



El Momento Económico

Vittorio Corbo

27 de Julio del 2010

Versión actualizada de presentación hecha en el CEP el 22 de Julio del 2010.



1. Introducción

Introducción

- Tal como habíamos anticipado, el crecimiento de la economía mundial está perdiendo fuerza, lo que comienza a preocupar a los mercados por la incertidumbre sobre el crecimiento futuro.
- Preocupación por solvencia de Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España (GIIPS) y de la banca europea obliga a introducir ajustes fiscales y tests de stress a la banca.
- Desaceleración del crecimiento mundial y programas de ajuste fiscal de Europa abren debate sobre prioridad de políticas.
- En la economía chilena la demanda interna crece con fuerza y la actividad comienza a dejar atrás los efectos del terremoto.
- Con un PIB creciendo con fuerza y más que el PIB potencial, las brechas de capacidad se van a agotar antes de anticipado, lo que llevará al Banco Central a continuar con alzas de tasas.
- Los principales riesgos para Chile están en el entorno externo y en un eventual sobrecalentamiento.



2. La Economía Mundial y sus Perspectivas

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Evolución reciente de la Economía Mundial

- La economía mundial se recuperó con más fuerza y antes de lo anticipado a partir del segundo trimestre del 2009.
- Los efectos de la crisis griega en los spreads soberanos de los GIIPS y en sus sistemas financieros llevó a los países de la Zona Euro a iniciar un ajuste fiscal antes de lo anticipado.
- Estos programas comienzan a hacerse efectivos justo cuando el crecimiento de EE.UU. y de China se comienza a debilitar.
 - En EE.UU. es el resultado de la maduración del ciclo de inventarios, del menor estímulo fiscal, de la reducción del apalancamiento privado y de la incertidumbre sobre la reforma a la regulación financiera.
 - En China, es el resultado de las restricciones al crédito, a la iniciación de proyectos y al endeudamiento de los gobiernos locales y de la desaceleración de los países industriales.
- En contraste, la Zona Euro repunta, empujada por Alemania y Francia. Los efectos de la crisis son menores a lo anticipado.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Evolución reciente de la economía mundial

- Con este cuadro de reducción del crecimiento mundial se abre un debate sobre la oportunidad y la forma del ajuste fiscal en los países industriales.
- Esto sucede cuando la economía mundial sigue arrastrando problemas heredados de la crisis:
 - Las familias y el sistema financiero tienen todavía un largo camino para llegar a niveles de endeudamiento más sostenibles;
 - Se están definiendo reformas financieras que van a resultar en un ajuste del sistema financiero en momentos en que el crédito sigue estancado o contrayéndose.
- Con todas estas preocupaciones no es sorprendente que la confianza siga frágil y muy afectada por las noticias de crecimiento y del estado del sector financiero.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

A pesar de respuesta de las autoridades europeas la incertidumbre persiste

- En el caso de Europa, a pesar de las medidas introducidas para controlar los efectos de la crisis griega y su contagio, quedan una serie de incertidumbres. Existen dudas con respecto a:
 - (1) la operatoria del programa de estabilización de la deuda;
 - (2) la capacidad de Grecia para recuperar su solvencia;
 - (3) la capacidad política de los países para llevar a cabo los ajustes fiscales y reformas estructurales (competencia, laboral y pensiones);
 - (4) la validez del escenario adverso utilizado en los stress tests de la banca europea y los planes para capitalizar a bancos que lo necesiten;
 - (5) los efectos recesivos de corto plazo en el crecimiento y la solvencia de la banca de los programas de ajuste y de la mayor incertidumbre global;
 - (6) los efectos en la credibilidad del BCE de su programa poco convencional de compra de bonos de los GIIPS en los mercados secundarios.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

A pesar de respuesta de las autoridades europeas la incertidumbre persiste

- La alta exposición de los bancos europeos a la deuda soberana de los GIIPS, junto al deterioro de su cartera por la crisis, creó dudas sobre su solvencia.
- Como resultado, el mercado interbancario y el de fondos de corto plazo se obstruyeron, afectando su liquidez.
- En el corto plazo, la debilidad del sistema bancario sigue siendo el problema más apremiante que enfrenta Europa, por sus eventuales efectos en el flujo de crédito y en la recuperación.
- Para enfrentar este problema la UE decidió, a través del CSBE, hacer *stress tests* a 91 bancos europeos que representan un 65% del mercado bancario. Los resultados de estos tests se hicieron públicos el 23 de julio pasado.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

A pesar de respuesta de las autoridades europeas la incertidumbre persiste

- El escenario adverso de los *stress tests* considera:
 - (1) una desviación de tres puntos porcentuales de las proyecciones de crecimiento de la Comisión Europea para los años 2010 y 2011: un punto porcentual el 2010 y dos puntos porcentuales el 2011;
 - (2) un deterioro por dos años de los spreads soberanos con respecto a los niveles de comienzos de Mayo, resultando en una caída del 23,1% en los valores de la bonos griegos y de un 12% en los españoles.
- En el escenario adverso los bancos tienen que tener una razón de capital Tier 1 del 6% de los activos ajustados por riesgo.
- Si los ejercicios de *stress tests* resultan creíbles, la incertidumbre sobre la solvencia de la banca debiera reducirse.
- Como parte de la mayor transparencia, los bancos iban a informar también sobre sus tenencias de bonos soberanos, pero hasta ahora algunos bancos importantes no lo han hecho.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Variables Macroeconómicas en los distintos escenarios

	Datos Efectivos			Ejercicio 2010			
				Escenario Base		Escenario Adverso	
	2008	2009	2010Q1	2010	2011	2010	2011
EU 27							
PIB (% anual)	0.7	-4.2	0.2	1.0	1.7	0.0	-0.4
Desempleo (% de la Fuerza de Trabajo)	7.0	8.9	9.6	9.8	9.7	10.5	11.0
Zona Euro							
PIB (% anual)	0.6	-4.1	0.2	0.7	1.5	-0.2	-0.6
Desempleo (% de la Fuerza de Trabajo)	7.5	9.4	10.0	10.7	10.9	10.8	11.5
Estados Unidos							
PIB (% anual)	0.4	-2.4	0.7	2.2	2.0	1.5	0.6
Desempleo (% de la Fuerza de Trabajo)	5.8	9.3	9.7	10.0	10.2	10.2	11.1

Nota: Variación del PIB corresponde a la tasa de crecimiento del PIB Real. El crecimiento del PIB de 2010 Q1 se compara con 2009Q4.
Fuente: Eurostat para datos efectivos y escenarios de los *stress tests*, Committee of European Banking Supervisors.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Descuento en la valoración de la deuda soberana aplicada en el *stress test*

País	Valor Descontado	País	Valor Descontado
Austria	5.6	Portugal	14.1
Bélgica	6.9	Eslovaquia	5.0
Chipre	6.7	España	12.0
Finlandia	6.1	Eslovenia	4.2
Francia	6.0	Dinamarca	5.2
Alemania	4.7	Suecia	6.7
Grecia	23.1	Reino Unido	10.2
Irlanda	12.8	República Checa	11.4
Italia	7.4	Polonia	12.3
Luxemburgo	6.9	Otros países que no pertenecen a la Zona Euro	11.8
Malta	6.4		
Holanda	5.2	Promedio EU	8.5

Fuente: Escenarios de los *stress tests*, Committee of European Banking Supervisors.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Dudas se debieran ir disipando en el tiempo con acciones concretas

- Europa también tiene problemas de más largo aliento que preocupan a los mercados: la restauración de la solvencia fiscal y las perspectivas de crecimiento de los GIIPS.
 - En algunos casos esto va a requerir profundas reformas estructurales que abarquen la competencia, los mercados laborales y las pensiones, del tipo identificadas en la Agenda de Lisboa.
- La resolución de todos estos problemas va a ser un proceso lento, no exento de dificultades, con efectos en la volatilidad de precios de activos financieros y el crecimiento.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Se avanza en la reformas financieras

- En cuanto a las reformas financieras se han hecho avances importantes en las últimas semanas que van por dos líneas distintas:
 - Regulación de capital y de liquidez para bancos que se ha dejado en manos del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria del BIS y que serán presentadas en la próxima reunión de los G-20 en Seúl.
 - Normativa sobre qué instituciones supervisan al sistema financiero, cómo se reglamentan instrumentos financieros, cómo enfrentar crisis futuras, y otros temas que corresponden a cada país.
- El estado de avance y los particulares de la segunda línea de reformas han divergido.
 - En EE.UU., epicentro de la Gran Recesión, después de una discusión de tono muy fuerte se acaba de aprobar una reforma financiera que busca rectificar muchos de los problemas que originaron la crisis.
 - Las reformas financieras de la UE han tenido como objetivo principal mejorar el diseño y funcionamiento de organismos existentes.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Se avanza en la reformas financieras

- La reforma americana incluye las siguientes medidas:
 - (A) le otorga herramientas al gobierno para cerrar y administrar instituciones financieras quebradas;
 - (B) crea una nueva agencia de protección a los consumidores para defenderlos de prácticas engañosas, costos escondidos y contratos abusivos;
 - (C) crea un consejo que estudiará el riesgo sistémico y observará riesgos a la economía;
 - (D) le otorga autoridad al FED sobre instituciones financieras sistémicas, y aumenta la transparencia del FED sin restringir su autonomía;
 - (E) introduce regulación y normas para transar instrumentos derivados;
 - (F) fortalece el sistema de supervisión;
 - (G) pone restricciones a las prácticas de *proprietary trading* de los bancos.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Se avanza en la reformas financieras

- Esta reforma es un paso adelante importante, pero no resuelve una serie de temas que contribuyeron a la crisis, entre ellos los problemas de Fannie Mae y Freddie Mac.
- El enfoque de las reformas de la UE ha estado en mejorar la coordinación entre distintos supervisores nacionales.
- Pero también se han dado reformas a nivel nacional en Europa: en Alemania y el Reino Unido, por ejemplo, se ha vuelto a centralizar la regulación y supervisión financiera en sus bancos centrales.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

La crisis europea encontró a la economía mundial en plena recuperación

- La crisis europea encontró a la economía mundial recuperándose con más fuerza y mucho antes de lo esperado:
 - El crecimiento de EE.UU. ha estado impulsado por el ciclo de inventarios, las políticas de estímulo y las mejores expectativas privadas. Japón se ha beneficiado del dinamismo de Asia emergente.
 - Pero las mejores noticias han estado en el mundo emergente como un todo, donde China se vio obligado a introducir un ajuste y Brasil e India introducen políticas contractivas para controlar su sobrecalentamiento.
 - En contraste, la Zona Euro que se recuperaba en forma débil, afectada por su reducida capacidad para ajustarse a shocks y los problemas de los GIIPS, comienza a ver más dinamismo en Alemania y Francia.
- Con todo, la economía mundial creció en torno al 5% anualizado tanto en el cuarto trimestre del 2009 como en el primer trimestre de este año.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Crecimiento mundial (variación anualizada, %)

	2009				2010	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*
Estados Unidos	-6.4	-0.7	2.2	5.6	2.7	2.8
Zona Euro	-9.6	-0.4	1.6	0.5	0.8	2.7
Alemania	-13.3	-0.4	2.9	0.7	0.6	5.2
Japón	-15.8	6.9	0.4	4.6	5.0	3.4
Asia (ex - Japón)	2.5	12.9	10.9	8.7	10.8	6.6
China	8.4	14.8	11.0	10.9	10.0	7.8
India	8.2	9.8	15.0	6.9	9.2	8.1
Corea	0.8	10.0	13.4	0.8	8.7	6.1
América Latina	-10.0	0.9	6.6	7.4	4.2	5.0
Brasil	-5.9	6.0	8.8	9.5	11.4	3.3
Chile	-1.6	-0.9	5.2	6.2	-5.9	18.0
México	-24.5	1.2	10.1	7.9	-1.4	6.4
Mundo (PPM)	-7.5	1.4	2.8	4.3	3.6	3.5
Mundo (PPP)	-6.2	3.9	4.5	5.3	5.0	4.4

*Proyecciones de JP Morgan y Barclays Capital, excepto para China y Corea.

Fuente: Eurostat y Oficinas de Estadísticas Nacionales.

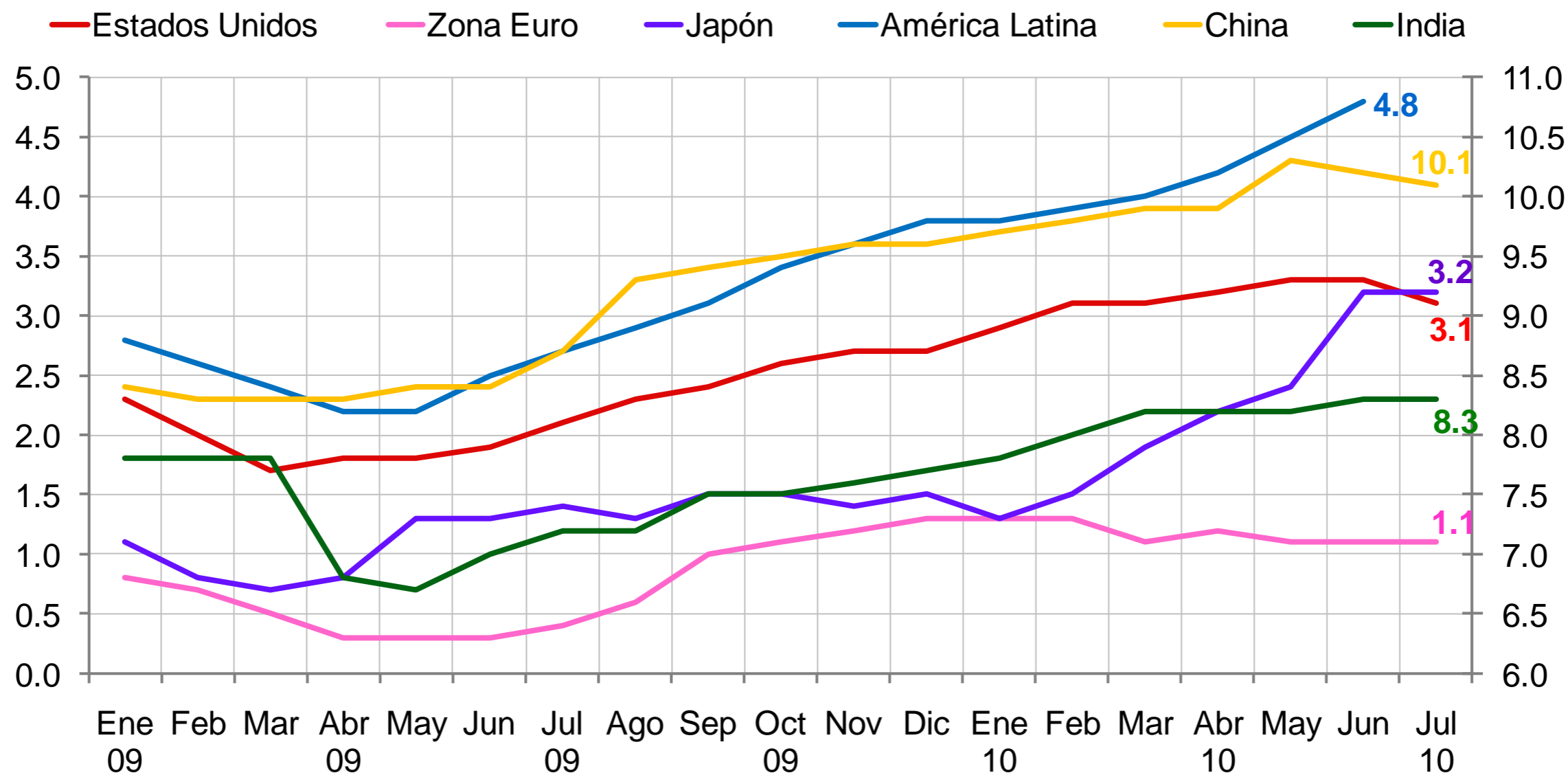
La Economía Mundial y sus Perspectivas

Crecimiento mundial se revisa continuamente al alza

- La fuerza de la recuperación sorprendía a los analistas y como resultado, con la excepción de la Zona Euro, hasta mayo las proyecciones de crecimiento para el año 2010 se habían estado corrigiendo periódicamente al alza.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

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



Fuente: Consensus Forecasts.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Crecimiento mundial se moderaría

- Pero el cuadro anterior está cambiado:
 - EE.UU. está siendo afectado por el ajuste fiscal de los Estados, un alto desempleo, un débil mercado del crédito, un menor impulso fiscal y ahora los efectos de la crisis europea.
 - La Zona Euro enfrenta los problemas de su banca y de solvencia fiscal y la incertidumbre sobre la continuidad de los programas de ajuste.
 - El crecimiento de China se está moderando y Brasil e India intentan reducir su dinamismo para evitar un sobrecalentamiento.
 - El crecimiento de Japón se está viendo afectado por la desaceleración de China y de EE.UU.
 - Asia emergente ya se está desacelerando por la maduración del ciclo de inventarios y la desaceleración de China y EE.UU.
- Sin embargo, las proyecciones de crecimiento para el año 2011 publicadas no reflejan todavía estos cambios.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Proyecciones del crecimiento mundial (variación anual, %)

	2009	2010			2011		
		FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	-2.4	3.3 (3.1; 2.7)	3.3	3.1 ↓	2.9 (2.6; 2.4)	2.9	3.0 ↓
Zona Euro	-4.1	1.0 (1.0; 1.0)	0.7	1.1 =	1.3 (1.5; 1.6)	1.3	1.4 =
Japón	-5.2	2.4 (1.9; 1.7)	2.5	3.2 =	1.8 (2.0; 2.2)	2.1	1.6 ↓
Asia (ex-Japón)	5.9	9.2 (8.4; 7.9)	8.7	8.6 =	8.1 (8.3; 8.0)	8.0	7.7 =
China	9.1	10.5 (10.0; 10.0)	9.5	10.1 ↓	9.6 (9.9; 9.7)	8.7	9.1 ↑
India	5.7	9.4 (8.8; 7.7)	8.4	8.3 =	8.4 (8.4; 7.8)	8.0	8.3 ↓
América Latina	-1.8	4.8 (4.0; 3.7)	4.3	4.8 ↑	4.0 (4.0; 3.8)	3.9	3.8 ↓
Brasil	-0.2	7.1 (5.5; 4.7)	6.0	7.1 ↑	4.2 (4.1; 3.7)	4.2	4.4 ↓
México	-6.5	4.5 (4.2; 4.0)	4.3	4.5 ↑	4.4 (4.5; 4.7)	4.0	3.7 =
Mundo (PPP)	-0.6	4.6 (4.2; 3.9)	4.3	4.3 =	4.3 (4.3; 4.3)	4.3	3.9 ↓
Mundo (TCM)	-2.0	3.6 (3.2; 3.0)	3.3	3.5 =	3.4 (3.4; 3.4)	3.3	3.3 =
Comercio Mundial	-11.3	9.0 (7.0; 5.8)	6.3		6.3 (6.1; 6.3)	6.7	

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

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Crecimiento se reduce y debiera continuar a tasas moderadas

- Lo más probable es que el crecimiento mundial resulte más moderado en los próximos trimestres (y años).
- Frente al riesgo de que el crecimiento termine por llevar a algunos países industriales de vuelta a la recesión, se intensifica la discusión sobre la pertinencia de los ajustes fiscales.
- En este cuadro, la decisión de China de flexibilizar su política cambiaría ayudará en:
 - Manejo macro interno y reorientación del crecimiento hacia el gasto interno, pero la apreciación será lenta y moderada;
 - Reducir los desbalances globales y aliviar las tensiones comerciales son EE.UU. y la Zona Euro en un período de bajo crecimiento.

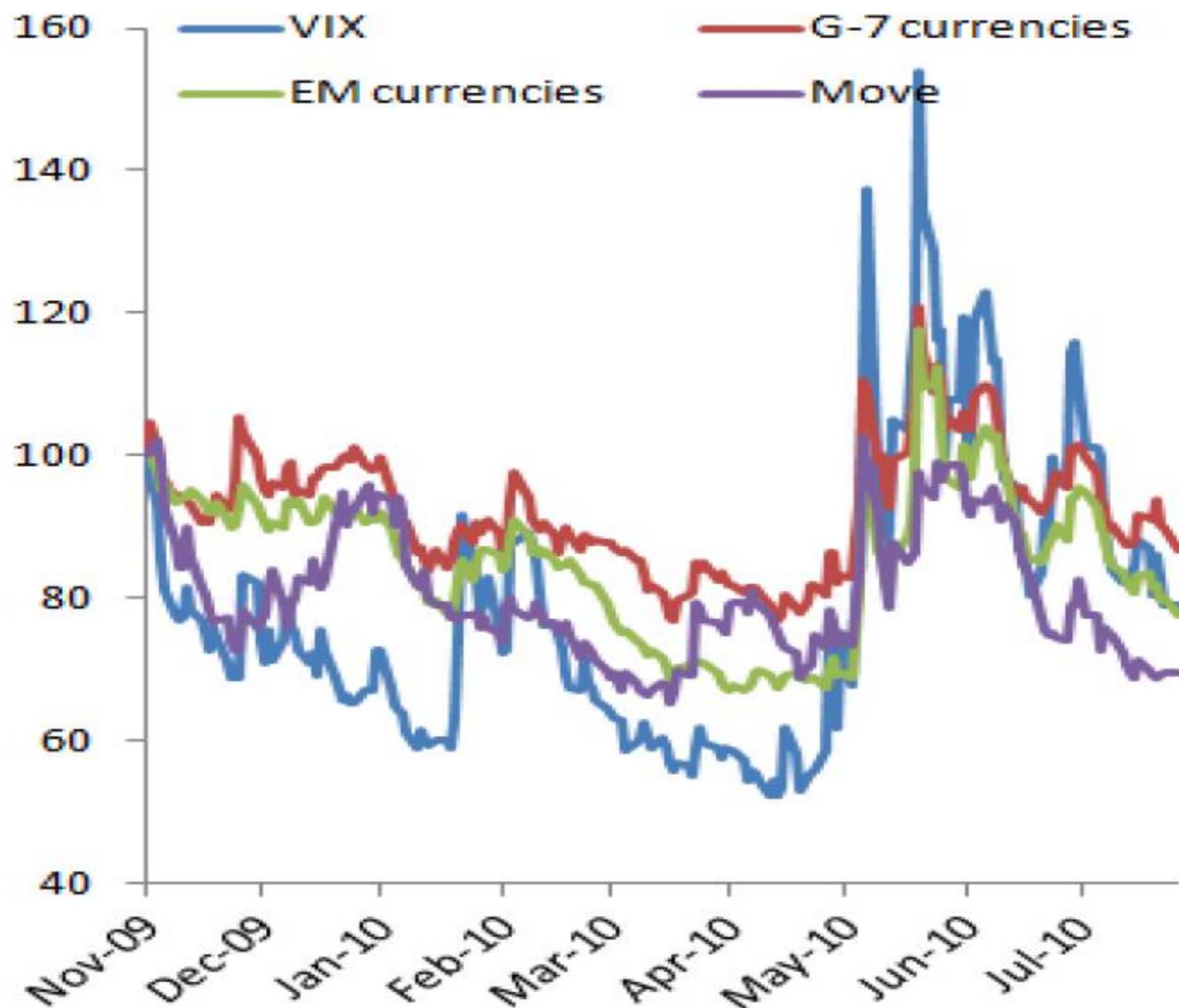
La Economía Mundial y sus Perspectivas

Crecimiento enfrenta riesgos, los que están sesgados a la baja

- Con inflaciones subyacentes bajas tanto en EE.UU. (0,9% anual) como en la Zona Euro (0,9% anual), con alto desempleo y con amplias holguras de capacidad, las tasas de interés se mantendrían bajas por más tiempo que lo antes proyectado.
- Este escenario base enfrenta riesgos, mayoritariamente a la baja, los que han aumentado últimamente.
 - Una desaceleración más pronunciada y duradera en los EE.UU.
 - Un aumento de las tensiones financieras y de su contagio, desatada por preocupaciones crecientes sobre los riesgos soberanos, con efectos en tasas de interés y condiciones financieras más estrechas;
 - Una recepción desfavorable a los resultados de los *stress tests* a medida que pasen los días;
 - Incertidumbre regulatoria puede afectar más al crédito y al crecimiento.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

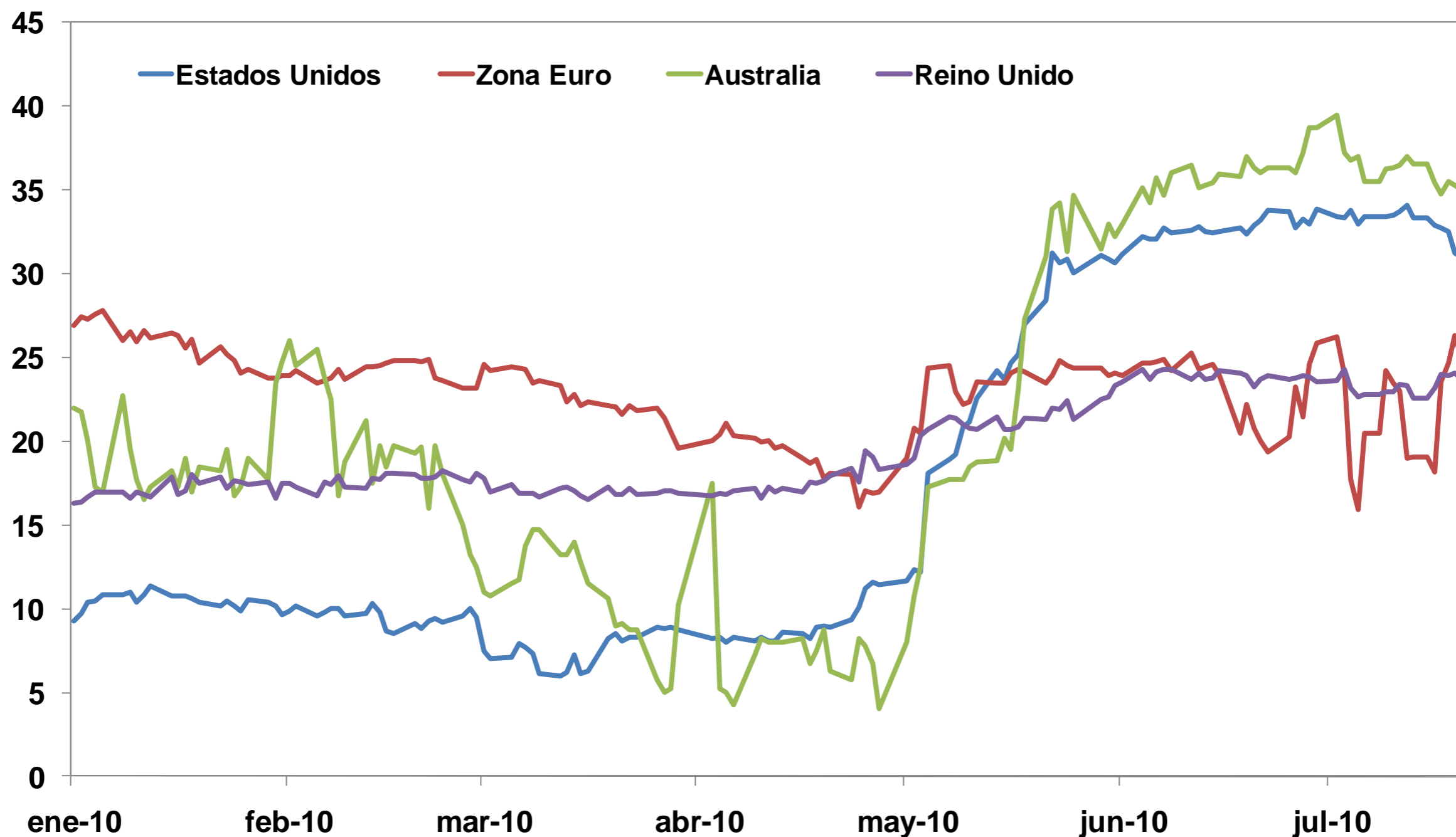
Índices de Volatilidades (02/11/2009=100)



Fuente: Bloomberg, 23 de Julio del 2010.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

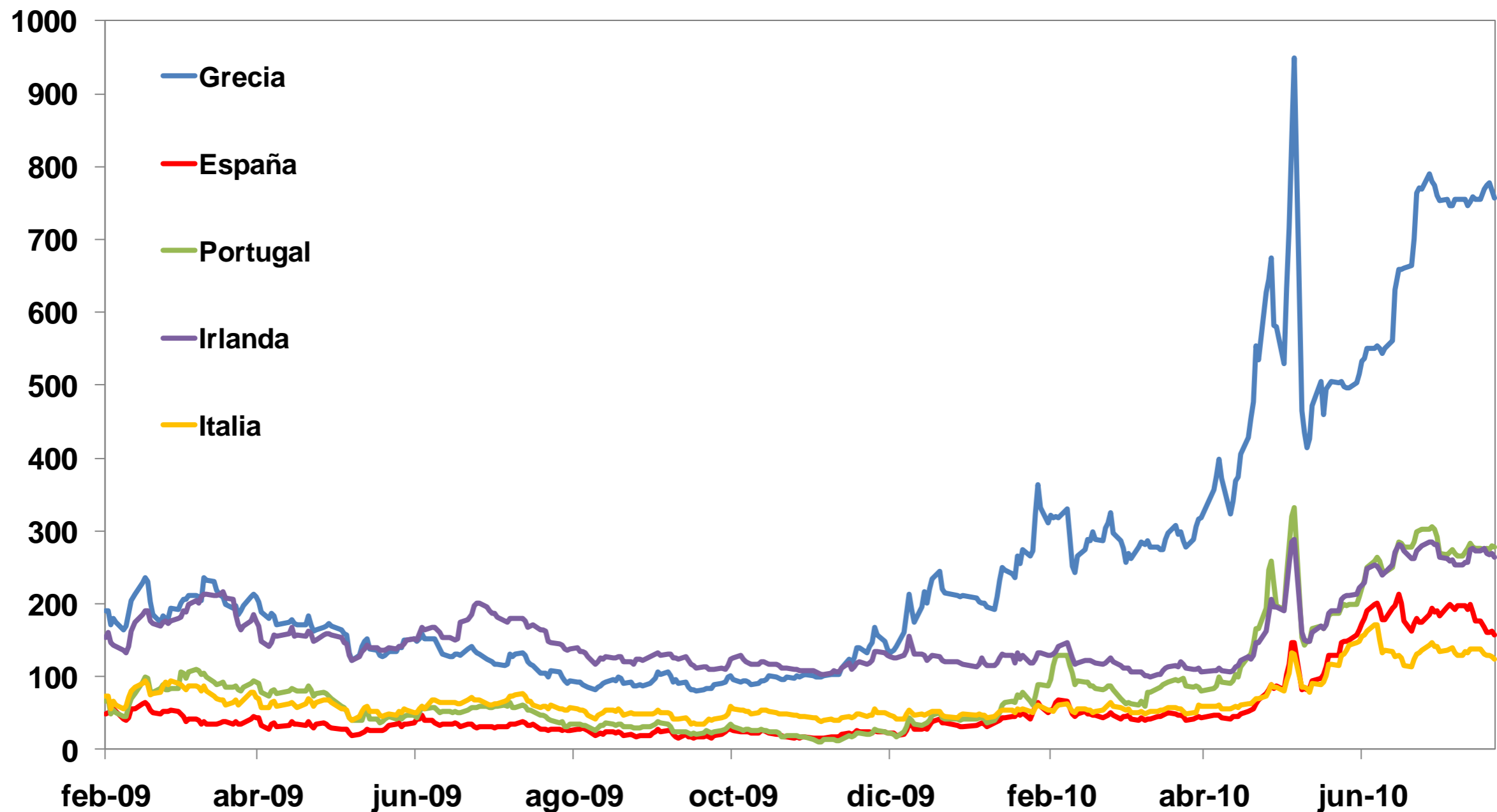
Spreads entre la LIBOR y Overnight Index Swaps (puntos base)



Fuente: Bloomberg, 23 de Julio del 2010.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

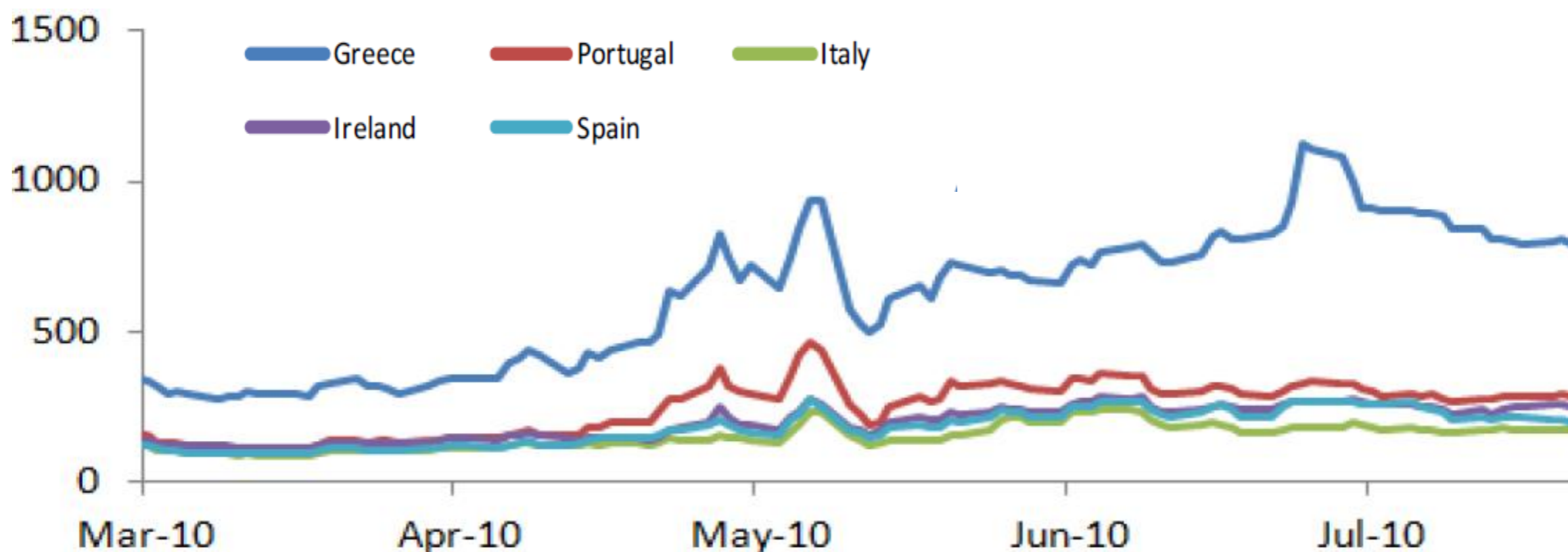
Spreads Bonos de Gobierno a 10 años sobre Bonos Alemanes (puntos bases)



Fuente: Bloomberg, 23 de Julio del 2010.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

CDS Soberanos (puntos bases)



Fuente: Bloomberg, 22 de Julio del 2010.



3. Perspectivas de la Economía Chilena

Perspectivas de la Economía Chilena

La economía retoma la senda del crecimiento

- La economía chilena ha retomado su dinamismo después de la brusca desaceleración causada por los efectos del terremoto y maremoto.
- Después de caer 2,9% anual en Marzo, el IMACEC creció 4,6% en Abril y 7,1% en Mayo.
 - Los sectores que muestran mayor dinamismo son el Comercio minorista y mayorista, Transporte y Comunicaciones y el sector Industrial.
 - En contraste, sorprende el bajo dinamismo de la construcción.

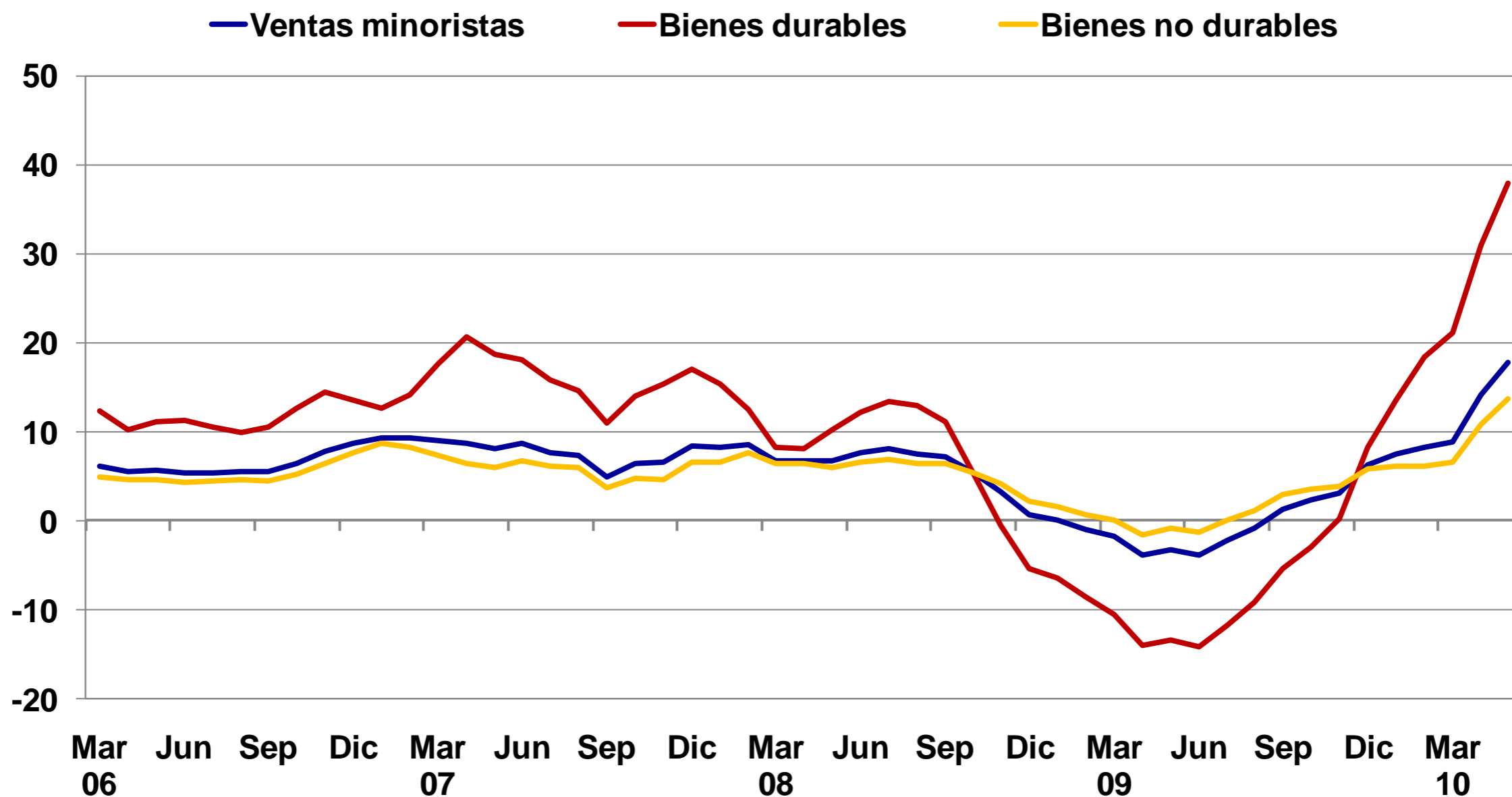
Perspectivas de la Economía Chilena

La demanda interna crece con fuerza

- La demanda interna prácticamente no sufrió con el terremoto y sigue creciendo con fuerza, apoyada por políticas de estímulo, la restitución de inventarios y mejores condiciones financieras.
 - La demanda interna creció 11,1% anual en 2010Q1 después de crecer sólo un 1,4% en 2009Q4.
 - Los indicadores parciales de gasto interno son incluso más impactantes:
 - Las ventas reales de durables crecen por sobre el 35% anualizado.
 - Las importaciones en dólares de bienes de consumo y de capital crecen en torno al 60% anual.
 - El crédito crece en términos reales.
- Adicionalmente, los índices de confianza empresarial—con la excepción del sector construcción—han mejorado en forma importante en los últimos meses.

Perspectivas de la Economía Chilena

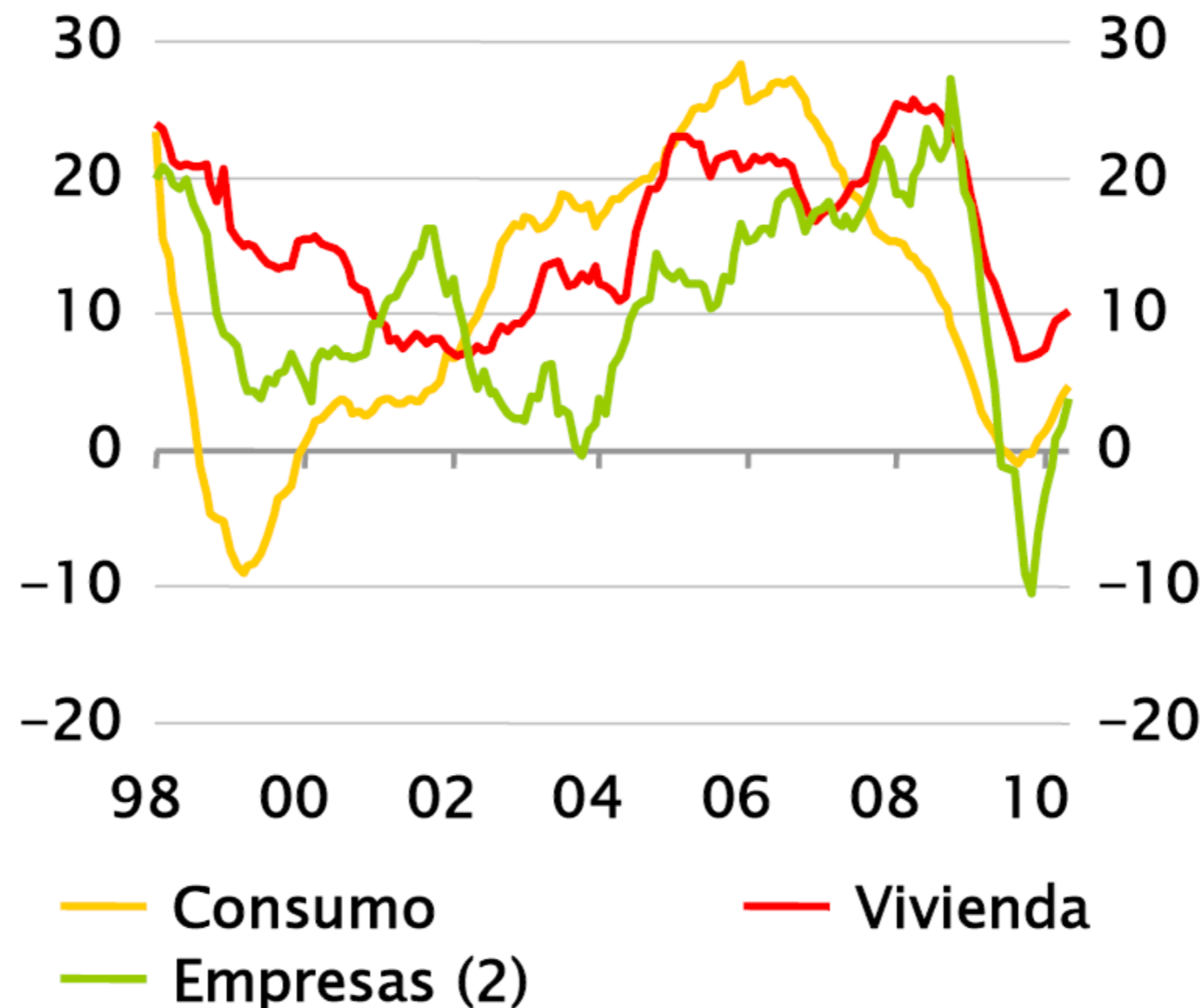
Ventas Reales del Comercio Minorista (variación anual promedio móvil trimestral,%)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, Junio 2010.

Perspectivas de la Economía Chilena

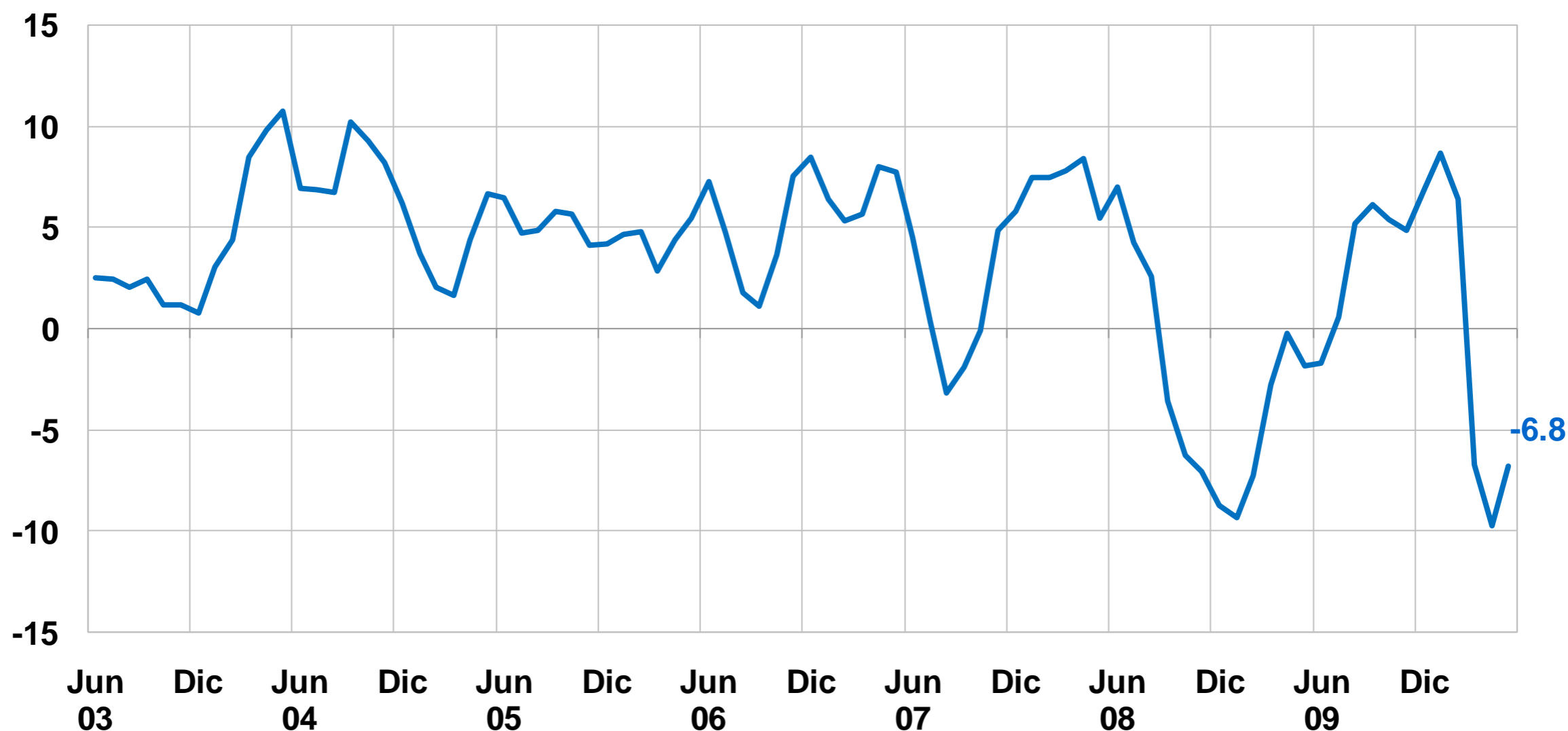
Colocaciones por tipo de crédito (1) (variación anual, %)



(1) Datos de mayo del 2010 son provisionales. (2) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior.
Fuente: Banco Central de Chile, Cámara Nacional de Comercio y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Perspectivas de la Economía Chilena

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



Nota: Serie desestacionalizada.
Fuente: Banco Central de Chile.

Perspectivas de la Economía Chilena

Crecimiento retomaría dinamismo

- Las distintas mediciones muestran que el empleo crece y los salarios reales siguen aumentando entre el 3 y el 4% anual.
- El crecimiento de la masa salarial real, el dinamismo del mercado laboral y la menor incertidumbre debieran seguir apoyando a la demanda interna.
- Sin embargo, el crecimiento de demanda interna debiera atenuarse por maduración de reposición de durables y de inventarios pero seguirá impulsada por la reconstrucción.
- La inflación se mantiene baja pero va a repuntar luego.
- En el segundo semestre de este año el crecimiento de la actividad debiera acelerarse ayudado por mejores expectativas y el mayor gasto en reconstrucción.
- Los efectos en la actividad de los programas de reconstrucción se debieran ver con más fuerza el próximo año.

Perspectivas de la Economía Chilena

Perspectivas

- Con holguras de capacidad que debieran coparse en los próximos trimestres, el Banco Central inició el proceso de normalización de la PM con cierta fuerza el que va a continuar.
- La TPM debiera llegar a niveles por lo menos neutrales en los próximos 18 meses, esto es, en torno al 5,75%.
- Los principales riesgos de este escenario base son:
 - (1) la desaceleración de EE.UU. y de la economía mundial puede resultar más pronunciada y más duradera de lo proyectado;
 - (2) la crisis europea puede terminar teniendo implicancias mayores a las contempladas en el crecimiento de la economía mundial;
 - (3) en menor medida, una desaceleración más pronunciada de China;
 - (4) en el segundo semestre del año el crecimiento del gasto interno puede terminar desacelerándose menos de lo anticipado;
- Con todo, lo más probable es que el crecimiento de este año bordee el 5% y el del próximo supere al 6%.

Perspectivas de la Economía Chilena

Chile: Variables Macroeconómicas (variación porcentual anual, %)

	2009	2010				2011		
		BC	LACF	EIU	EEE	LACF	EIU	EEE
PIB	-1.5	(4.0-5.0)	4.5	5.0	4.8	5.7	4.7	5.8
			(4.0; 5.0)		(4.4; 5.1)	(4.8; 6.5)		(5.0; 6.3)
Demanda Interna	-5.9	14.5	-	-	-	-	-	-
Con. privado	0.9	7.8*	5.5	7.5	-	5.6	7.4	-
Inversión total	-15.3	23.0	14.8	26.0	-	11.7	21.0	-
Bce. Sector Púb.	-4.4	-	-2.4	-2.2	-	-0.9	-1.4	-
Tipo Cambio (fin período)	506.4	-	534.9***	541.8	536**	544.6***	566.4	540**
					(511; 550)			(515; 558)
Inflación (dic-dic)	-1.4	3.8	3.5	3.3	3.5	3.2	2.9	3.2
			(2.8; 4.0)		(3.0; 3.7)	(2.8; 4.5)		(3.0; 3.9)

*Se refiere al consumo total

**Corresponde a fines de Junio del año siguiente.

***Corresponde a fines de Junio del año siguiente.

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