



El Momento Económico Internacional y Chile

Vittorio Corbo

9 de Julio de 2009



1. La Crisis Financiera y la Economía Mundial: ¿Dónde Estamos?

Mercados financieros han mejorado como también las expectativas

- ✓ Gracias a acciones decididas de los bancos centrales y los gobiernos, los mercados financieros se han estabilizado y las condiciones financieras han mejorado.
 - ✓ Problemas de liquidez y de riesgos de contraparte de la banca se reducen;
 - ✓ Aumenta el apetito por riesgo, mercado de valores respaldados por papeles comerciales se reactiva y disminuyen las volatilidades;
 - ✓ Mercado de bonos de empresas AAA mejora en forma importante.
- ✓ Sin embargo, las condiciones financieras siguen siendo estrechas:
 - ✓ Crecimiento del crédito bancario sigue disminuyendo;
 - ✓ Mercado de valores securitizados sin respaldo del sector público sigue paralizado;
 - ✓ Acceso al crédito de deudores de más riesgo sigue siendo precario.

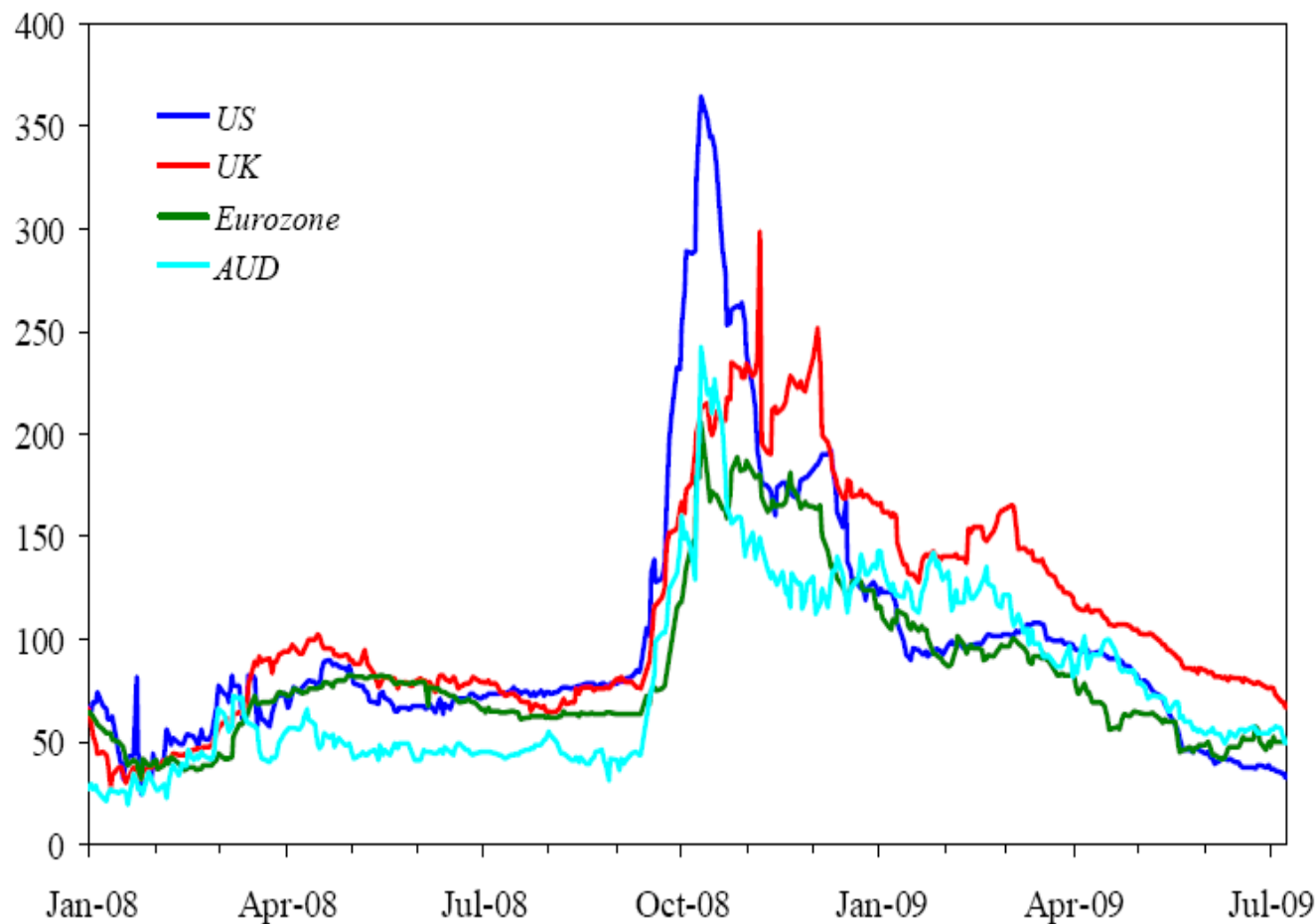
De la Crisis Financiera a los brotes verdes

- ✓ Una serie de cifras recientes sugieren que la tasa de caída de la actividad económica se estaría reduciendo:
 - ✓ En EE.UU. el consumo privado, las ventas y la construcción de viviendas se están estabilizando, la caída en sector industrial pierde fuerza, el precio de las viviendas se modera y los indicadores de confianza mejoran.
 - ✓ En Asia Emergente y Japón el sector industrial crece fuerte y los indicadores de confianza mejoran.
- ✓ Sin embargo, en Europa la actividad industrial no muestra señales de estabilización y el desempleo aumenta con fuerza al igual que en EE.UU.

Pero estamos lejos de una recuperación sostenida

- ✓ De otra parte, los mercados financieros continúan dañados y frágiles.
 - ✓ El incremento de las pérdidas en las carteras de préstamos de los bancos como resultado de la recesión anticipa que el sistema financiero seguirá en una situación difícil.
 - ✓ Tanto en EE.UU. Como en Europa ha sido difícil implementar programas de compra de activos tóxicos.
- ✓ Con un sistema financiero dañado y consumidores complicados va a ser muy difícil alcanzar una recuperación robusta y sostenida.
- ✓ Aunque la recuperación se ve ahora más cercana, escenario base contempla una recuperación lenta, lo que afecta los niveles y la volatilidad de los precios de activos.

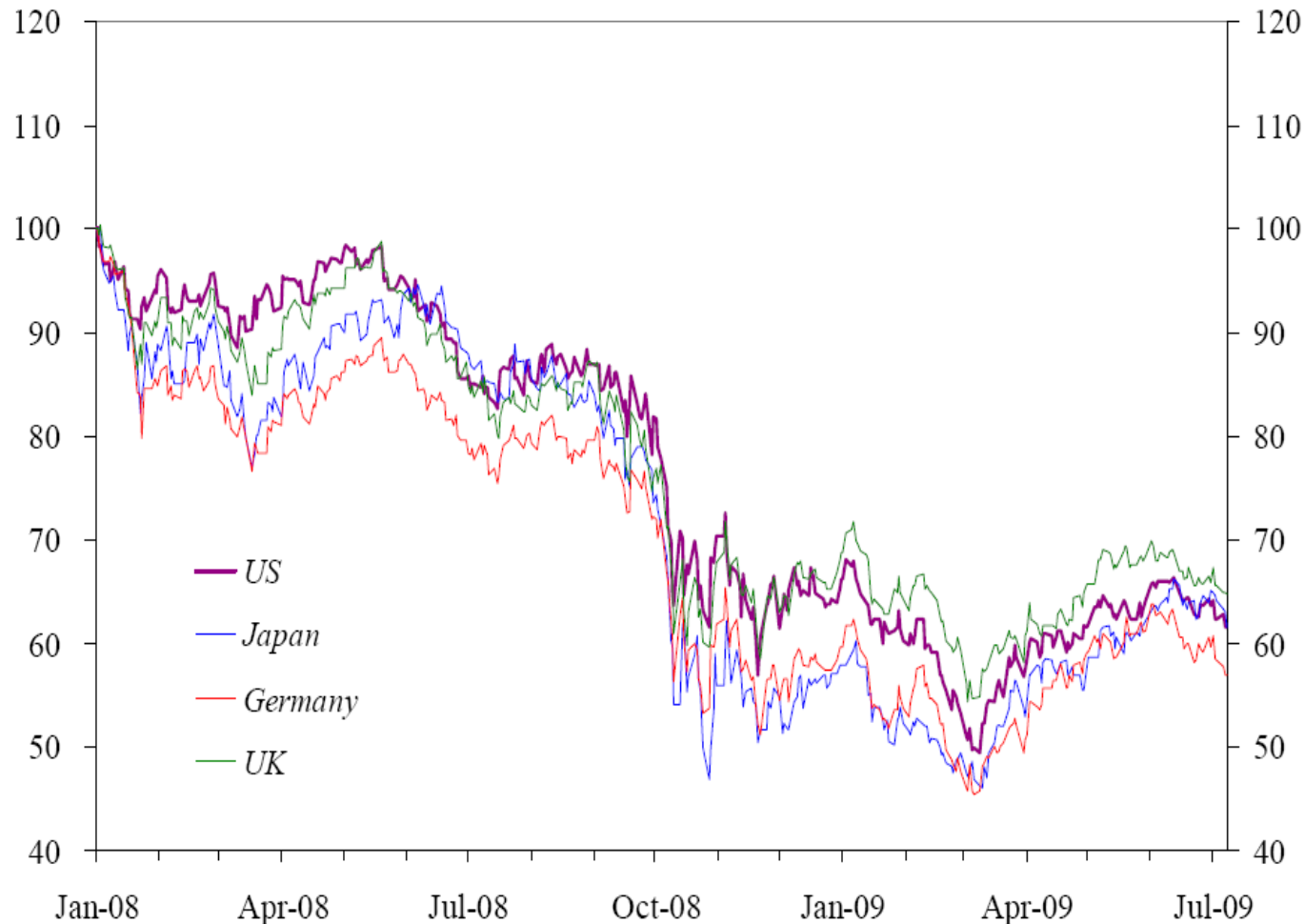
Spreads entre la LIBOR y las tasas de Overnight Index Swaps (puntos base)



Fuente: Bloomberg, 7 de julio, 2009.

Mercados Accionarios en Países Industriales

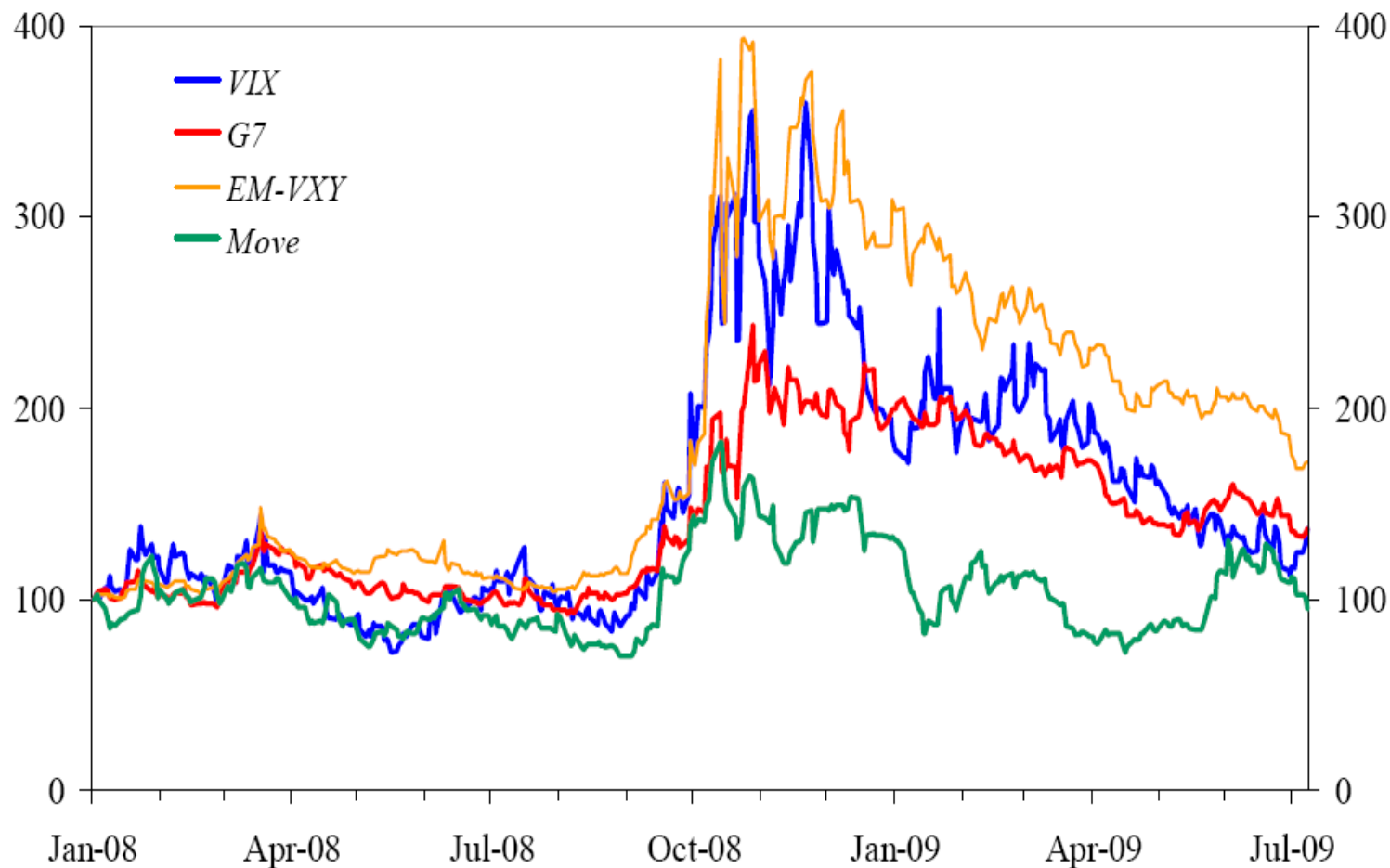
(Índices, Enero 1, 2008=100)



Fuente: Bloomberg, 7 de julio, 2009.

Índices de volatilidad

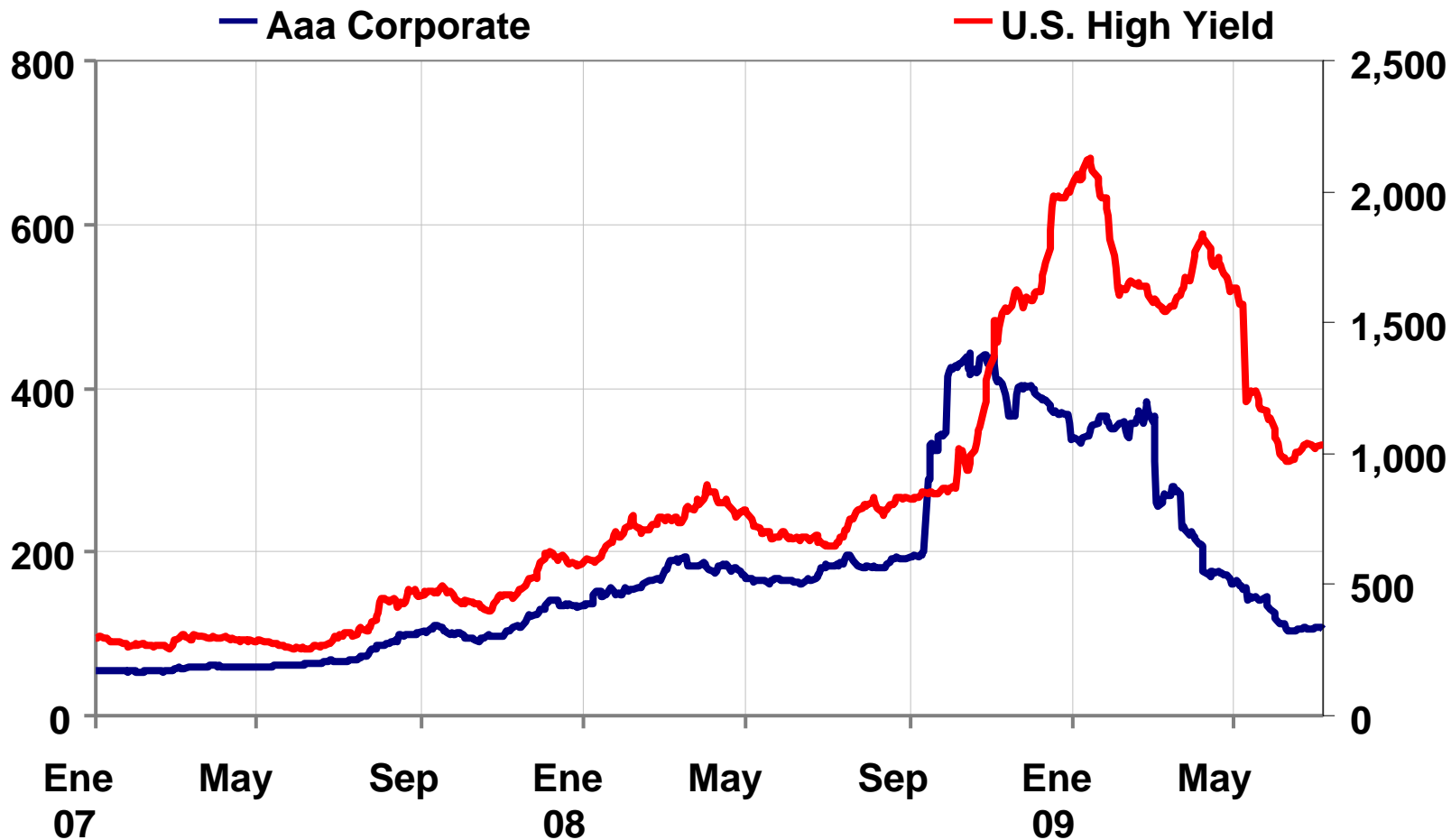
(Enero 2008=100)



Fuente: Bloomberg, 7 de julio, 2009

Riesgo de crédito corporativo

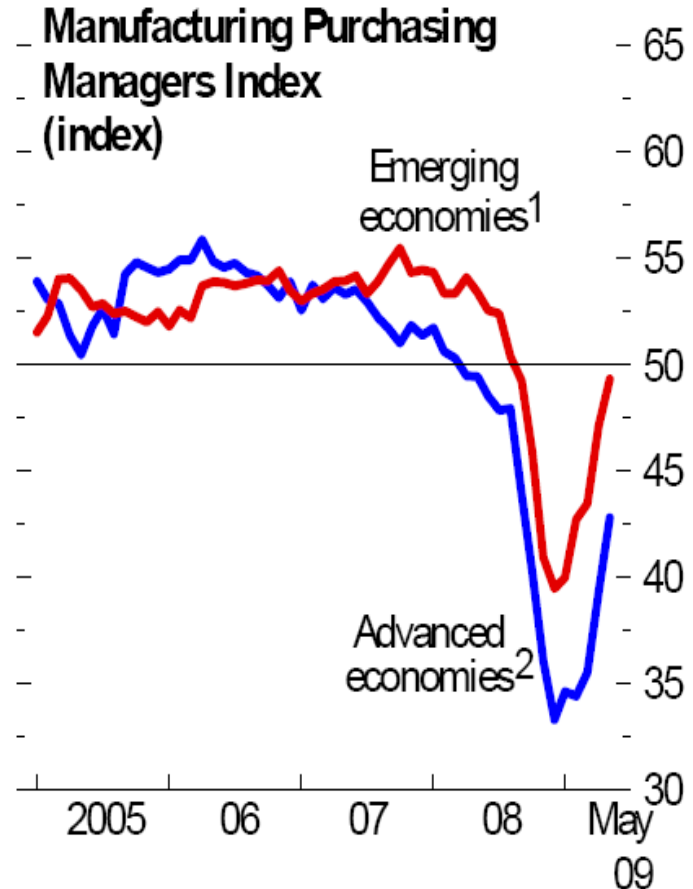
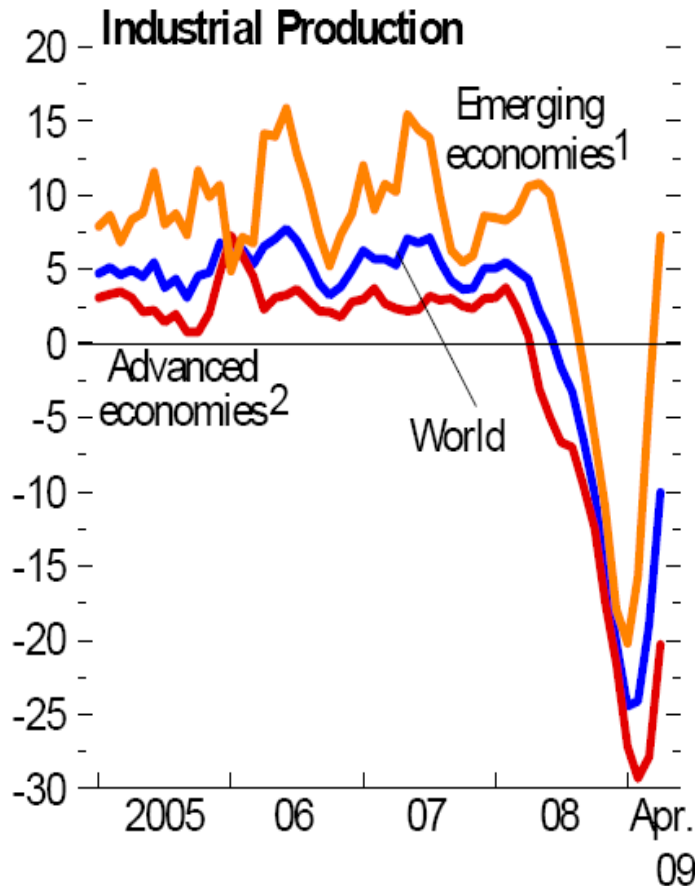
(puntos base)



Fuente: Barclays, 7 de julio, 2009.

Producción Industrial y Ventas de Manufacturas

(tasa de variación anualizada del promedio móvil trimestral,%)



Fuentes: FMI, World Economic Outlook, Update Julio 8, 2009.

Exportaciones de Mercaderías y Ventas Minoristas (tasa de variación anualizada del promedio móvil trimestral, %)



Fuentes: FMI, World Economic Outlook, Update Julio 8, 2009.

Los efectos reales de la crisis financiera siguen manifestándose.

- ✓ La economía mundial volvió a caer en torno al 7% anualizado el primer trimestre de este año.
- ✓ En los países industriales, el primer trimestre el PIB cayó a una tasa anualizada del 5,5% en EE.UU. (6,3 el trimestre anterior), del 9,7% en la Zona Euro (6,2), del 9,3% en el RU (6,1), y del 14,2% en Japón (13,5).
 - ✓ Desde el segundo trimestre del 2008 el nivel del PIB ha caído en torno al 3% en EE.UU., en torno al 4% en el Reino Unido, el 6% en Alemania y el 7% en Japón.
- ✓ La caída del producto en los países industriales habría continuado el segundo trimestre, aunque a una tasa menor.
 - ✓ Desempleo aumenta con fuerza en EE.UU. y la Zona Euro.

La Excepción es China que muestra más dinamismo

- ✓ La buena noticia es que el crecimiento de China remonta, apoyado por programas de estímulo fiscal y monetario.
- ✓ Su crecimiento anualizado aumentó de una tasa en torno al 2,0% en el cuarto trimestre del 2008 a una tasa en torno al 6,0% en el primer trimestre de este año.
 - ✓ Cifras más recientes de producción industrial, ventas al detalle y crédito muestran que la recuperación toma más fuerza.
- ✓ Este crecimiento tiene que pasar de la expansión de la inversión a la expansión sustentable del consumo privado para así lograr un crecimiento también más sustentable.
 - ✓ Lo anterior, junto con el aumento en la tasa de ahorro de EE.UU. contribuiría también a la corrección de los desbalances globales.

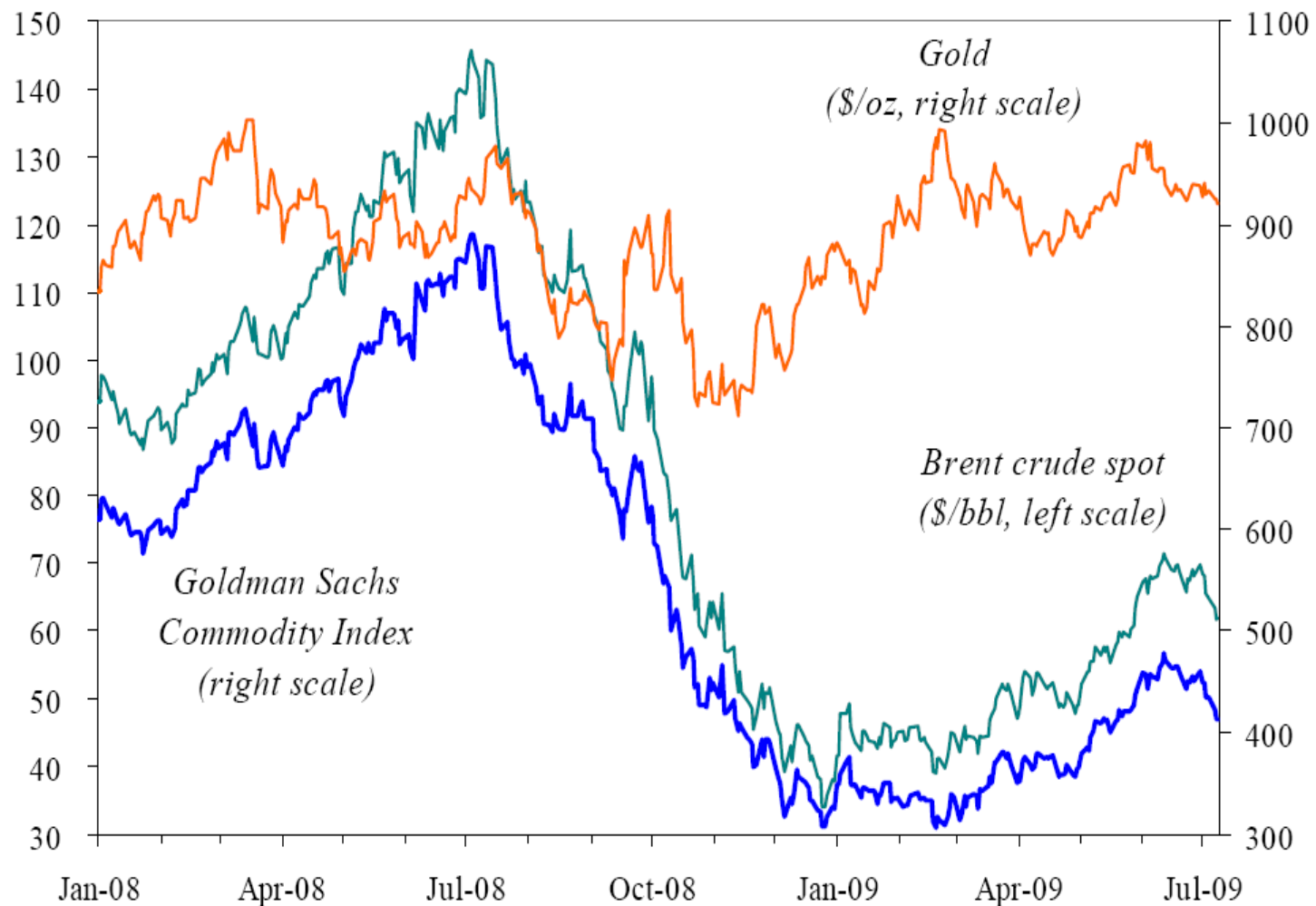
La inflación sigue cayendo

- ✓ La inflación anual sigue cayendo a nivel mundial, impulsada por la caída de precios de productos primarios y las crecientes holguras de capacidad.
 - ✓ La inflación anual alcanza al -1,3% en EE.UU., al -0,1% en la Zona Euro, al 2,2% en el Reino Unido, al -1,1% en Japón, y al -1,4% en China.
- ✓ Anticipando inflaciones bajas hacia delante, por las crecientes holguras de capacidad, los bancos centrales reducen agresivamente las tasas de política monetaria.
 - ✓ Además, bancos centrales con tasas de política cercanas a cero introducen relajo cuantitativo.
 - ✓ En esto, la FED lidera el proceso.

Entorno Externo de países emergente mejora en el margen

- ✓ Gracias a las mejores perspectivas globales, los países emergentes se benefician de un entorno externo mejor que el de comienzos de marzo, aunque se deteriora en el margen.
- ✓ Además, caída de flujos de capitales es pronunciada, afectando especialmente a Europa Central y del Este y a Asia Central:
 - ✓ Flujos de capitales a países emergentes cayeron un 8,6% del PIB el año 2007, un 4,4% el 2008 y se estima que llegarían a un 3,6% el 2009 (Banco Mundial, 2009).
 - ✓ La mayor parte de los US\$ 1,2 trillones de deuda acumulada en el período 2003 al 2007 está madurando ahora.
- ✓ Sin embargo, los capitales retornan a países con mejores fundamentos en Asia Emergente y en América Latina.

Precios de Bienes Primarios



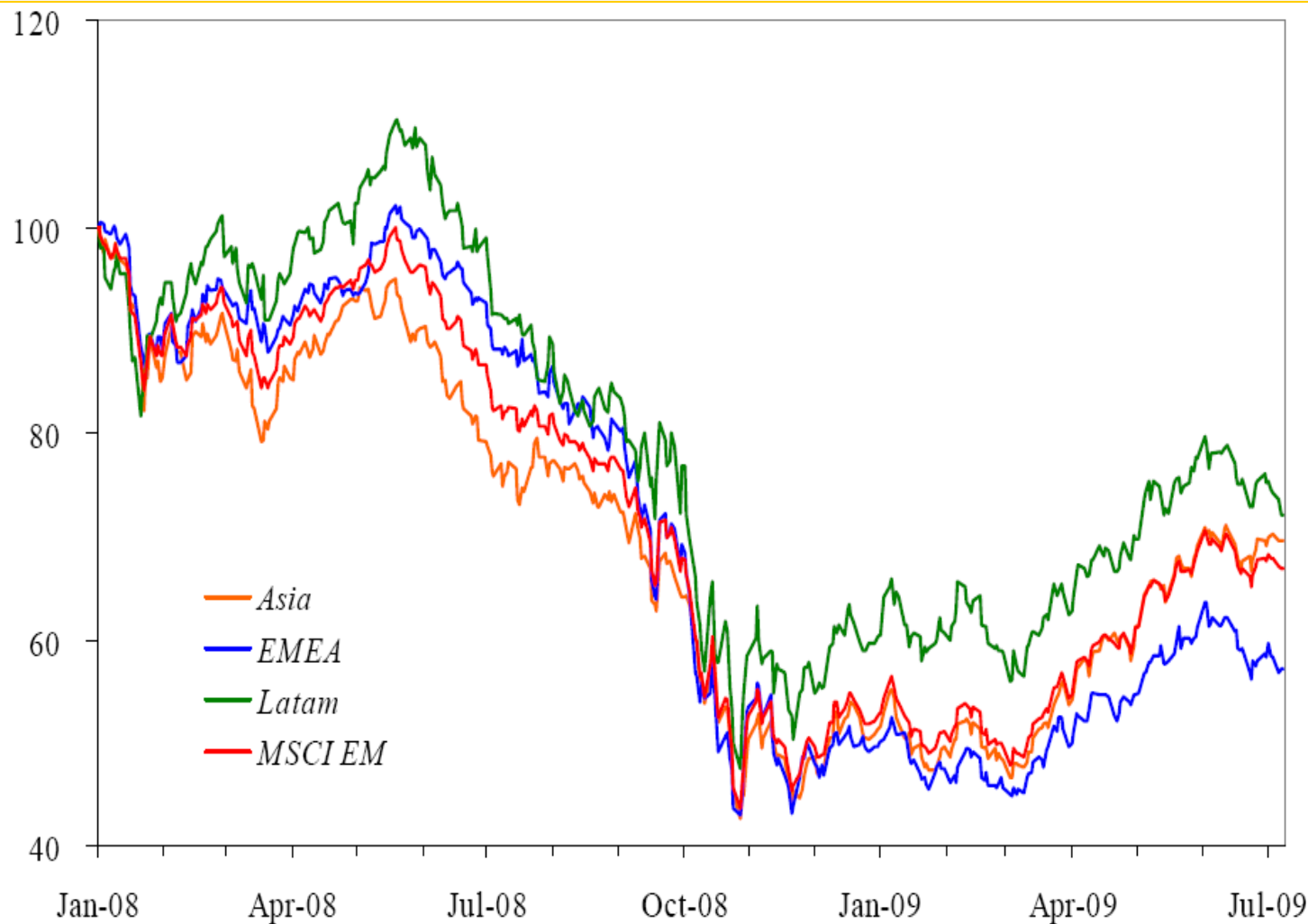
Fuente: Bloomberg, 7 de julio, 2009.

Mercados Externos de Bonos Públicos de Países Emergentes (puntos base sobre bonos del Tesoro)



Fuente: Bloomberg, 7 de julio, 2009.

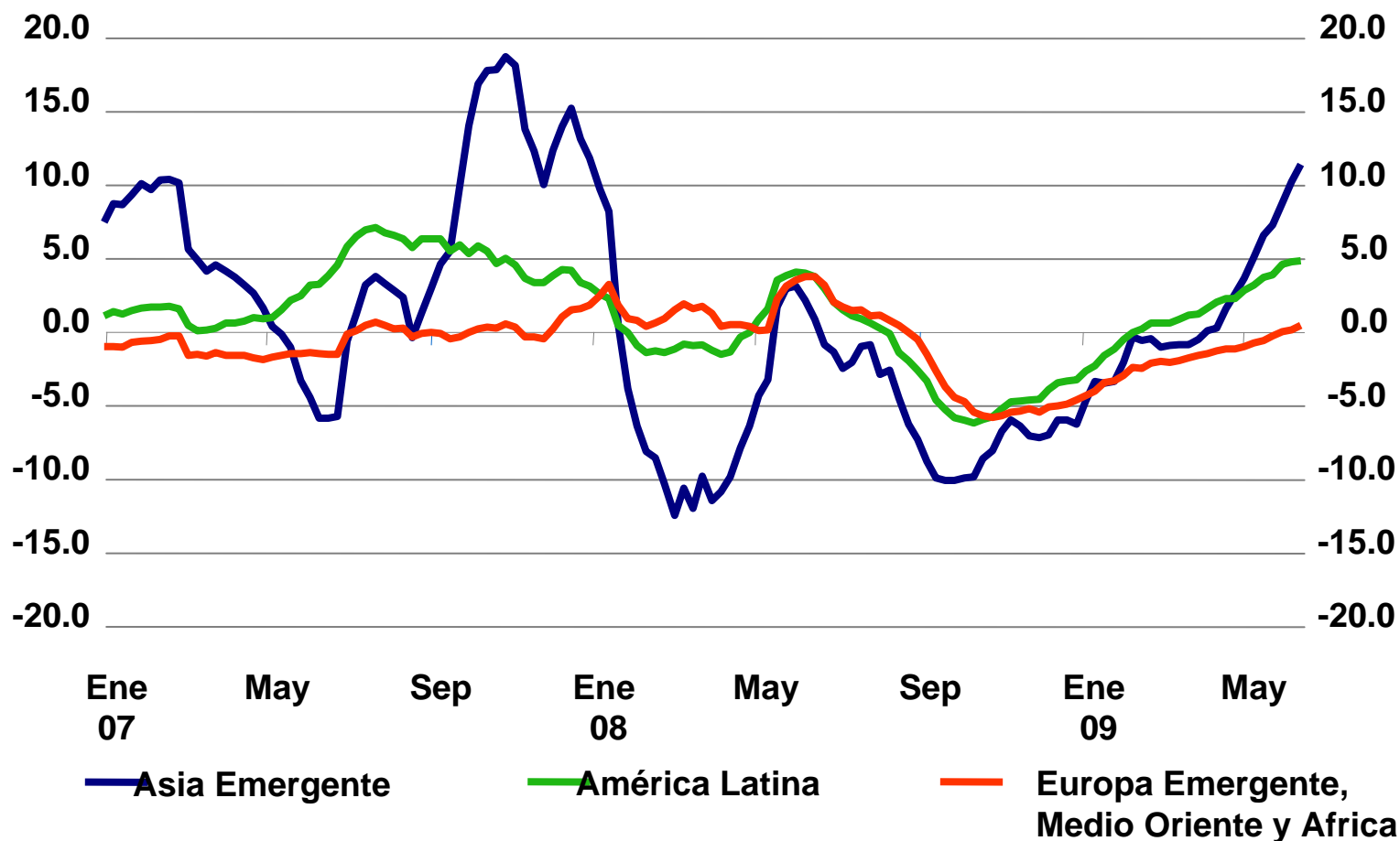
Mercados Accionarios en Países Emergentes (Índices, Enero 2008=100)



Fuente: Bloomberg, 7 de julio, 2009.

Flujos de capitales hacia economías emergentes

(miles de millones de dólares, acumulado en cuatro meses móviles)



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.



2. Perspectivas de Crecimiento Mundial

Mejoran las Perspectivas de Crecimiento Mundial

- ✓ Gracias a las políticas financieras, monetarias y fiscales introducidas para enfrentar la crisis y a la mejora de la confianza, las perspectivas de crecimiento mejoran.
 - ✓ Pero hay importantes diferencias:
 - ✓ Japón habría tenido crecimiento positivo el segundo trimestre gracias al ciclo de inventarios y EE.UU. comenzaría a mostrar crecimiento positivo en el tercer trimestre.
 - ✓ Asia Emergente habría tenido un importante crecimiento el segundo trimestre, empujado por la reversión del ciclo de inventarios.
 - ✓ Sin embargo, la Zona Euro, Europa Emergente y Asia Central continúan contrayéndose y su recuperación sería más lenta.
- BCE reduce sus proyecciones de crecimiento (ahora proyecta un rango del -4,1 al -5,1% el 2009 y del -1 al 0.4% el 2010).

Recuperación no está asentada todavía y sector financiero sigue vulnerable

- ✓ El continuo deterioro en el empleo y la fuerte desaceleración en el crecimiento de los salarios golpea a los consumidores en EE.UU. y en la Zona Euro.
 - ✓ En EE.UU. se han perdido 6 y medio millones de empleos desde el inicio de la recesión.
- ✓ Aumento del desempleo y caída de ingresos impacta en la cartera vencida de los bancos y a su situación patrimonial.

Perspectivas de la Economía Mundial

- ✓ Con todo, el escenario base de las proyecciones de consenso es de una fuerte contracción el 2009 y una lenta recuperación el 2010 afectada por:
 - ✓ El proceso de limpieza de activos y de reducción del alto endeudamiento del sector financiero va a resultar en crédito escaso y caro por un período largo de tiempo;
 - ✓ El proceso de ajuste de las familias para reconstruir su patrimonio y reducir su endeudamiento y enfrentar el deterioro en el mercado laboral y de crédito;
 - ✓ La reducción gradual de la relación de la razón Deuda pública/PIB de los países industriales.
- ✓ China no tiene la dimensión para contrarrestar estos efectos.

Proyecciones del Crecimiento Mundial

(variación anual, %)

| | 2007 | 2008 | 2009 | | 2010 | |
|----------------|------|------|-------------|------|-------------|-----|
| | | | FMI | CF | FMI | CF |
| EE.UU. | 2.0 | 1.1 | -2.6 (-2.8) | -2.8 | 0.8 (0.0) | 1.9 |
| Zona Euro | 2.7 | 0.8 | -4.8 (-4.2) | -4.2 | -0.3 (-0.4) | 0.3 |
| Japón | 2.3 | -0.7 | -6.0 (-6.2) | -6.6 | 1.7 (0.5) | 1.3 |
| Asia Emergente | 10.6 | 7.6 | 5.5 (4.8) | 5.0 | 7.0 (6.1) | 6.9 |
| China | 13.0 | 9.0 | 7.5 (6.5) | 7.5 | 8.5 (7.5) | 8.4 |
| India | 9.4 | 7.3 | 5.4 (4.5) | 5.8 | 6.5 (5.6) | 7.0 |
| América Latina | 5.7 | 4.2 | -2.6 (-1.5) | -2.4 | 2.3 (1.6) | 2.5 |
| Mundo (PPC) | 5.1 | 3.1 | -1.4 (-1.3) | -1.1 | 2.5 (1.9) | 2.4 |
| Mundo (TCM) | 3.8 | 2.0 | -2.6 (-2.5) | -2.6 | 1.7 (1.0) | 2.0 |

* Estimado

Fuente: Consensus Forecasts, Junio 2009, Asia Pacific Consensus Forecasts, Junio 2009, Latin America Consensus Forecasts, Junio 2009. FMI: WEO Update 8 de Julio 2009 y en paréntesis WEO Abril, 2009.

Proyecciones de Crecimiento de América Latina

(variación anual, %)

| | 2008 | 2009 | | | 2010 | | |
|-----------------------|------------|-------------|----------------------|-------------|------------|--------------------|-------------|
| | | FMI | CF | EIU | FMI | CF | EIU |
| Argentina | 7.0 | -1.5 | -1.8 (-5.3; 1.7) | -3.5 | 0.7 | 1.6 (-1.8; 3.4) | 0.5 |
| Brasil | 5.1 | -1.3 | -0.9 (-4.5; 0.7) | -1.5 | 2.2 | 3.4 (0.2; 4.5) | 2.7 |
| Chile | 3.2 | 0.1 | -0.9 (-2.0; 0.3) | -1.0* | 3.0 | 3.4 (2.0; 4.7) | 2.2* |
| Colombia | 3.7 | 0.0 | -0.7 (-4.0; 0.5) | -1.2 | 1.3 | 2.3 (-1.0; 4.0) | 2.5 |
| México | 1.3 | -3.7 | -5.9 (-7.0; -3.5) | -7.1* | 1.0 | 2.3 (-1.1; 3.8) | 2.8* |
| Perú | 9.8 | 3.5 | 2.2 (-3.8; 3.5) | 1.3* | 4.5 | 3.9 (-1.0; 6.1) | 2.6* |
| América Latina | 4.1 | -1.5 | -2.4 | n.d. | 1.6 | 2.5 | n.d. |

Fuentes: FMI, World Economic Outlook Abril 2009; Latin America Consensus Forecasts, Junio 2009; Economist Intelligence Unit, Junio y Julio (*) 2009.

Perspectivas de la Economía Mundial.

- ✓ La recuperación tendrá muchos escollos y riesgos:
 - ✓ El alza en el desempleo y el deterioro en el mercado de propiedades comerciales están impactando a un mercado financiero ya muy débil;
 - ✓ Dudas sobre la solvencia fiscal pueden poner presión en las tasas de bonos públicos con efectos negativos en el mercado de la viviendas;
 - ✓ Mayores caídas en precios de las viviendas pueden debilitar más la base de capital de los bancos con efectos en la confianza;
 - ✓ Deterioro de los problemas financieros y de balanza de pagos de Asia Emergente y Asia Central con efectos sobre la ya débil banca europea.

Perspectivas de Mediano Plazo

- ✓ Cuando la recuperación esté asentada, la atención se centrará en:
 - ✓ ¿Cómo lograr una reducción creíble de los déficit fiscales?
 - ✓ ¿Cómo evitar un rebrote inflacionario?
- ✓ Para esto los programas de estímulo van a tener que retirarse con prontitud y permitir que los mercados retomen su papel en la asignación de recursos.
- ✓ Postergar el retiro de los programas de estímulo perpetuaría las distorsiones a la competencia y aumentaría el riesgo de generar presiones inflacionarias o una próxima burbuja.
- ✓ Lo importante en esta área es preparar una *“exit strategy”* y explicarla, pero no hay que apresurarse en implementarla hasta que las holguras de capacidad se estén estrechando.

Riesgos para el Mundo Emergente

- ✓ Las perspectivas globales de los países emergentes enfrenta tres riesgos importantes:
 - ✓ Un crecimiento de los países industriales más bajo que el esperado por el consenso;
 - ✓ Crédito bancario internacional más limitado de lo proyectado, como resultado del proceso de reducción del endeudamiento de los grandes bancos;
 - ✓ En el mediano plazo pueden surgir problemas con las “*exit strategies*” de los países industriales.



3. Perspectivas de la Economía Chilena

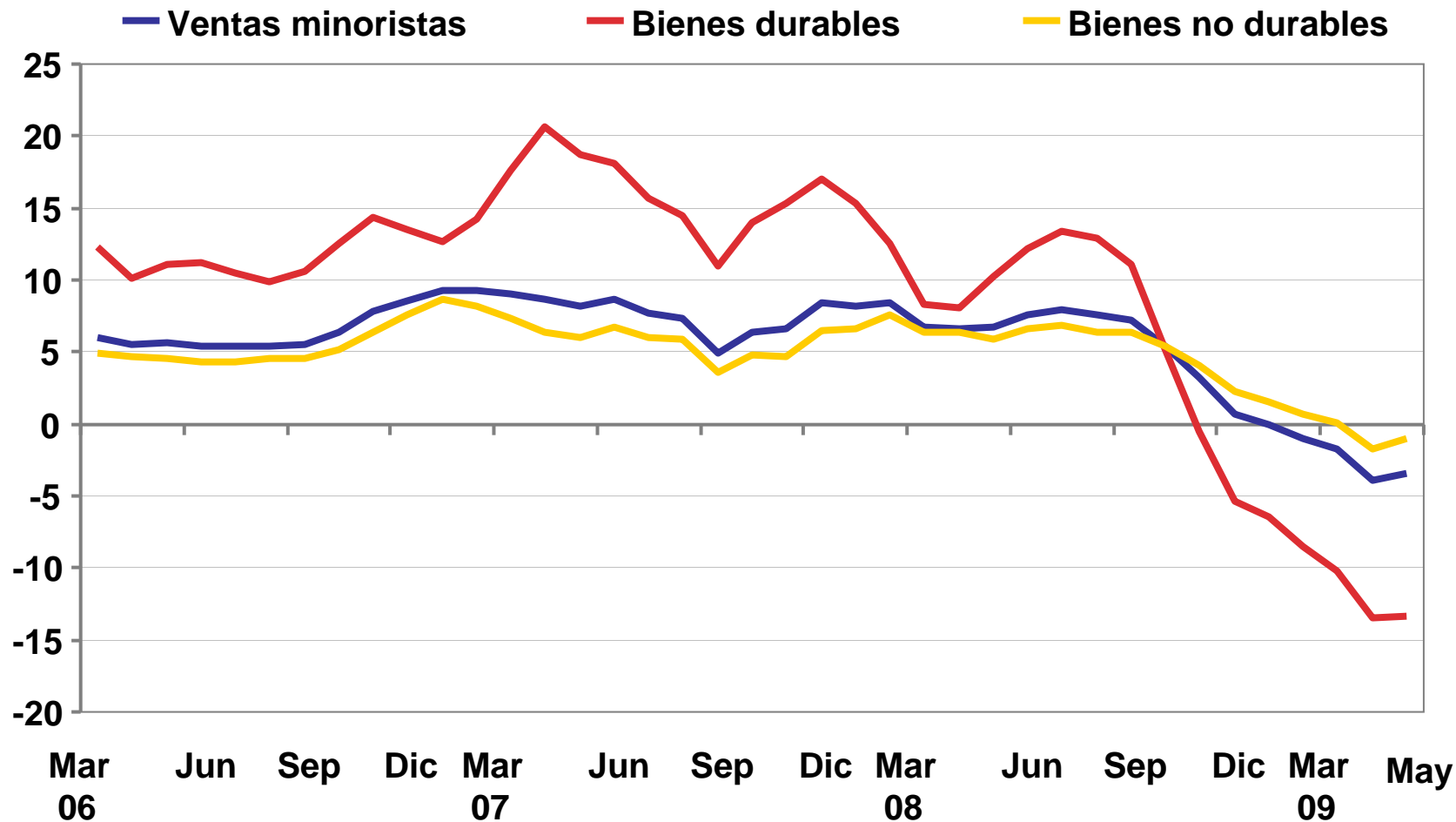
Chile también se encuentra en recesión

- ✓ Hacia mediados del 2008 Chile estaba en el medio de un proceso de normalización monetaria cuando se produjo el cambio abrupto en la situación internacional.
- ✓ La crisis ha impactado a la economía mucho más de lo estimado. Principales canales han sido el deterioro de las expectativas y en las condiciones financieras, mercados externos menos favorables y dificultades para ajustarse.
 - ✓ El PIB cayó los últimos tres trimestres (a tasas anualizadas del 3,6%, 7,9% y 2,5%); como resultado, el nivel del PIB del primer trimestre es un 3,5% inferior al del segundo trimestre del 2008.
- ✓ La demanda interna, principalmente el consumo durable y la inversión privada, redujeron con fuerza su dinamismo a partir del tercer trimestre del año pasado.

La Economía se ha estado contrayendo

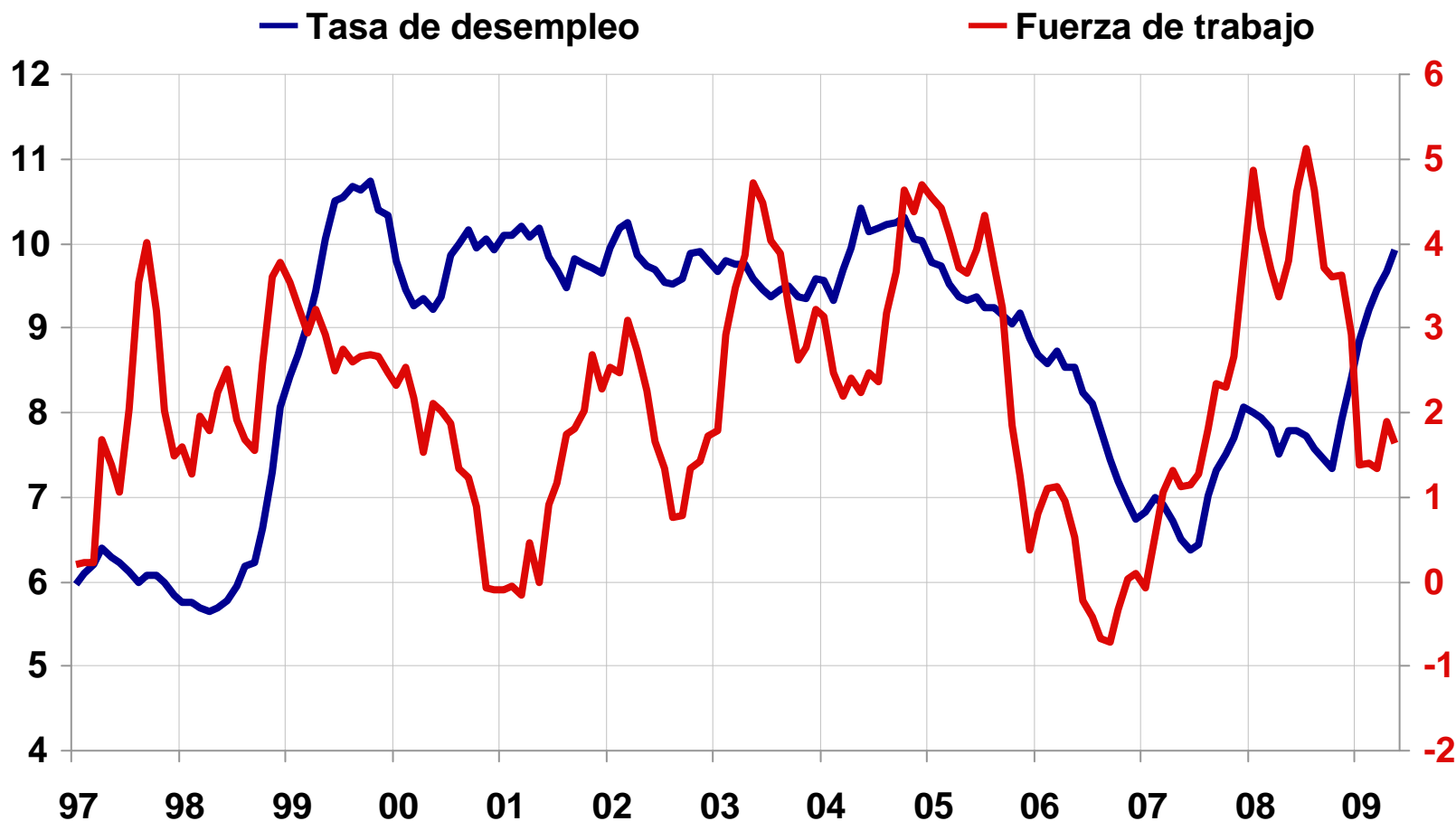
- ✓ En contraste, el desempleo aumenta con fuerza a partir del cuarto trimestre.
- ✓ Colocaciones reales de consumo comenzaron a reducir su dinamismo con fuerza a partir de fines del 2007, mientras que las de vivienda y comerciales avanzaron el 2008.
- ✓ Los sectores más afectados han sido la industria, la minería y el comercio, especialmente la venta de durables.
- ✓ La demanda interna habría tenido otra importante caída el segundo trimestre, empujada principalmente por la caída de la inversión privada y el consumo de durables.
 - ✓ Sin embargo, la velocidad de caída de varios indicadores parciales de consumo e inversión se estaría reduciendo.
- ✓ El PIB del segundo trimestre, ajustado por estacionalidad y días trabajados, cae nuevamente con respecto a trimestre anterior.

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



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

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



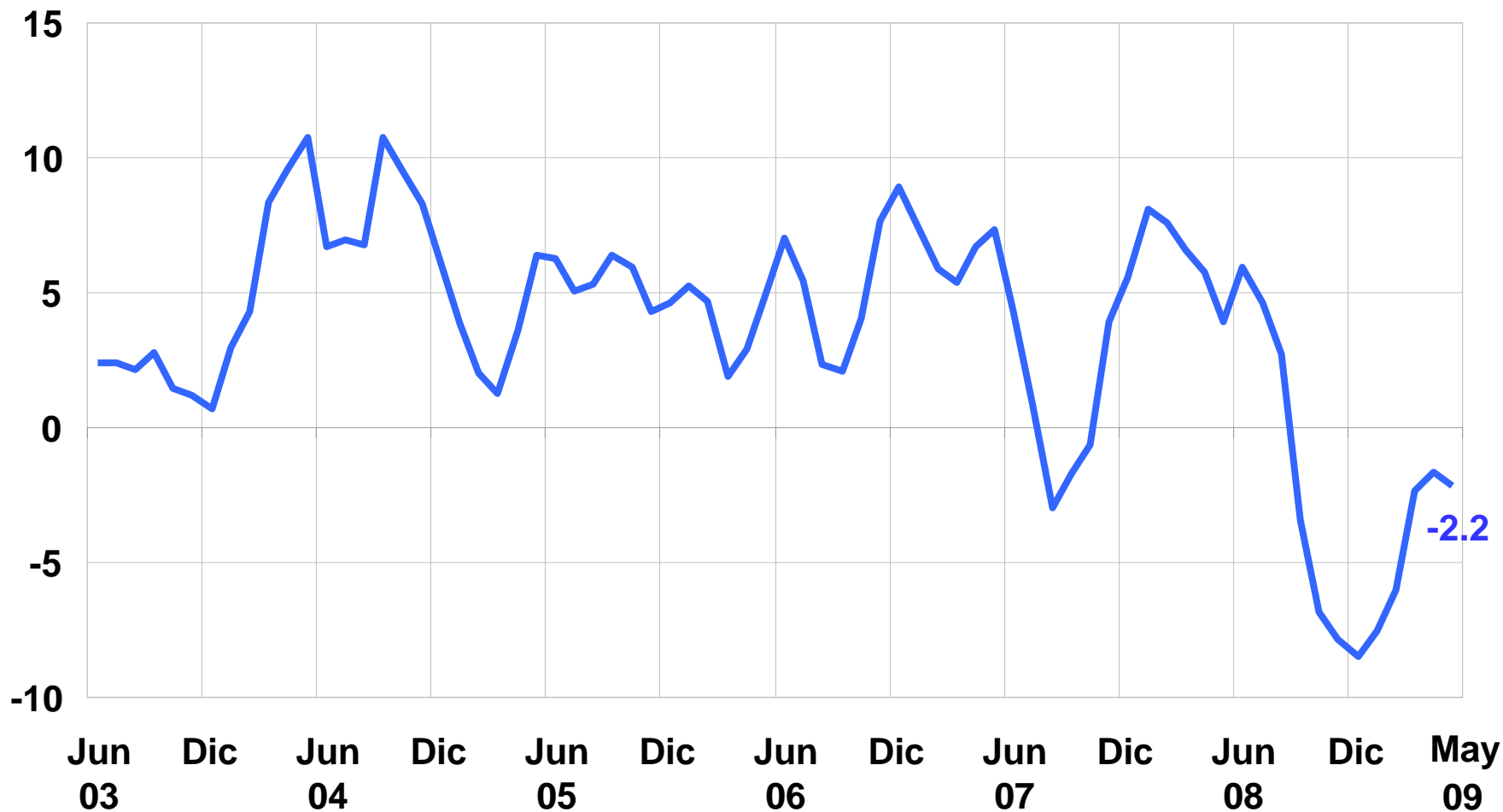
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Contracción debiera seguir perdiendo fuerza.

- ✓ Gracias a buenos fundamentos, la política monetaria y la fiscal han tomado un fuerte carácter contra-cíclico.
 - ✓ La TPM se ha reducido en 775 pips desde Septiembre y ahora se agregaron políticas no convencionales, y se introdujo paquete fiscal del 3% del PIB.
- ✓ Actividad agregada debiera comenzar a crecer avanzado el segundo semestre impulsada por:
 - ✓ Los efectos expansivos de las políticas fiscales y monetarias;
 - ✓ La mejora en precios de activos y las mejores expectativas de consumidores y empresarios;
 - ✓ Una situación internacional algo mejor.

Crecimiento del Imacec

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



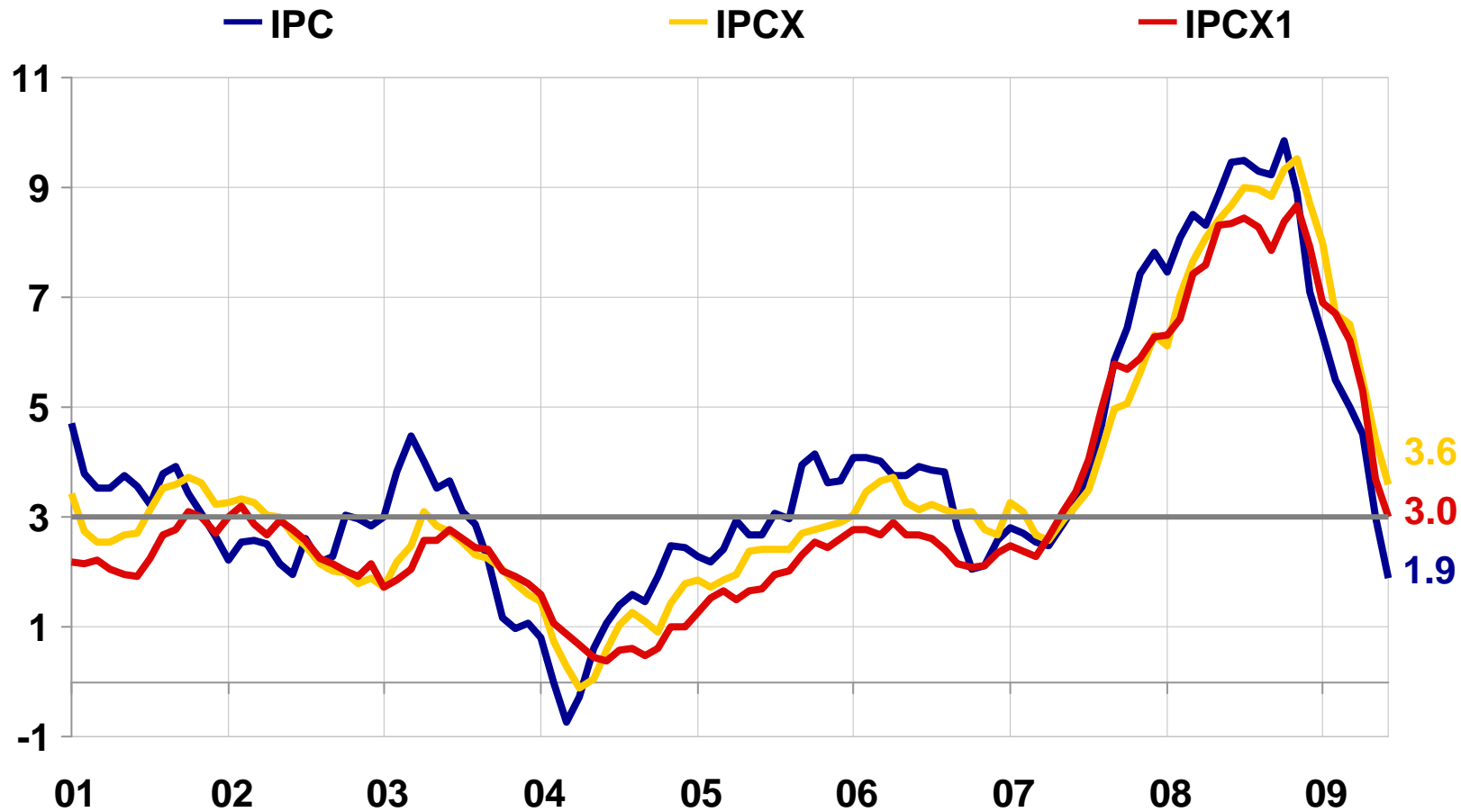
Fuente: Banco Central de Chile.

La Inflación Cae con Fuerza

- ✓ Por otro lado, afectada por la caída en los precios internacionales de *commodities* y las crecientes holguras de capacidad, la inflación anual cae con fuerza.
 - ✓ La inflación anual va a continuar cayendo en los próximos meses llegando a valores anuales negativos en algunos meses hacia fines de este año.
- ✓ Caídas de actividad y de la inflación son mayores que las contempladas en el escenario base del último IPOM y aumentan el riesgo que la inflación se quede muy por debajo de la meta por un período prolongado de tiempo.

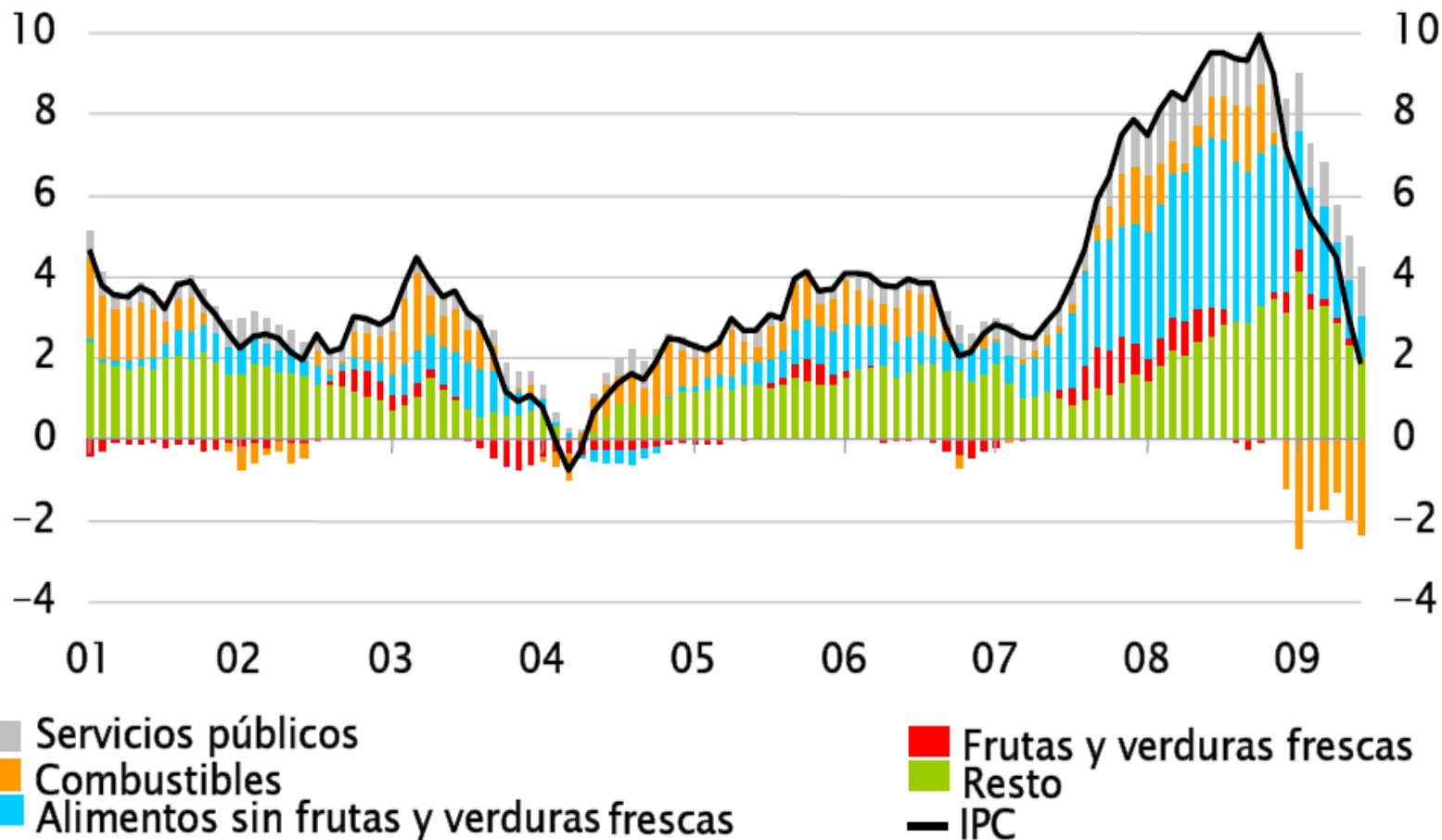
Inflación

(variación anual, %)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Incidencias en la Inflación anual del IPC (Puntos Porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile, Presentación de Antecedentes, RPM Julio

Y la política monetaria responde con fuerza

- ✓ En su RPM de Junio el Banco Central redujo la TPM al 0,75% e informó que, en el escenario más probable, la TPM se mantendrá baja por un período prolongado de tiempo.
- ✓ Aunque trayectoria esperada de TPMs se redujo en el último mes, igual incomodaba al logro del objetivo de reducir las brechas de capacidad para poder llevar la inflación anual de regreso a la meta en el horizonte de política, esto es, dos años.
- ✓ En estas circunstancias, en su RPM de julio el Banco Central decidió bajar la tasa otros 25 pips, anunciar que ese es el límite inferior, e introducir acciones no convencionales para alterar la trayectoria de tasas a la baja más allá de la tasa interbancaria.

Y la política monetaria responde con fuerza

- ✓ Las medidas no convencionales son:
 - ✓ Establecer una Facilidad de Liquidez a Plazo (FLAP) para las empresas bancarias, mediante la cual otorgará liquidez a 90 y 180 días al nivel de la TPM vigente.
 - ✓ Ajustar el plan de emisiones de Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) a plazos menores de un año de manera coherente con la decisión anterior.
 - ✓ Suspender, por todo lo que resta del 2009, la emisión de títulos de deuda a plazos iguales o superiores a un año, correspondientes a Bonos Nominales del Banco Central a 2 años (BCP-2) y Pagarés Descontables del Banco Central a 1 año (PDBC-360).
- ✓ Estas medidas tienen mucho sentido dado el riesgo que existía de que la inflación se quedara estacionada muy por debajo de la meta por un período prolongado de tiempo.

Perspectivas de la Economía Chilena

- ✓ Las proyecciones de crecimiento de este año están en el rango del -1,5 al 0,25% y las del 2010 en el rango del 2,2 al 5%.
 - ✓ Principales riesgos al crecimiento del 2010 son un deterioro en la situación internacional (confianza y/o crecimiento) y una menor efectividad de las políticas expansivas.
- ✓ Las proyecciones de inflación anual a diciembre del 2009 están en el rango del 0,0 al 1,1% y las a diciembre del 2010 en el rango del 2,3 al 3,2%.
 - ✓ Principal riesgo a la inflación son la trayectoria de los precios de *commodities* y del tipo de cambio.

Chile: Variables Macroeconómicas

(variación porcentual anual, %)

| | 2007 | 2008 | 2009 | | | | 2010 | | | |
|------------------------|-------|-------|----------------|---------------------|-------|----------------------|---------|-------------------|-------|---------------------|
| | | | BC | LACF | EIU | EEE | BC | LACF | EIU | EEE |
| PIB | 4.7 | 3.2 | -0.75; 0.25 | -0.9 (-2.0; 0.3) | -1.0 | -1.5 (-2.2; -0.8) | 4.5-5.0 | 3.4 (2.0; 4.7) | 2.2 | 3.1 (2.0; 4.4) |
| Con. privado | 6.9 | 4.3 | 0.2* | -0.6 | -1.3 | - | | 3.6 | 3.6 | |
| Inversión total | 12.0 | 19.5 | -14.3 | -10.0 | -16.1 | - | | 5.6 | 6.3 | |
| Bce. Sector Púb. | 8.7 | 5.3 | - | -3.7 | -4.1 | - | | -1.8 | -1.4 | |
| Tipo Cambio (fin per.) | 495.8 | 629.1 | - | 565.9** | 554.8 | 563** (532; 600) | | 570.6** | 570.9 | 580** (525; 620) |
| Inflación (dic-dic) | 7.8 | 7.1 | 0.6 | 0.3 (-0.3; 3.0) | 1.0 | 0.0 (-0.8; 0.9) | 2.3 | 2.8 (2.1; 3.6) | 3.2 | 2.5 (2.0; 3.0) |

*Se refiere al consumo total

**Corresponde a fines de junio del año siguiente.

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



El Momento Económico Internacional y Chile

Vittorio Corbo

9 de Julio de 2009