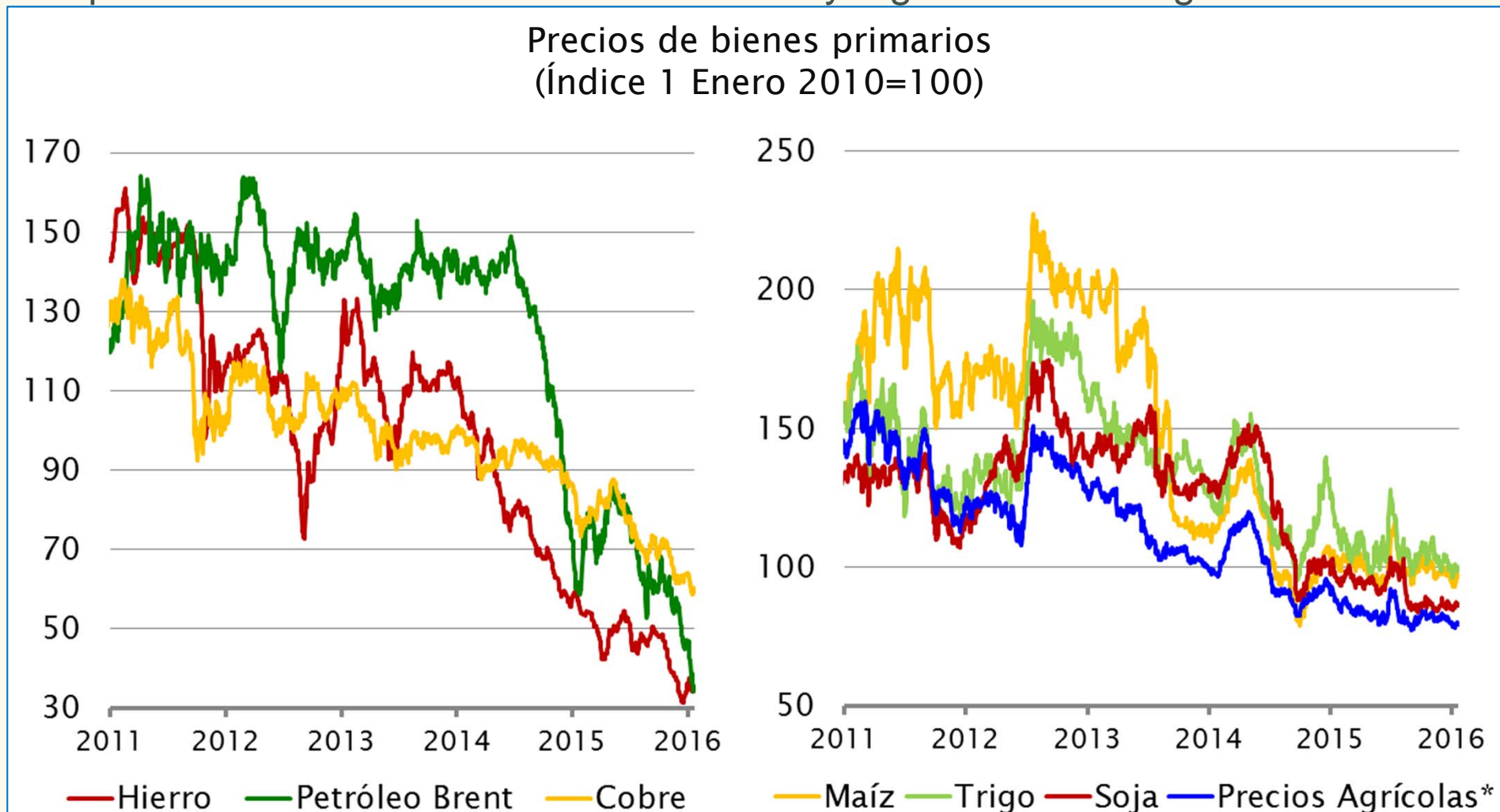
- Otro problema es la fuerte recesión en dos de los principales BRICS (Rusia y Brasil).
- Rusia sufre los efectos del colapso en el precio del petróleo y de las sanciones.
- A Brasil la caída de precios de productos primarios lo encontró con grandes desequilibrios a lo que se le agregan los problemas de corrupción y de destitución.

Se desata otro vuelo hacia la calidad



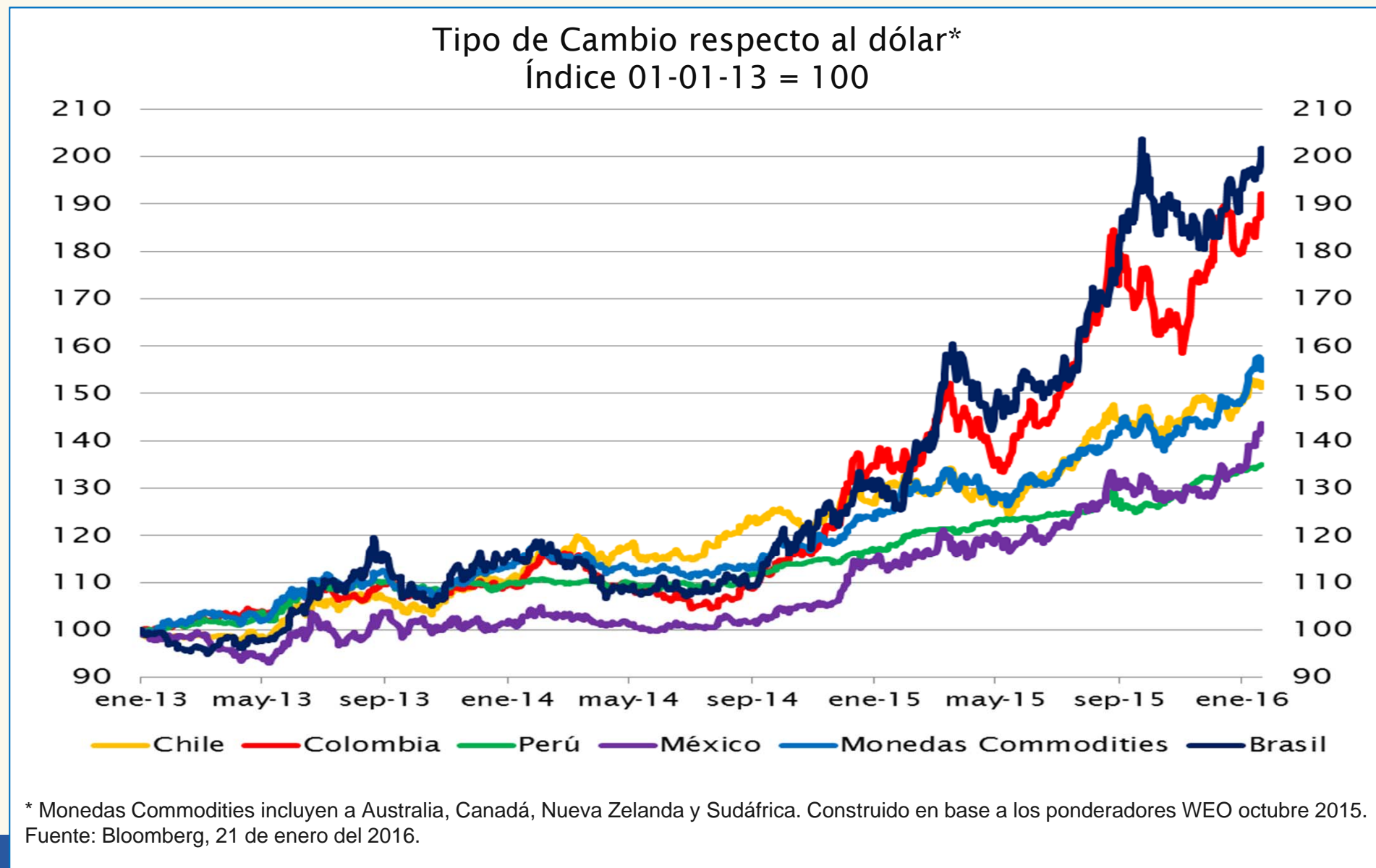
Fuente: Bloomberg, 21 de enero del 2016.

Los precios de los metales caen con fuerza y algo menos los agrícolas

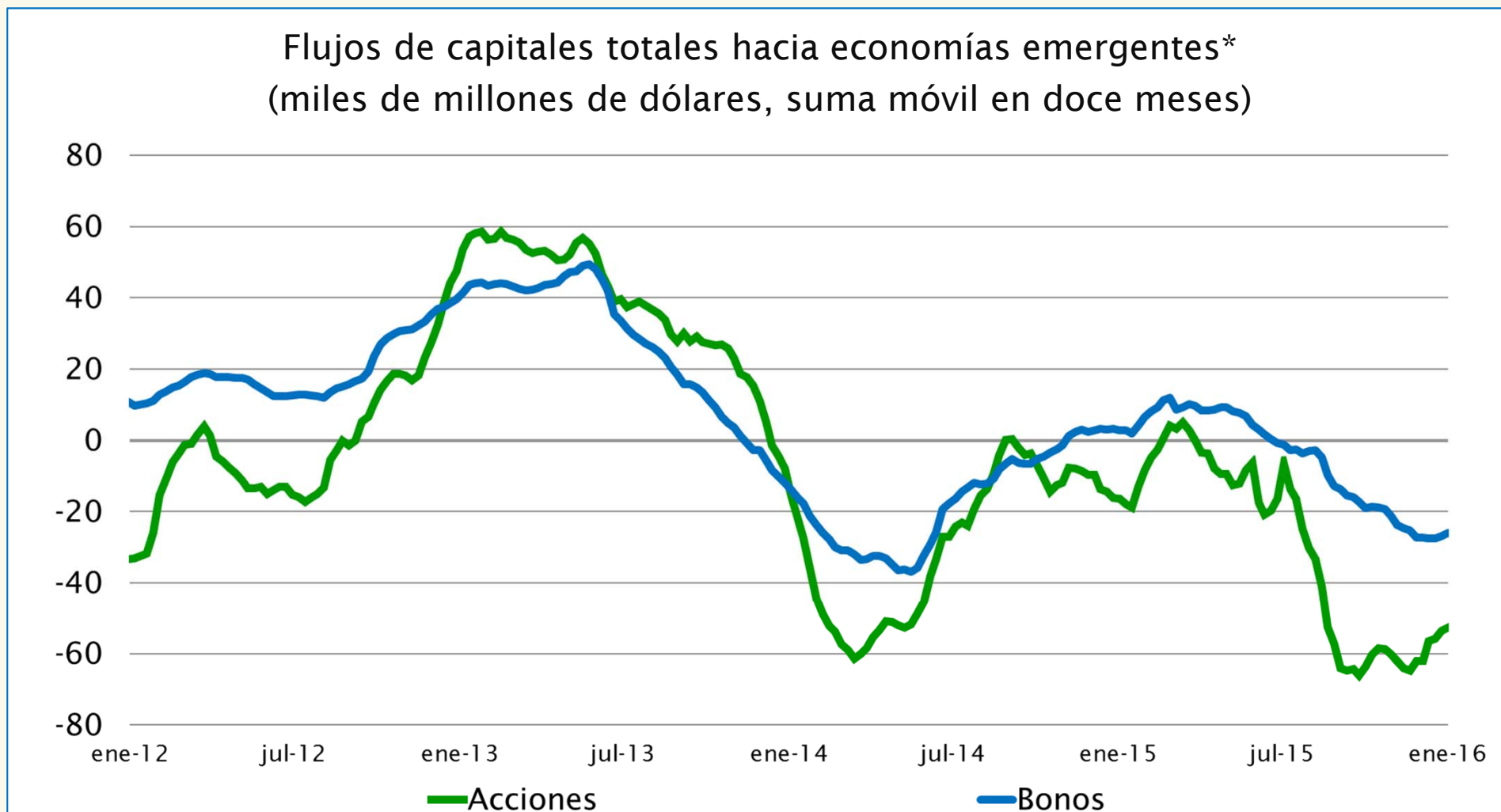


(*) Corresponde al índice agregado de Goldman Sachs.
Fuente: Bloomberg, 21 de enero del 2016.

Las monedas de exportadores de *commodities* se deprecian significativamente

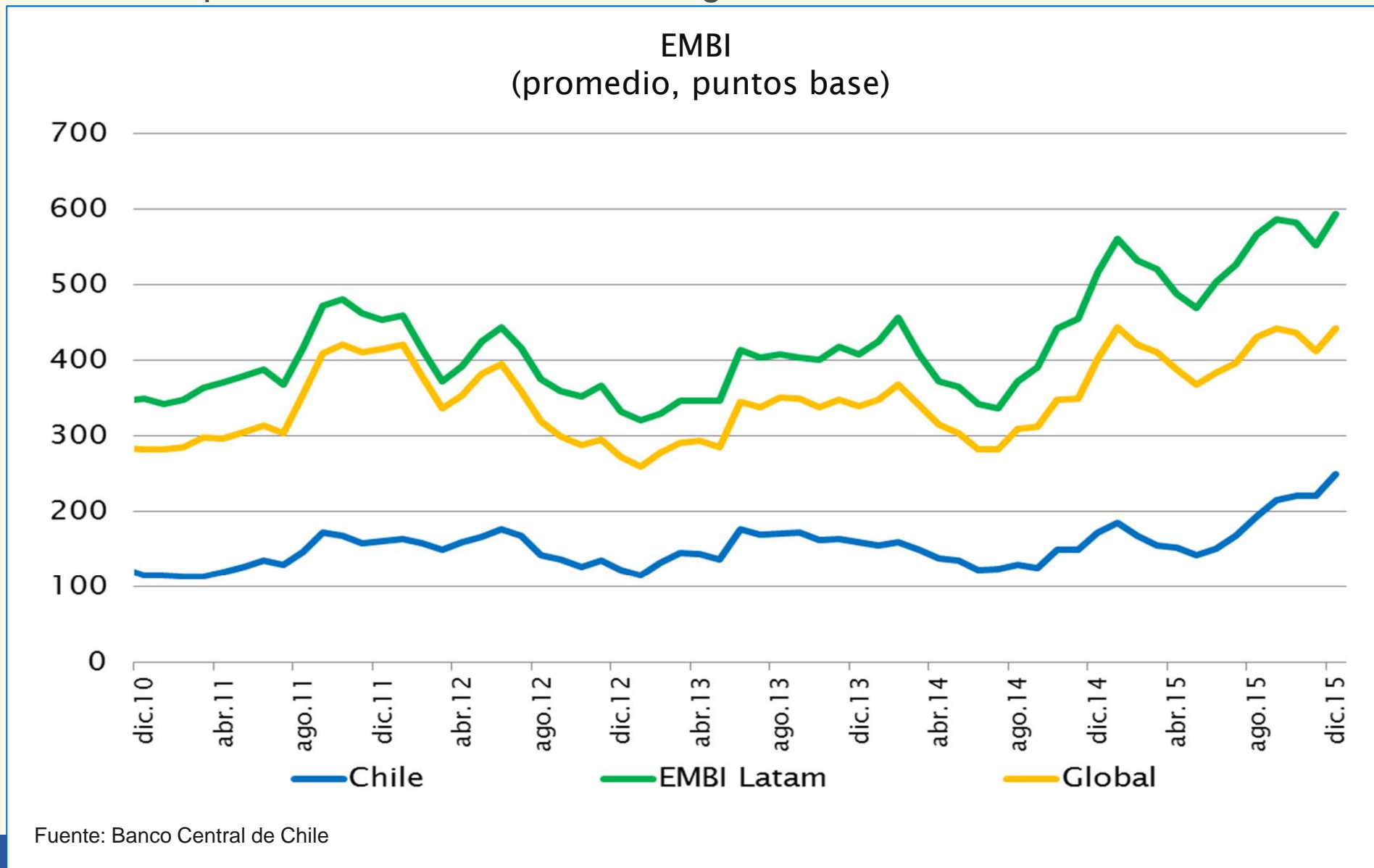


Los flujos de capitales a las Economías Emergentes caen



Nota: Datos corresponden a flujos de no residentes. * Países emergentes compuestos por países de Asia, Europa y América Latina. Dato de Enero 2016 contempla hasta el 06 del mes.
Fuente: EPFR.

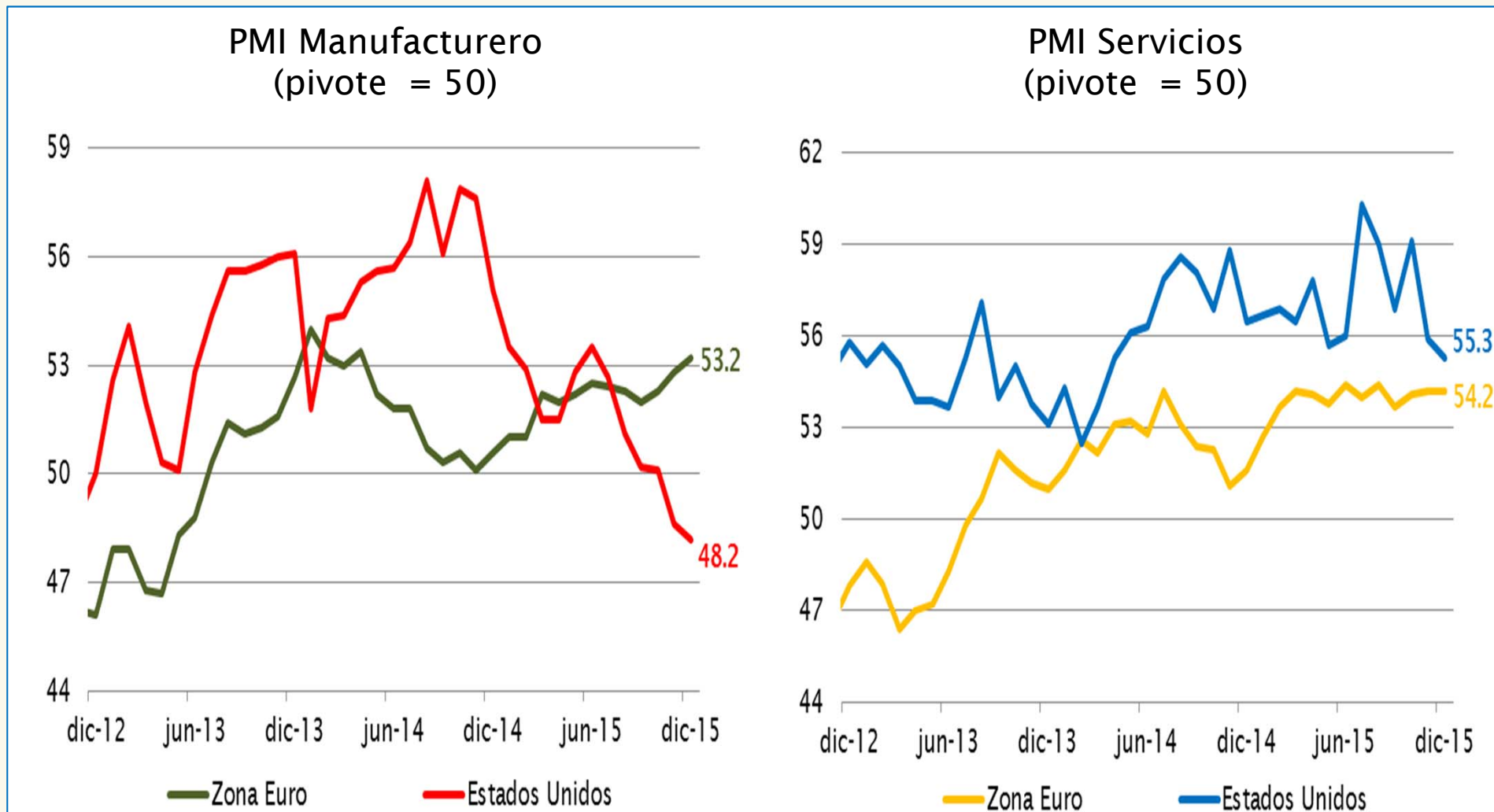
Suben los spreads de deuda de los emergentes



Crecimiento Mundial

- Los países avanzados siguen con un crecimiento dispar, con EE.UU. perdiendo dinamismo, la Zona Euro avanzando en su recuperación, y Japón con un crecimiento bajo.
- Indicadores líderes apuntan a que el crecimiento de EE.UU. pierde algo de fuerza en el margen y, en contra, la Zona Euro toma más dinamismo.

Los PMIs se desaceleran en EEUU y se expanden en la ZE



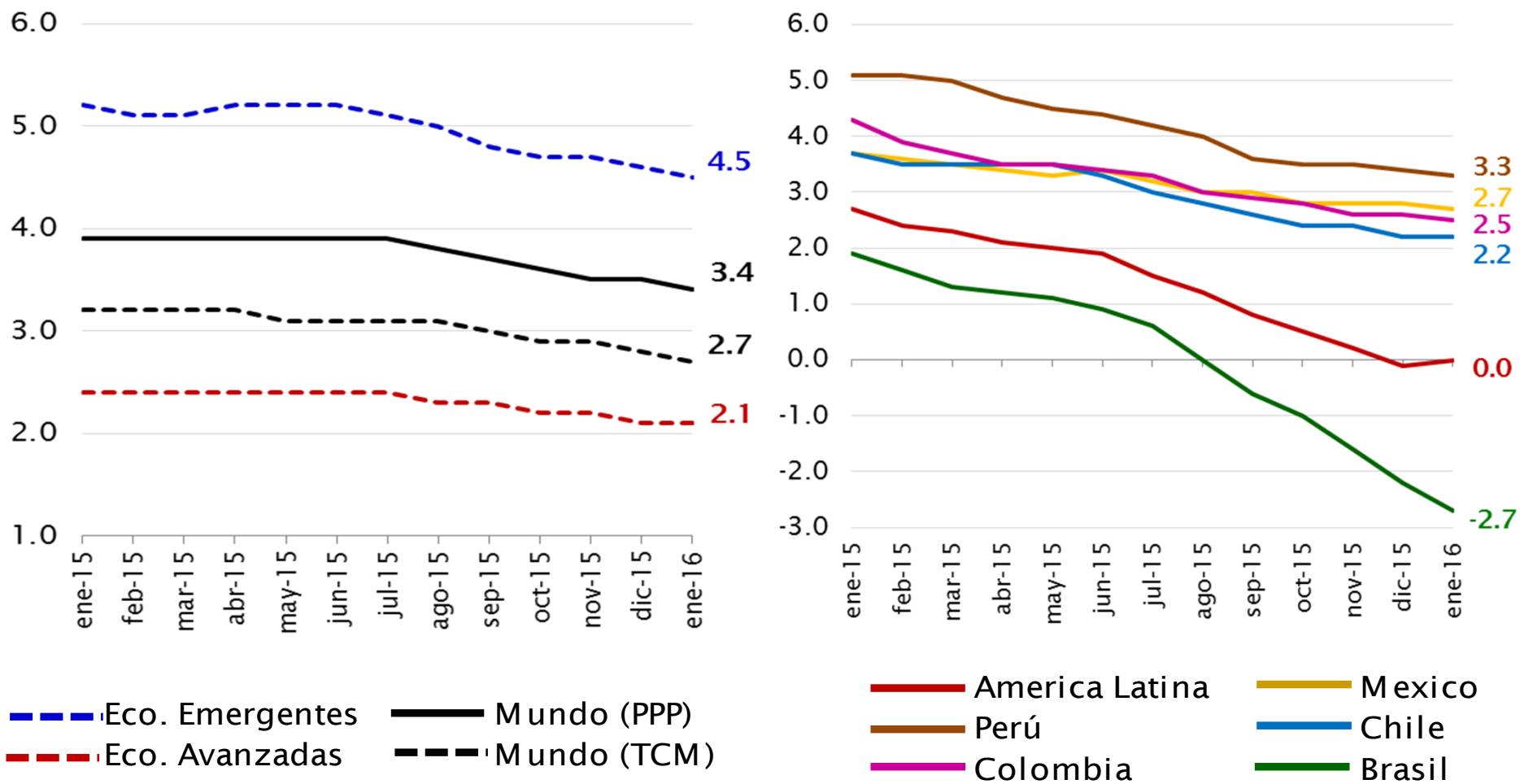
Fuente: Bloomberg, 11 de enero del 2016.

Escenario externo base para los países emergentes

- Los países emergentes sufren nuevas caídas de precios de *commodities*, deterioro en condiciones financieras, salidas de capitales, y depreciaciones de sus monedas.
- Proyecciones recientes estiman que la economía mundial crecería en torno al 3,4% este año (habría crecido un 3,1% el 2015).
 - Destaca nuevamente el pobre desempeño proyectado para América Latina.
- Se estima también que el crecimiento del volumen de comercio mundial seguirá siendo bajo.
- Sin embargo, los riesgos de este escenario base son altos, han aumentado últimamente, y sesgan a la baja las proyecciones de crecimiento.

Proyecciones de crecimiento se siguen reduciendo

Perspectivas de crecimiento económico para el 2016
(variación % del PIB real)



Fuente: Consensus Forecasts.

Proyecciones del crecimiento mundial (variación anual, %)

	2011	2012	2013	2014	2015			2016		
					FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	1.6	2.2	1.5	2.4	2.5 (2.6)	2.5 (2.7)	2.5	2.6 (2.8)	2.7 (2.8)	2.4
Zona Euro	1.6	-0.8	-0.3	0.9	1.5 (1.5)	1.5 (1.5)	1.5	1.7 (1.6)	1.7 (1.8)	1.7
Japón	-0.5	1.7	1.6	-0.1	0.6 (0.6)	0.8 (1.1)	0.6	1.0 (1.0)	1.3 (1.7)	1.2
Asia (ex-Japón)	7.4	6.3	6.6	6.5	6.2 (6.2)	n.d	5.8	6.4 (6.4)	n.d	5.7
China	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9 (6.8)	6.9 (7.1)	6.9	6.3 (6.3)	6.7 (7.0)	6.5
India	6.6	5.1	6.9	7.3	7.3 (7.3)	7.3 (7.5)	7.4	7.5 (7.5)	7.8 (7.9)	7.8
América Latina	4.9	3.1	2.9	1.3	-.0.3 (-0.3)	-.0.7 (0.4)	-1.0	-.0.3 (0.8)	0.1 (2.0)	0.0
Brasil	3.9	1.8	2.7	0.1	-.3.8 (-3.0)	-.3.7 (-1.3)	-3.5	-.3.5 (-1.0)	-.2.5 (1.1)	-2.7
Mexico	4.0	4.0	1.4	2.1	2.5 (2.3)	2.5 (2.6)	2.4	2.6 (2.8)	2.8 (3.2)	2.7
África Subsahariana	5.0	4.3	5.2	5.0	3.5 (3.8)	3.4 (4.2)	nd	4.0 (4.3)	4.2 (4.6)	nd
Sudafrica	3.2	2.2	2.2	1.5	1.3 (1.4)	1.3 (2.0)	1.4	0.7 (2.1)	1.4 (2.1)	1.7
Economías Avanzadas	1.7	1.2	1.1	1.8	1.9 (2.0)	1.6 (2.0)	2.0	2.1 (2.2)	2.1 (2.4)	2.1
Economías Emergentes	6.3	5.2	5.0	4.6	4.0 (4.0)	4.3 (4.4)	4.2	4.3 (4.5)	4.8 (5.2)	4.5
Mundo (PPP)	4.2	3.4	3.3	3.4	3.1 (3.1)	3.1 (3.4)	3.2	3.4 (3.6)	3.6 (3.9)	3.4
Mundo (TCM)	3.0	2.4	2.4	2.7	2.5 (2.5)	2.4 (2.8)	2.6	2.7 (3.0)	2.9 (3.3)	2.7
Comercio Mundial (volumen)	6.7	2.9	3.3	3.3	2.6 (3.2)	3.6 (4.4)	n.d	3.4 (4.1)	3.8 (4.9)	n.d

Fuentes: FMI, WEO actualizado enero del 2016 y entre paréntesis WEO octubre del 2015. Consensus Forecasts, diciembre 2015 y enero 2016. BM, actualizado enero 2016 y entre paréntesis proyecciones junio 2015.

Entorno externo y los riesgos del crecimiento mundial

- Los principales riesgos del crecimiento mundial son:
 - Dificultades en mercados financieros internacionales, en un país sistemáticamente importante o en empresas mineras que genere condiciones financieras más estrechas y más volátiles.
 - Un aterrizaje más brusco de China.
 - También está presente el riesgo de un aumento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente, Ucrania, y partes de África, y el problema de los refugiados.
- Dado el escenario base y los riesgos de este, los países emergentes necesitan prepararse: fortalecer equilibrios macro, y facilitar el ajuste de su economía.



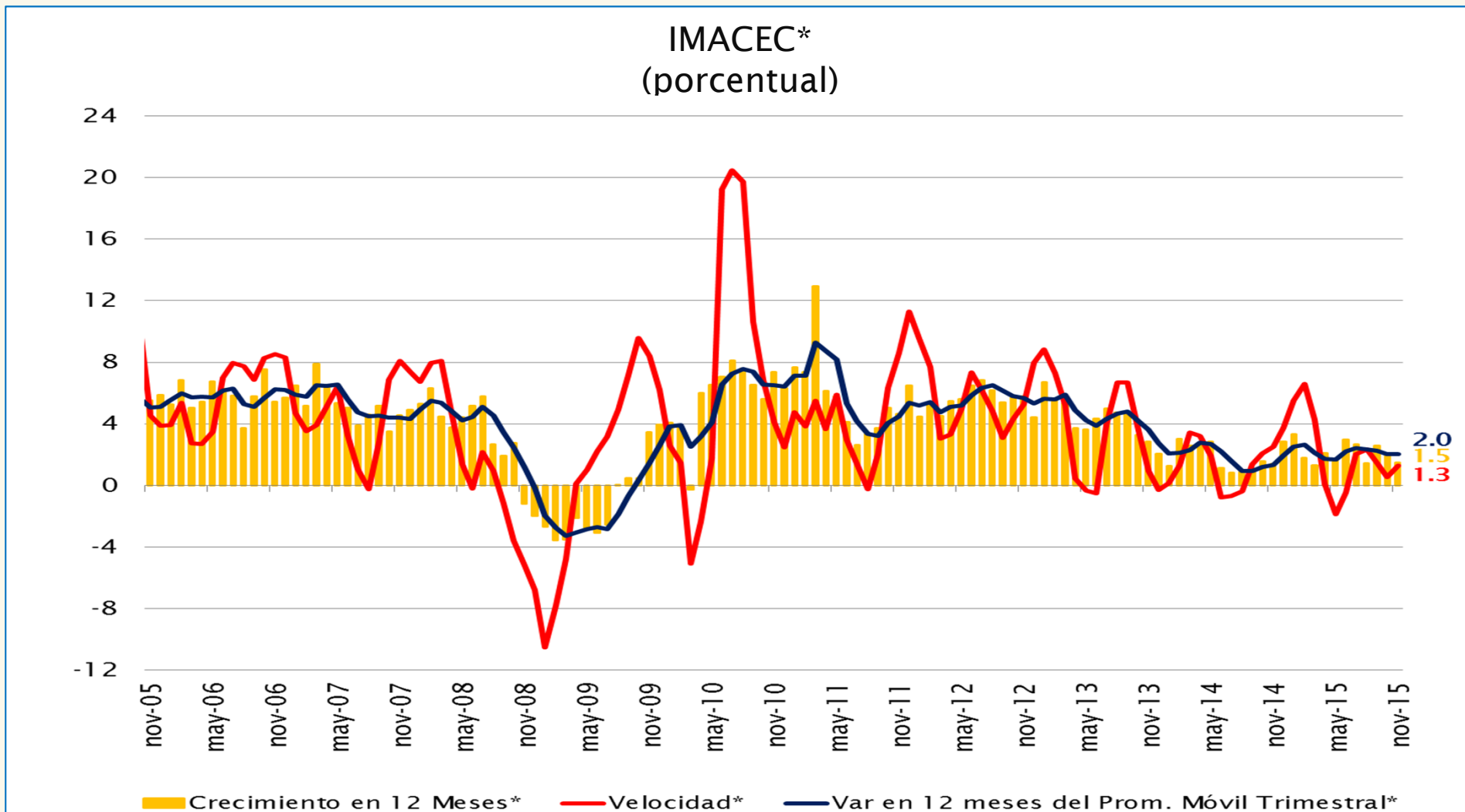
CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS
www.cepchile.cl

2. Perspectivas de la Economía Chilena

Economía ha vuelto a perder dinamismo

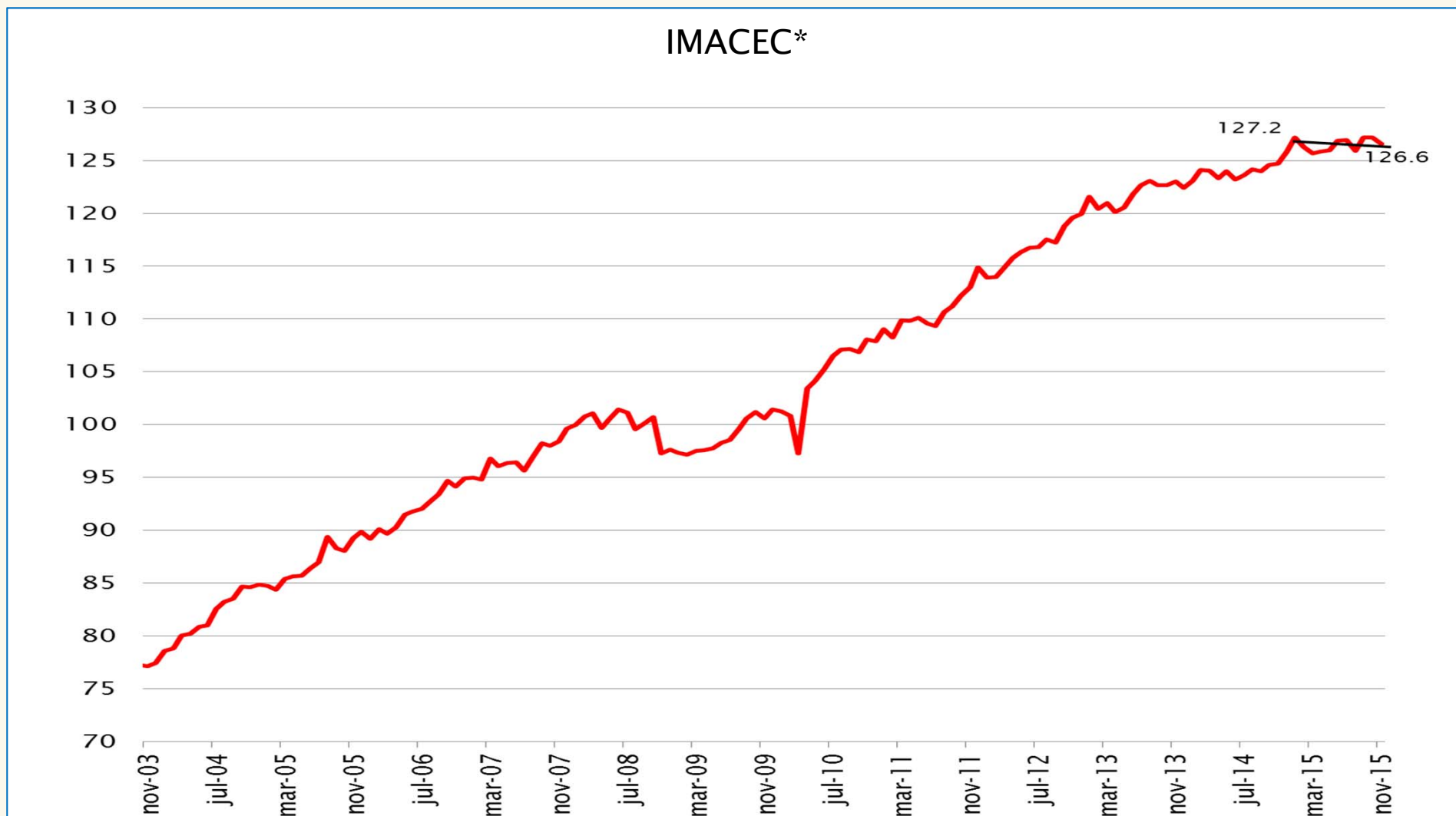
- La economía chilena ha vuelto a perder dinamismo en lo que va del cuarto trimestre, con un crecimiento anualizado de solo un 1,3% en el trimestre móvil terminado en noviembre.
- Pero el nivel del producto (IMACEC) de noviembre aún está por debajo del de enero pasado, y creció solo un 0,6% entre diciembre del 2014 y noviembre del 2015.
- En tanto, las exportaciones profundizan su caída y las importaciones de bienes de capital se desaceleran.
- En contraste, la construcción sigue expandiéndose y las ventas al detalle se recuperaron en noviembre, lideradas por las ventas de bienes durables.

El IMACEC creció a una tasa anualizada de 1,3% en el trimestre móvil Sept-Nov



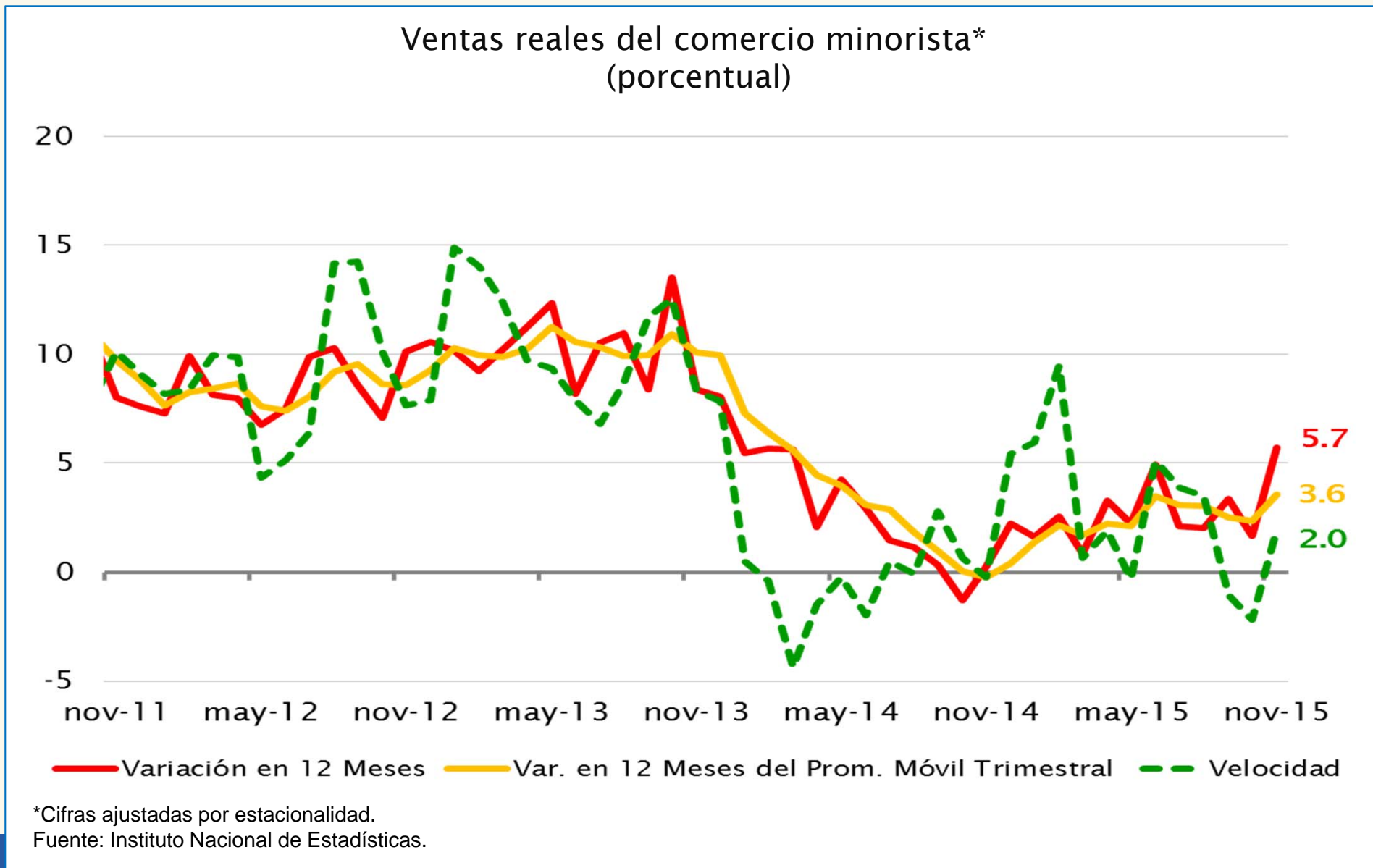
*Serie desestacionalizada y ajustada por días trabajados.
Fuente: Banco Central de Chile.

El IMACEC cae con respecto a inicios de 2015

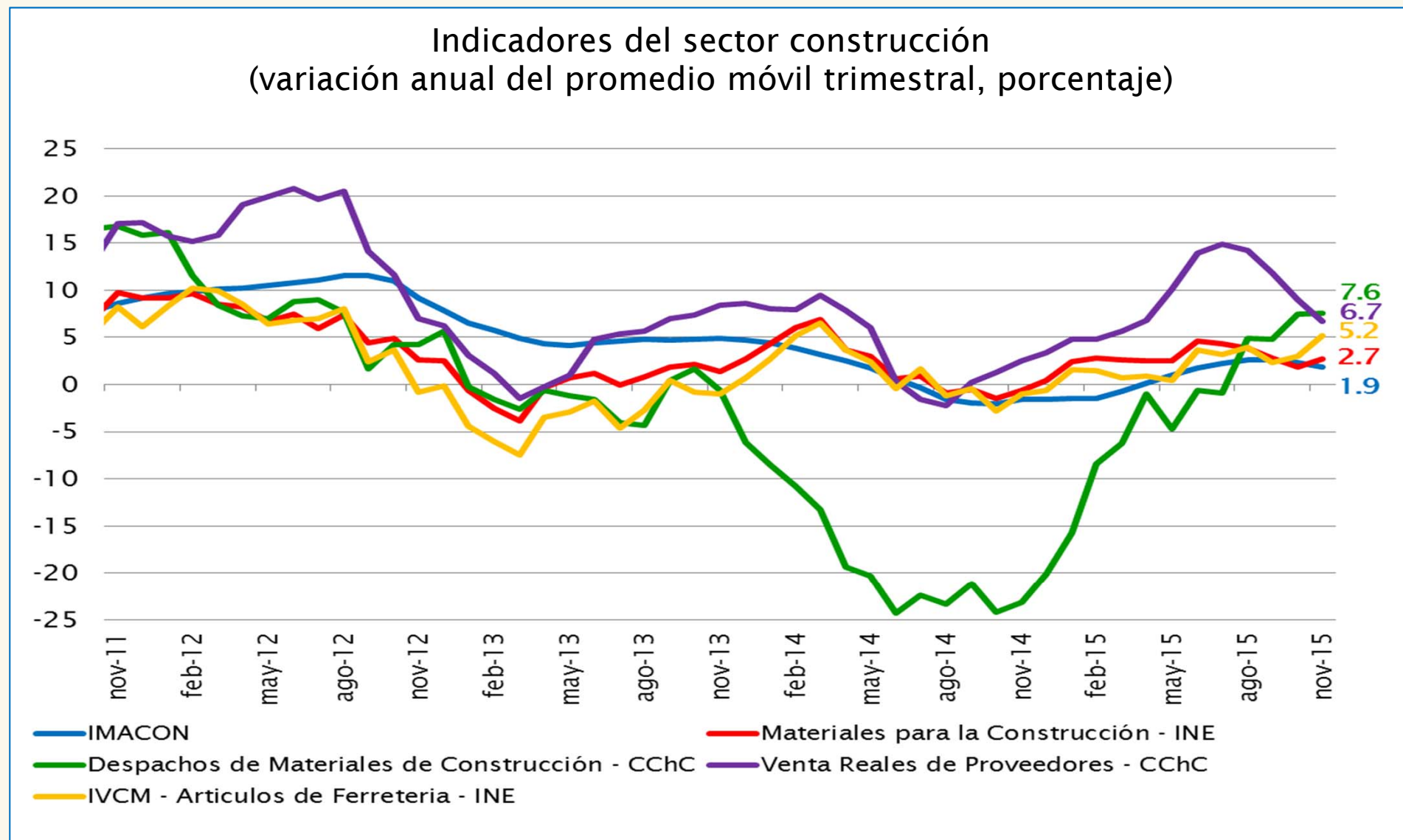


*Serie desestacionalizada y ajustada por días trabajados.
Fuente: Banco Central de Chile.

Las ventas minoristas se recuperan



La construcción se mantiene dinámica



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas y Cámara Chilena de la Construcción.

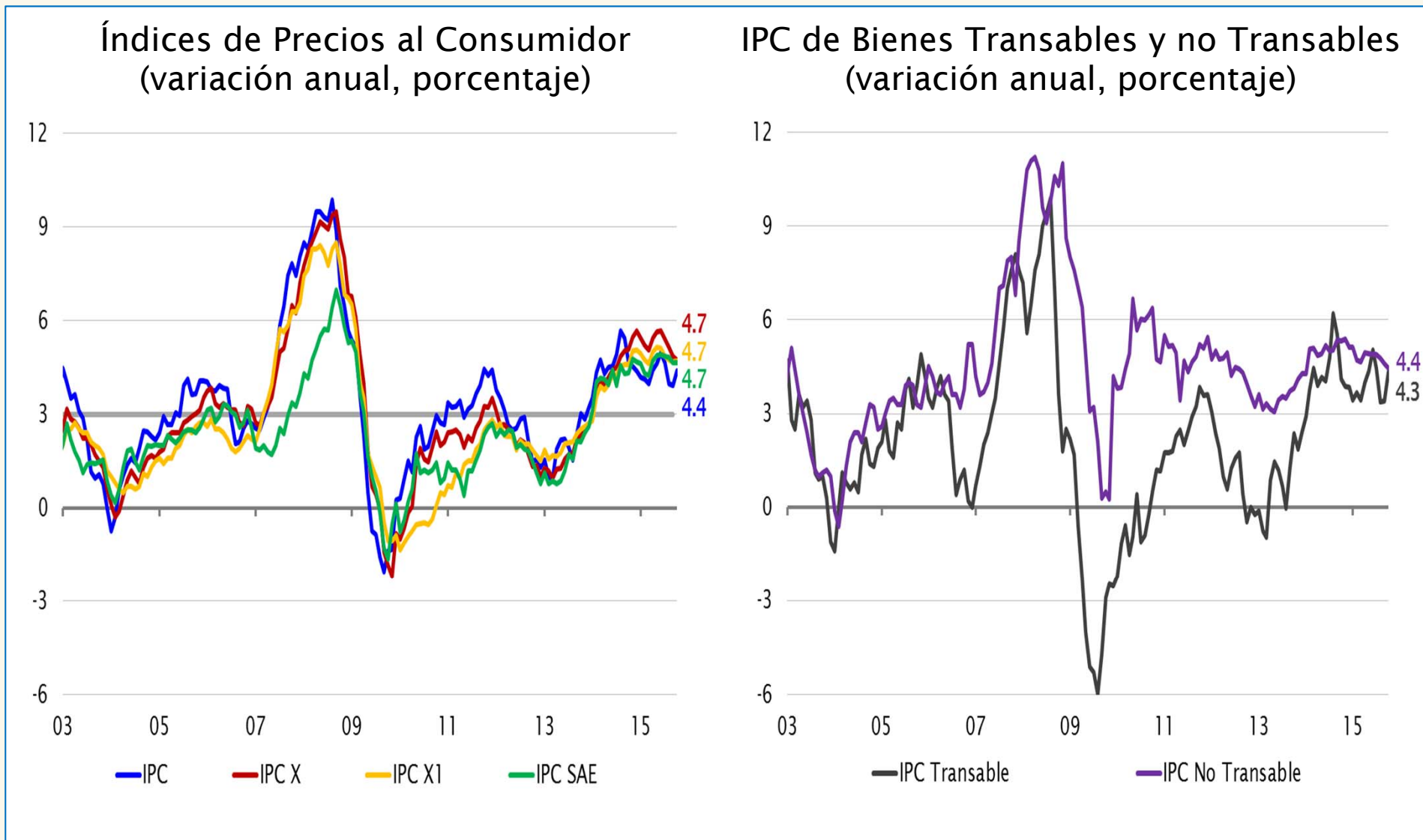
Expectativas y mercado del crédito

- Las expectativas de empresarios siguen cayendo en todos los sectores, con la excepción de la construcción, alcanzando niveles cada vez más pesimistas.
- Las expectativas de los consumidores mejoran en el margen, pero se mantienen en terreno muy pesimista.

El Banco Central sigue preocupado por la inflación

- Hacia fines de 2015 la inflación anual se ubicó sobre el techo del rango de tolerancia del Banco Central, y se espera que se mantenga allí durante los próximos meses.
- Para mantener credibilidad el Banco Central ha introducido dos alzas de tasas.
 - Alzas futuras estarán condicionadas a la evolución de las proyecciones de inflación.
- Presupuesto 2016 es contractivo en el margen, y Balance Ajustado por el Ciclo (BAC) mejoraría en 0,25% del PIB.
 - Dada la caída en el precio del cobre y en el crecimiento potencial, se proyecta que en los próximos años el crecimiento del gasto público será muy acotado.

La inflación aumento a 4,4% anual en Diciembre



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Perspectivas para el Corto Plazo

- Con un escenario externo menos favorable y con políticas macro, monetaria y fiscal, menos expansivas, va a ser muy difícil mantener incluso el mediocre crecimiento de 2015.
- Para evitar una caída en el crecimiento, se va a requerir reducir la incertidumbre interna y acelerar las inversiones en infraestructura concesionada y en energía.

Perspectivas para 2016

- Mi escenario base para 2016 supone un ajuste en las reformas y avances en inversiones en infraestructura y energía.
- Bajo este escenario, el crecimiento de 2016 estaría en el rango de 1% a 2% y la inflación anual entre 3,2% y 3,8%.
- Mis proyecciones de mediano plazo son crecimientos en el rango de 1,5% a 2,5% para los años 2017 y 2018 e inflaciones anuales en torno a la meta, esto es de un 3%.
- Además de los riesgos globales, el principal riesgo para el crecimiento está en que las expectativas de empresarios y consumidores se mantengan deprimidas.

Chile: Proyecciones Macroeconómicas (variación % anual)

	2013	2014	2015				2016					2017			
			BC	LACF	FMI	EIU	BC	LACF	FMI	EIU	EEE	FMI	LACF	EIU	EEE
PIB	4.2	1.9	2.1	2.1 (2.0; 2.2)	2.3	2.1	2.0 - 3.0	2.2 (1.7; 3.0)	2.5	2.7	2.1 (1.7; 2.5)	2.9	2.8 (2.2; 3.5)	3.6	2.8 (2.5; 3.0)
Demanda Interna	3.7	-0.6	2.3	-	-	-	2.6	-	-	-	-	-	-	-	-
Con. privado	5.9	2.2	2.4*	1.8	-	1.8	2.7*	1.9	-	2.3	-	-	2.5	3.0	-
Inversión total	-1.6	-10.6	0.7	-0.3	-	-0.1	1.7	1.1	-	0.9	-	-	2.1	3.3	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.6	-1.6	-	-3.2	-3.3	-3.2	-	-3.5	-2.3	-2.6	-	-1.8	-3.0	-1.5	-
Tipo Cambio (fin período)	523.8	607.4	-	708.6**	-	708.6**	-	708.2***	-	707.3	710	-	692.3****	715.8	700
Inflación (dic-dic)	3.0	4.6	4.4*	4.4*	4.4*	4.4*	3.8	3.6 (3.0; 4.2)	3.5	3.5	3.5 (3.2; 3.9)	3.0	3.1 (2.8; 3.5)	3.4	3.0 (3.0; 3.3)
Tasa de Desempleo (%)	6.0	6.3	-	-	6.6	6.4	-	-	7.0	7.2	-	7.2	-	7.2	-
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	-3.7	-1.2	-1.7	-0.9	-0.7	-0.7	-2.6	-1.6	-1.6	-0.6	-	-1.9	-1.4	-0.7	-

*Se refiere al consumo total. **Corresponde al cierre de 2015. ***Corresponde a enero 2017. **** Corresponde a enero 2018.

Fuentes: BC: IPOM, Banco Central de Chile (diciembre, 2015); LACF: Latin American Consensus Forecasts (enero, 2016) rango en paréntesis; FMI: WEO (octubre, 2015); EIU: Economist Intelligence Unit (diciembre, 2015); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (enero 2016), deciles 1 y 9 en paréntesis;



CENTRO DE ESTUDIOS PÚBLICOS
www.cepchile.cl

El Momento Económico

Vittorio Corbo

21 de Enero de 2016