



# El Momento Económico

**Vittorio Corbo**

**Centro de Estudios Públicos**

**23 de Septiembre del 2010**



# 1. La Economía Mundial y sus Perspectivas

## La recuperación pierde fuerza

- La economía mundial ha recorrido un largo camino en los dos años que han transcurrido desde la caída de Lehman.
- En el trayecto se inició una recuperación antes de lo anticipado, se desató una crisis de deuda soberana en Europa y, en lo más reciente, se desaceleró EE.UU.
- El sistema financiero internacional estuvo al borde del colapso, pero gracias a las medidas agresivas de las autoridades monetarias y fiscales de los países industriales éste se pudo evitar.
- Ahora, la principal inquietud de los mercados es el debilitamiento de la recuperación en EE.UU., Japón y Europa, y los problemas de solvencia pública en la Zona Euro.
- En contraste, la desaceleración de China parece haber sido exitosa.

## La recuperación pierde fuerza y la regulación avanza

- La pérdida de fuerza de la recuperación no debiera sorprender: la historia muestra que la recuperación de recesiones causadas por crisis financieras son lentas y débiles.
  - Afortunadamente, la contundencia de las medidas de rescate y estímulo debieran llevar a una mejor convalecencia que lo sugerido por la historia.
- Con todo, aunque el regreso a una recesión es posible, ese no es el escenario más probable.
- Las últimas cifras son más consistentes con un escenario en que la recuperación sigue su curso, pero a tasa modesta (y por debajo del crecimiento potencial).
  - Sin embargo, lo más probable es que en los países industriales la tasa de desempleo se mantenga alta por bastante tiempo.
- En paralelo, se comienza a despejar la incertidumbre sobre la regulación financiera con el acuerdo inicial para Basilea III.

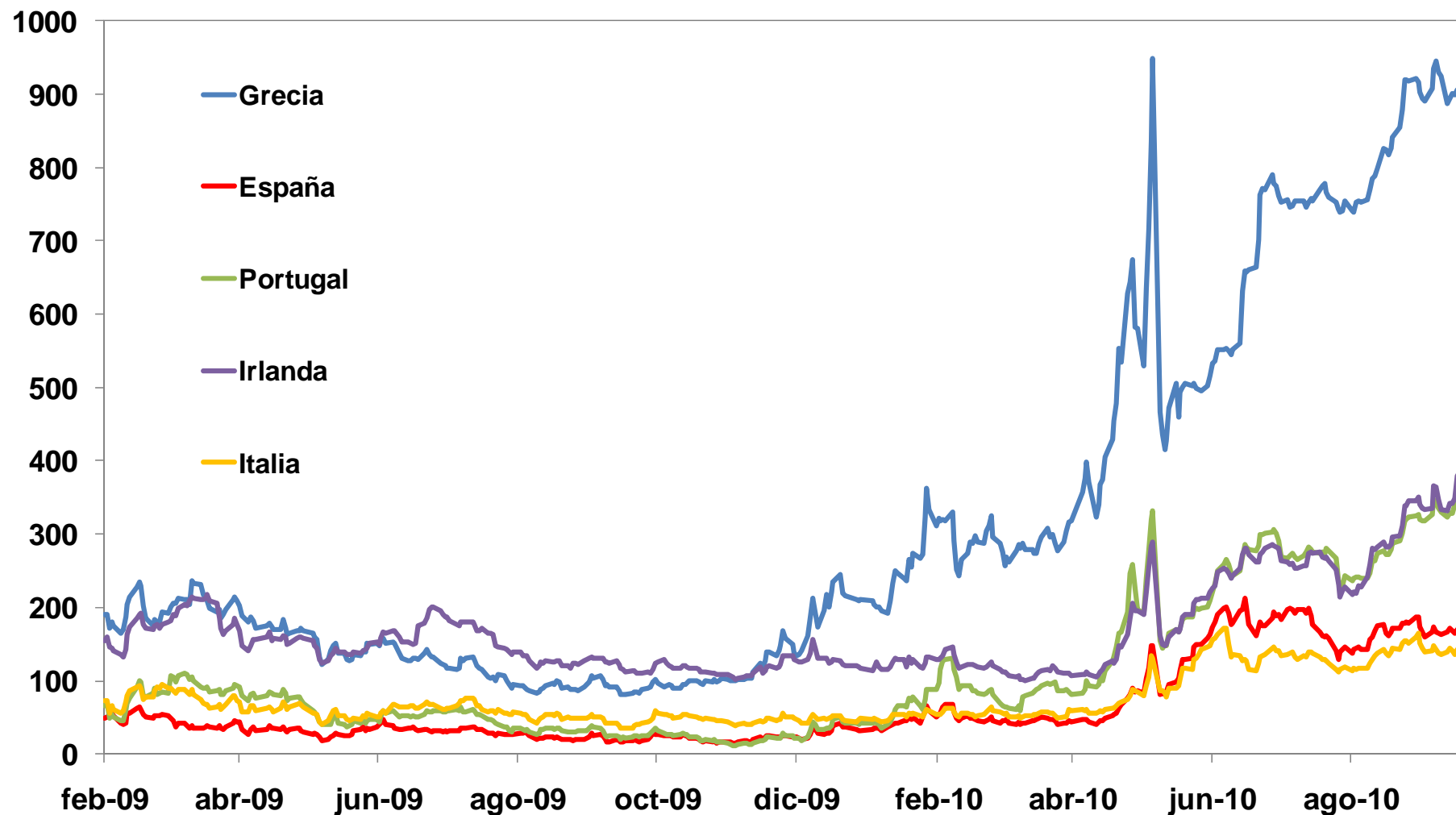
## Herencia de la crisis financiera limitará el crecimiento

- Los países industriales enfrentan también serie de problemas que van a limitar su crecimiento por un tiempo prolongado:
  - Le falta camino por recorrer al proceso de desapalancamiento del sector privado.
    - Las familias tienen una alta razón deuda/ingreso, y han tenido una importante caída en su riqueza (en EE.UU.: 30% en la riqueza en viviendas y 20% en la accionaria).
  - La corrección del deterioro de la solvencia fiscal de los países avanzados va a requerir de ajustes fiscales con efectos contractivos de corto plazo;
  - El alto y persistente desempleo, especialmente en EE.UU. y el sur de Europa, afecta la confianza de los consumidores y de los empresarios;
  - En varios países el exceso de oferta de viviendas y otras estructuras heredados del boom inmobiliario va a mantener a la construcción deprimida;
  - La incertidumbre sobre el curso de la recuperación, y la dirección de las políticas, afectará al consumo y la inversión.

Pero también hay factores positivos para el crecimiento

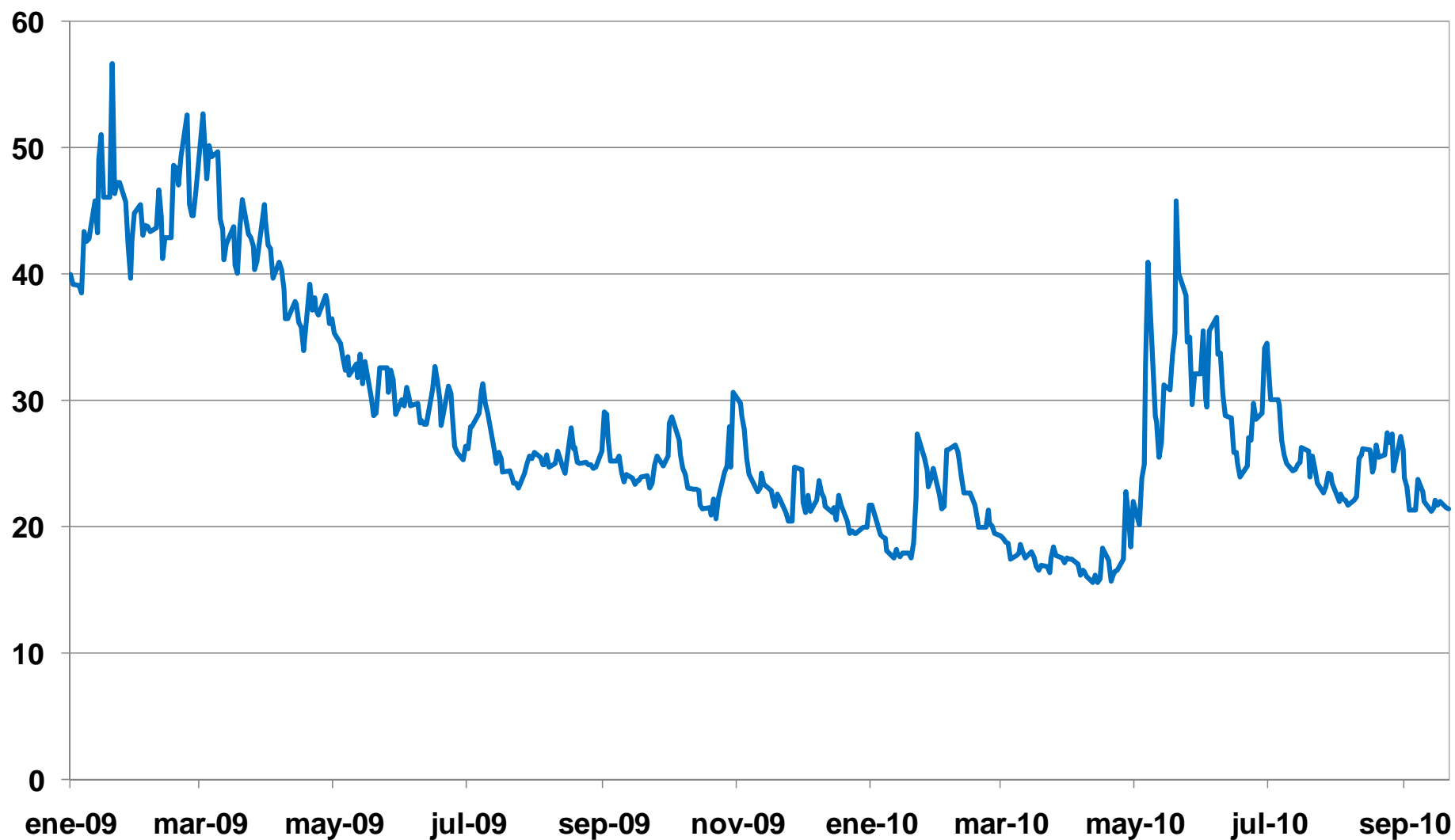
- Sin embargo, también hay factores que debieran impulsar el crecimiento de EE.UU. y de Europa, aunque éste sea modesto:
  - Las tasas de interés son extremadamente bajas y lo más probable es que se mantengan bajas por un período prolongado de tiempo;
  - Los países emergentes, que no sufrieron problemas con la Gran Recesión, seguirán impulsando la actividad mundial;
  - En EE.UU., la tasa de ahorro personal ha aumentado más de lo anticipado y la construcción ya ha tocado fondo;
  - En EE.UU., la FED ha declarado que, de ser necesario, está preparada para introducir nuevas medidas de relajamiento cuantitativo;
  - El sector financiero de los países que estuvieron en el epicentro de la crisis muestran importantes avances en la reducción de su apalancamiento y en mejorar su situación patrimonial;
  - Todo apunta a que la desaceleración de China ya se completó y su crecimiento se estabilizaría entre el 9 y el 10% anual.

## Spreads sobre los bonos alemanes (bonos públicos a 10 años)



Fuente: Bloomberg, 21 de Septiembre del 2010.

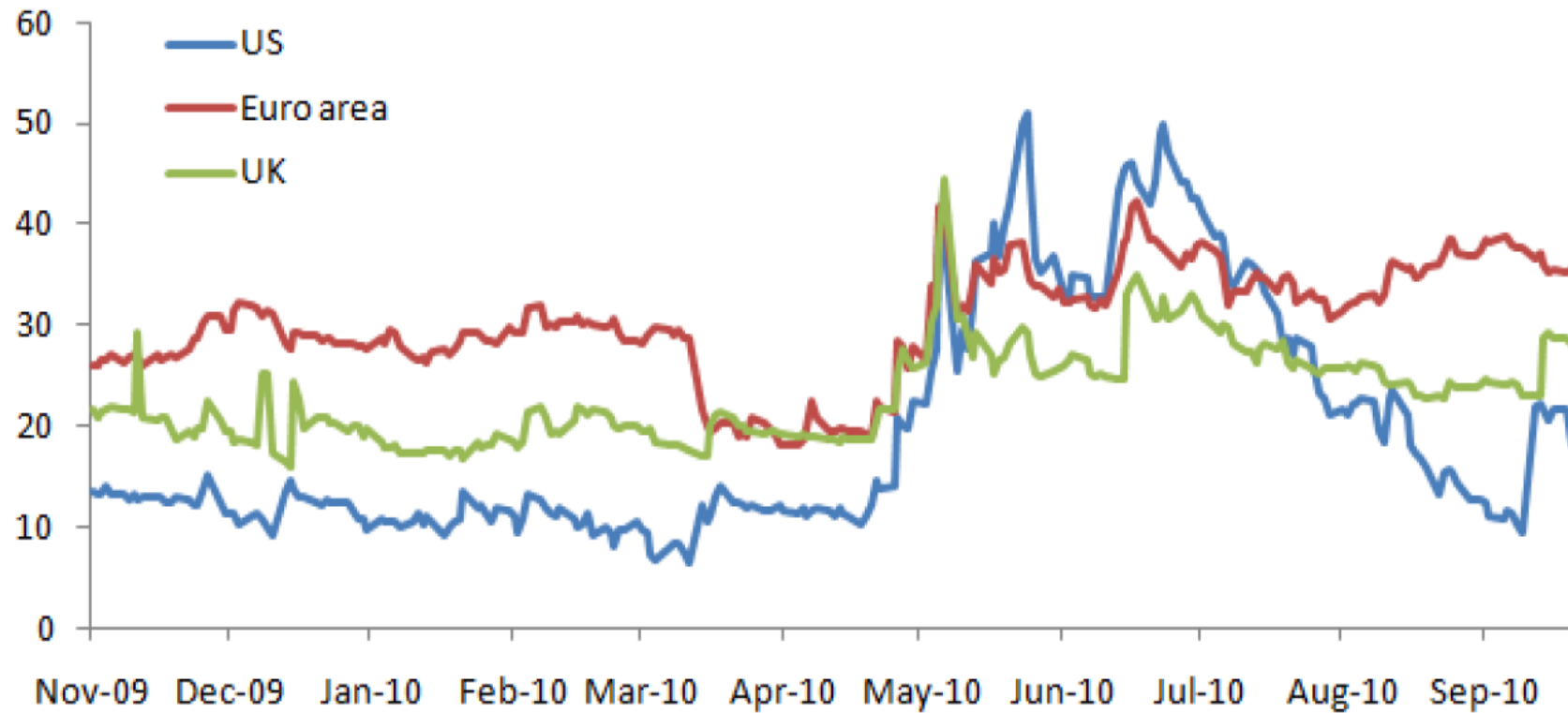
## Índice de Volatilidad VIX (%)



Fuente: Bloomberg, 21 de Septiembre de 2010.

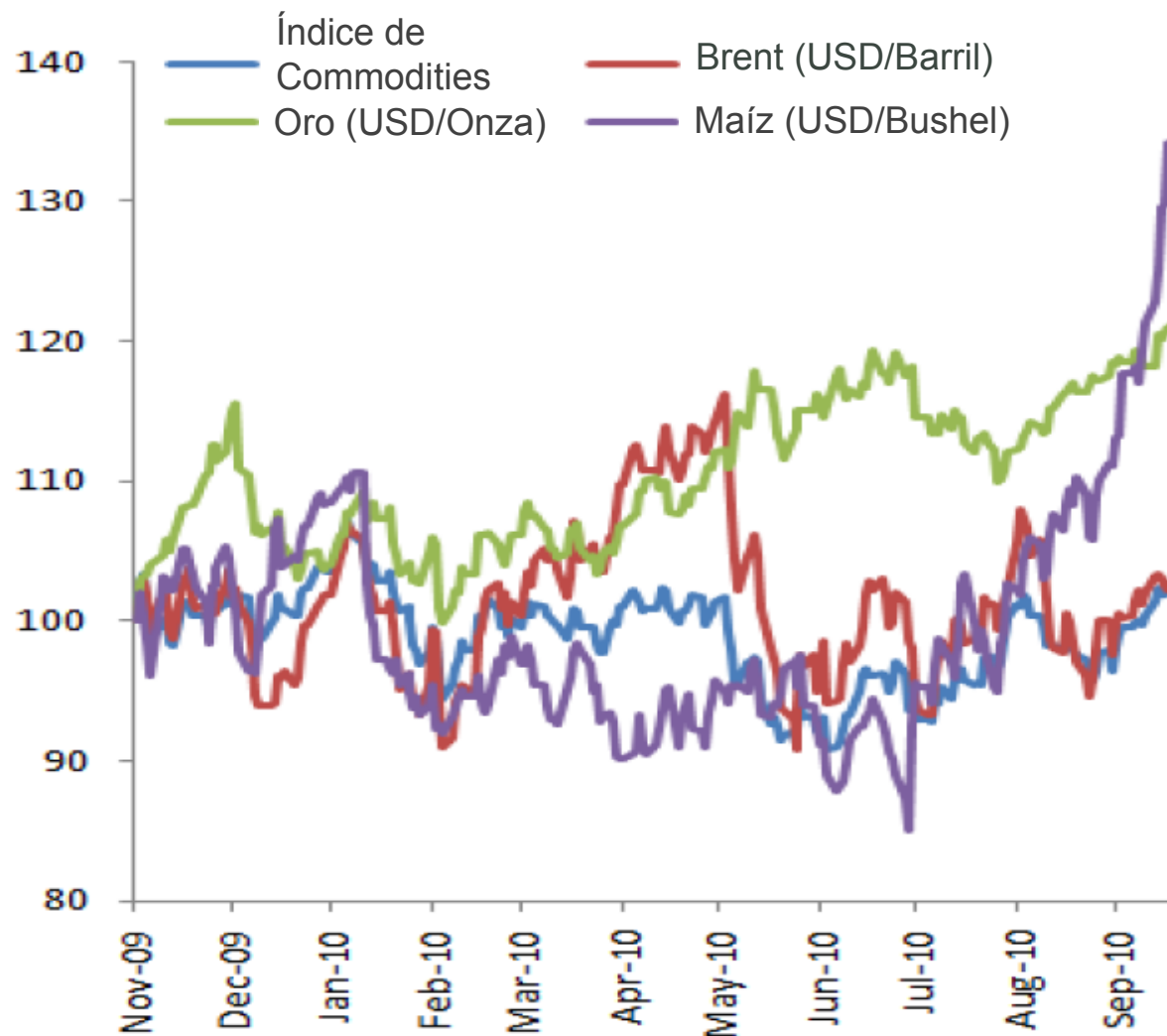


## Spreads entre Tasa Forward 3M y OIS (puntos bases)



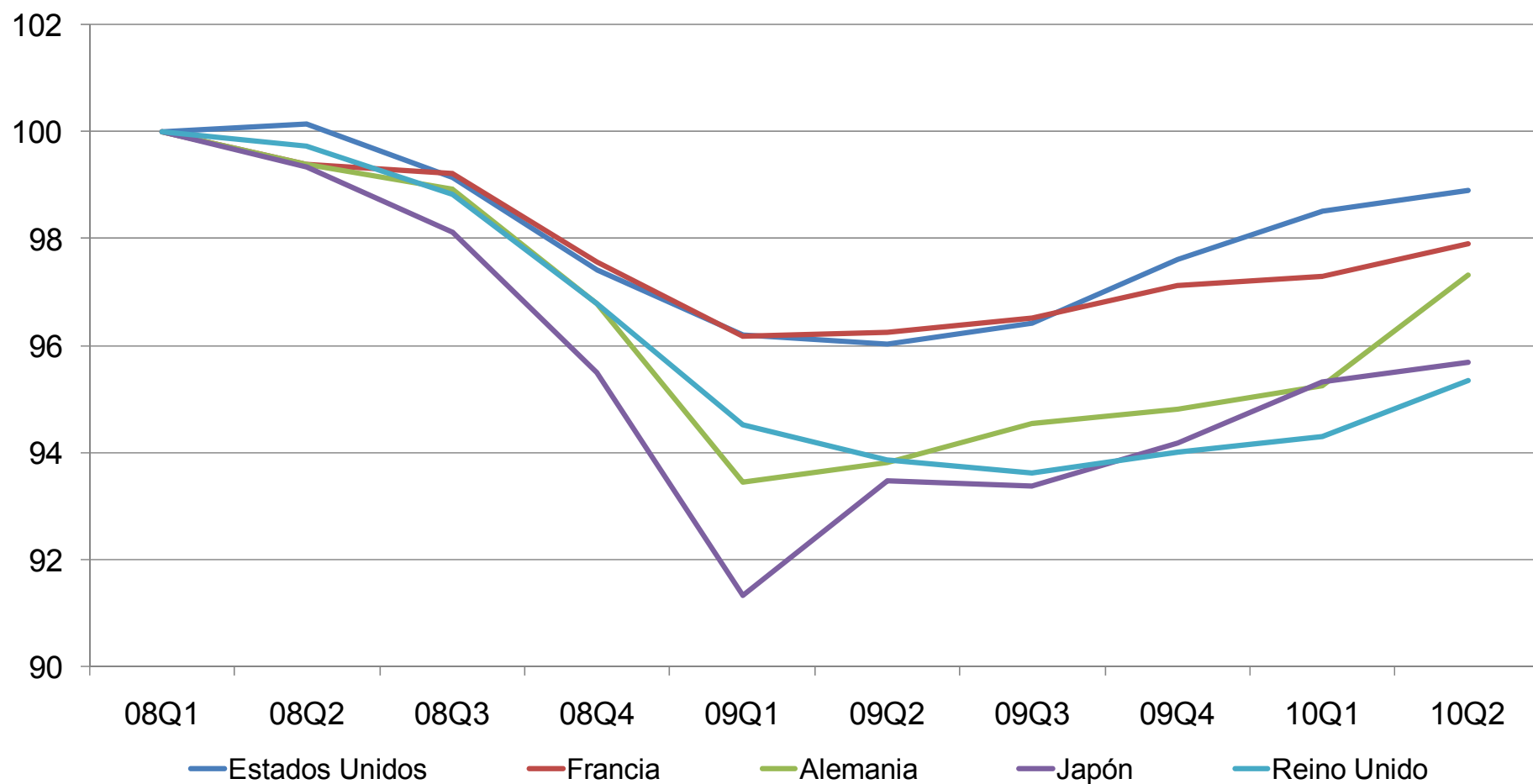
Fuente: Bloomberg, 21 de Septiembre de 2010.

## Índices de Precios de Commodities (01/11/2010 = 100)



Fuente: Bloomberg, 21 de Septiembre de 2010.

## PIB Real Trimestral (2008'Q1=100)



Fuente: Eurostat y Oficinas de Estadísticas Nacionales.

## Crecimiento mundial se moderaría

- En cuanto al crecimiento mundial, después de superar el 5% anualizado en el último trimestre del 2009 y el primero del 2010 (PPC), éste se desaceleró al 4,7% en el segundo trimestre.
- Las proyecciones apuntan a que este crecimiento se reduciría a un nivel en torno al 3% en el segundo semestre de este año.
- Aunque el promedio de las proyecciones muestran que el crecimiento de la economía mundial se moderaría en los próximos trimestres y en el 2011, hay una gran varianza en las proyecciones individuales para el próximo año.

## Crecimiento mundial (variación anualizada, %)

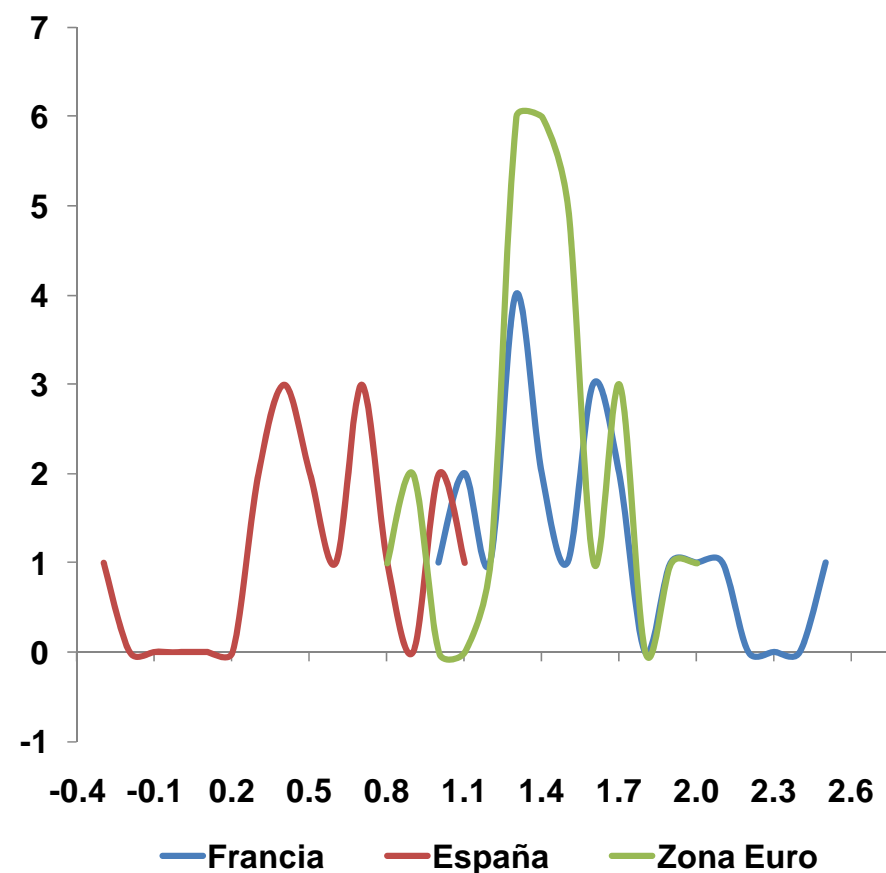
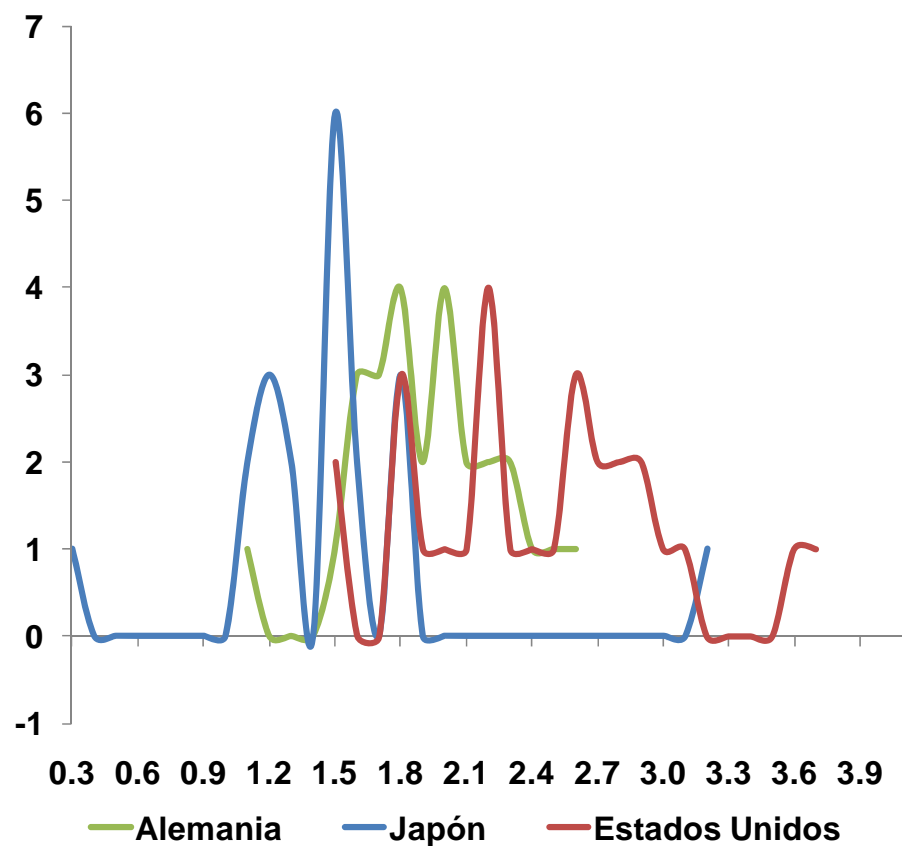
	2008	2009				2010	
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*
Estados Unidos	-6.8	-4.9	-0.7	1.6	5.0	3.7	<b>1.6</b>
Zona Euro	-7.1	-9.6	-0.5	1.7	0.7	1.3	<b>3.9</b>
Alemania	-8.5	-13.1	1.8	3.0	1.2	1.9	<b>9.0</b>
Japón	-10.3	-16.4	9.7	-0.3	3.4	5.0	<b>1.5</b>
Asia (ex - Japón)	-5.2	2.5	12.9	10.9	8.7	10.5	7.6
China	1.9	8.4	14.8	11.0	10.9	10.0	<b>7.8</b>
India	2.3	8.2	9.8	15.0	6.9	11.3	<b>8.2</b>
Corea	-16.8	1.0	9.8	13.4	0.7	8.8	<b>5.8</b>
América Latina	-8.9	-10.0	0.9	6.6	7.4	4.7	8.0
Brasil	-12.5	-5.9	6.0	8.8	9.5	11.3	<b>5.1</b>
Chile	-9.0	-3.1	-1.7	7.5	6.5	-6.0	<b>18.4</b>
México	-6.4	-25.1	0.2	10.3	10.1	-2.5	<b>13.5</b>
Mundo (PPM)	-6.4	-7.5	1.4	2.8	4.3	4.2	3.9
Mundo (PPP)	-5.9	-6.2	3.9	4.5	5.3	5.2	4.7

\*Proyecciones de JP Morgan y Barclays Capital para Asia (ex-Japón), América Latina y para el mundo.

Fuente: Eurostat y Oficinas de Estadísticas Nacionales.

## Distribución de las Proyecciones de Crecimiento (\*)

Año 2011



(\*)El eje vertical muestra la frecuencia de respuestas y el eje horizontal la tasa de crecimiento anual en porcentaje.

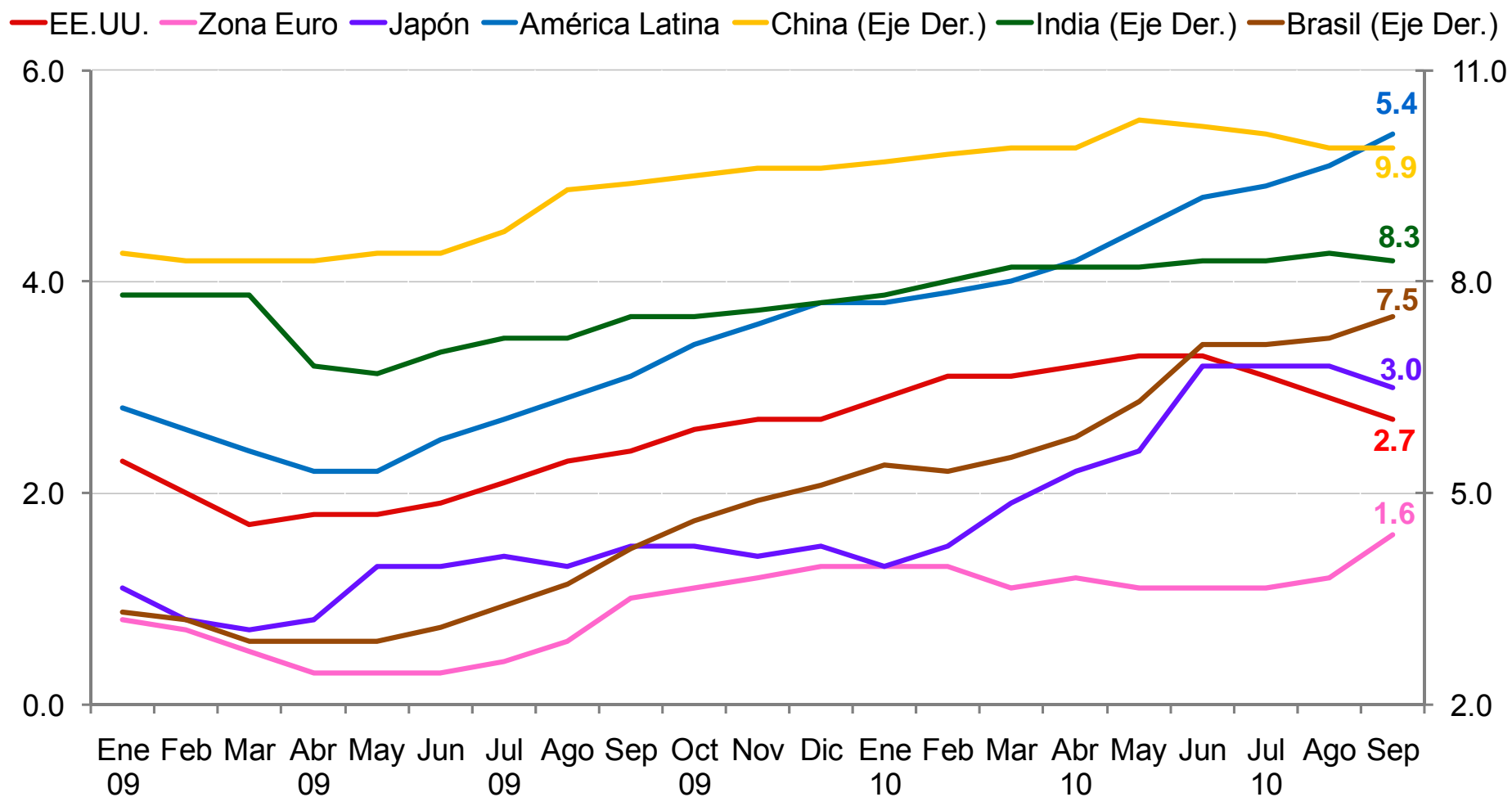
Fuente: Consensus Forecasts, Septiembre 2010.

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

	2009	2010			2011		
		FMI	BM	CF	FMI	BM	CF
Estados Unidos	-2.6	3.3 (3.1; 2.7)	3.3	2.7 ↓	2.9 (2.6; 2.4)	2.9	2.4 ↓
Zona Euro	-4.1	1.0 (1.0; 1.0)	0.7	1.6 ↑	1.3 (1.5; 1.6)	1.3	1.4 =
Japón	-5.3	2.4 (1.9; 1.7)	2.5	3.0 ↓	1.8 (2.0; 2.2)	2.1	1.3 ↓
Asia (ex-Japón)	5.9	9.2 (8.4; 7.9)	8.7	8.8 ↑	8.1 (8.3; 8.0)	8.0	7.7 =
China	9.1	10.5 (10.0; 10.0)	9.5	9.9 =	9.6 (9.9; 9.7)	8.7	9.0 =
India	7.4	9.4 (8.8; 7.7)	8.4	8.3 ↓	8.4 (8.4; 7.8)	8.0	8.3 ↓
América Latina	-1.7	4.8 (4.0; 3.7)	4.3	5.4 ↑	4.0 (4.0; 3.8)	3.9	4.0 ↑
Brasil	-0.2	7.1 (5.5; 4.7)	6.0	7.5 ↑	4.2 (4.1; 3.7)	4.2	4.4 =
México	-6.5	4.5 (4.2; 4.0)	4.3	4.7 ↑	4.4 (4.5; 4.7)	4.0	3.6 ↓
Mundo (PPP)	-0.8	4.6 (4.2; 3.9)	4.3	4.4 ↑	4.3 (4.3; 4.3)	4.3	3.9 =
Mundo (TCM)	-2.6	3.6 (3.2; 3.0)	3.3	3.7 ↑	3.4 (3.4; 3.4)	3.3	3.1 ↓
Comercio Mundial	-11.3	9.0 (7.0; 5.8)	6.3		6.3 (6.1; 6.3)	6.7	

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

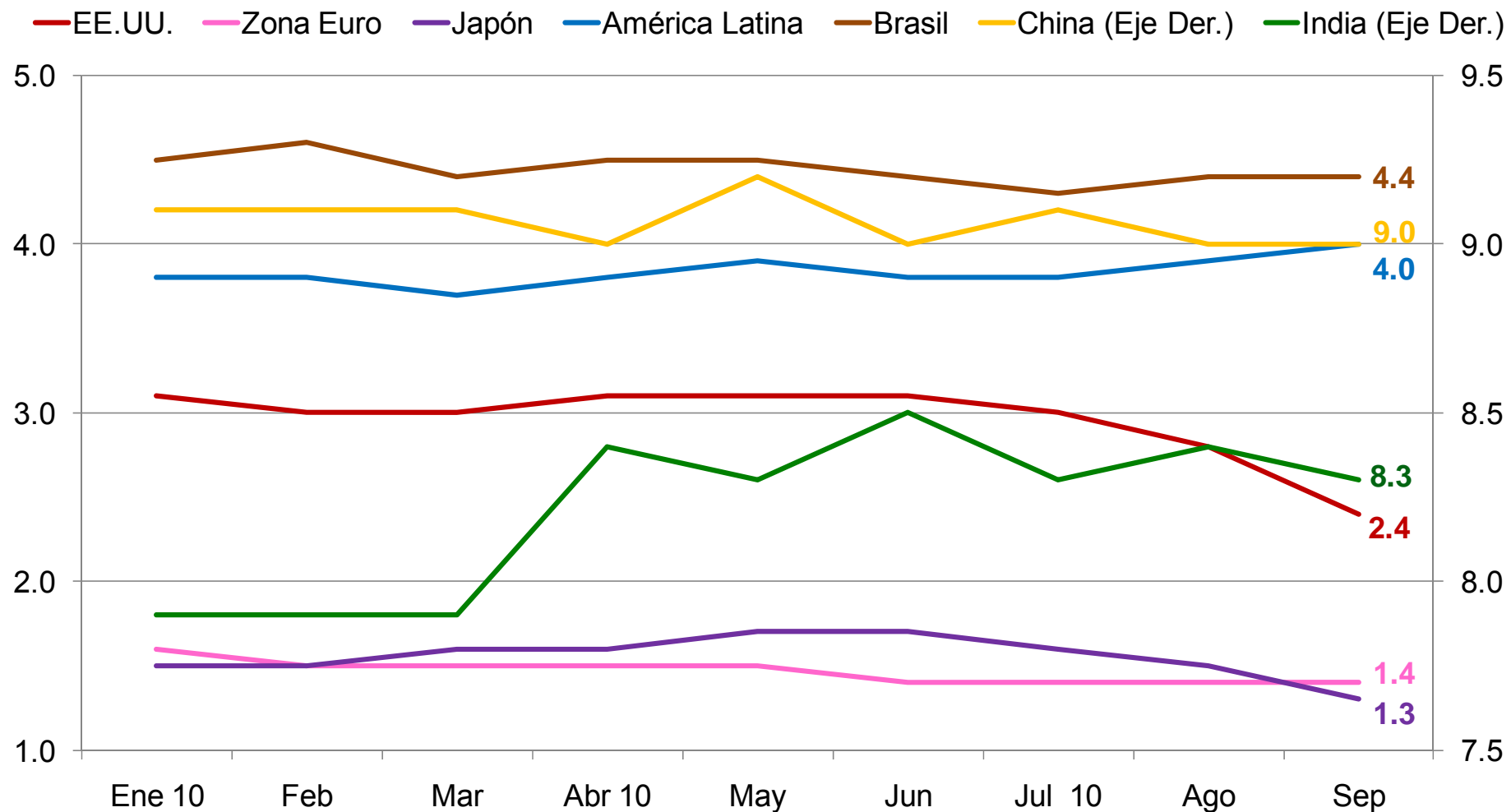
## Proyecciones de Crecimiento para el 2010 (mes de proyección, %)



Fuente: Consensus Forecasts.



## Proyecciones de Crecimiento para el 2011 (mes de proyección, %)



Fuente: Consensus Forecasts.

## ¿Dónde están los riesgos?

- Aunque el escenario central sigue siendo de crecimiento a tasa moderada de EE.UU., de la Zona Euro y de la economía global, existe el riesgo de que EE.UU., los países del sur de Europa e Irlanda vuelvan a caer en recesión.
- Dada la incertidumbre sobre el crecimiento, el mercado seguirá muy volátil y sensible a las noticias relacionadas a la actividad y a la solvencia soberana de algunos países europeos.
- Con inflaciones subyacentes bajas en EE.UU., Japón y la Zona Euro, y amplias brechas de capacidad, los riesgos de inflación en los países industriales están sesgados a la baja.
- Como resultado, no se pueden descartar nuevas medidas en EE.UU., la Zona Euro y el RU para reducir el riesgo de una prolongada deflación.
- En este cuadro, lo más probable es que en estos países las tasas de interés se mantengan bajas por un período prolongado de tiempo.

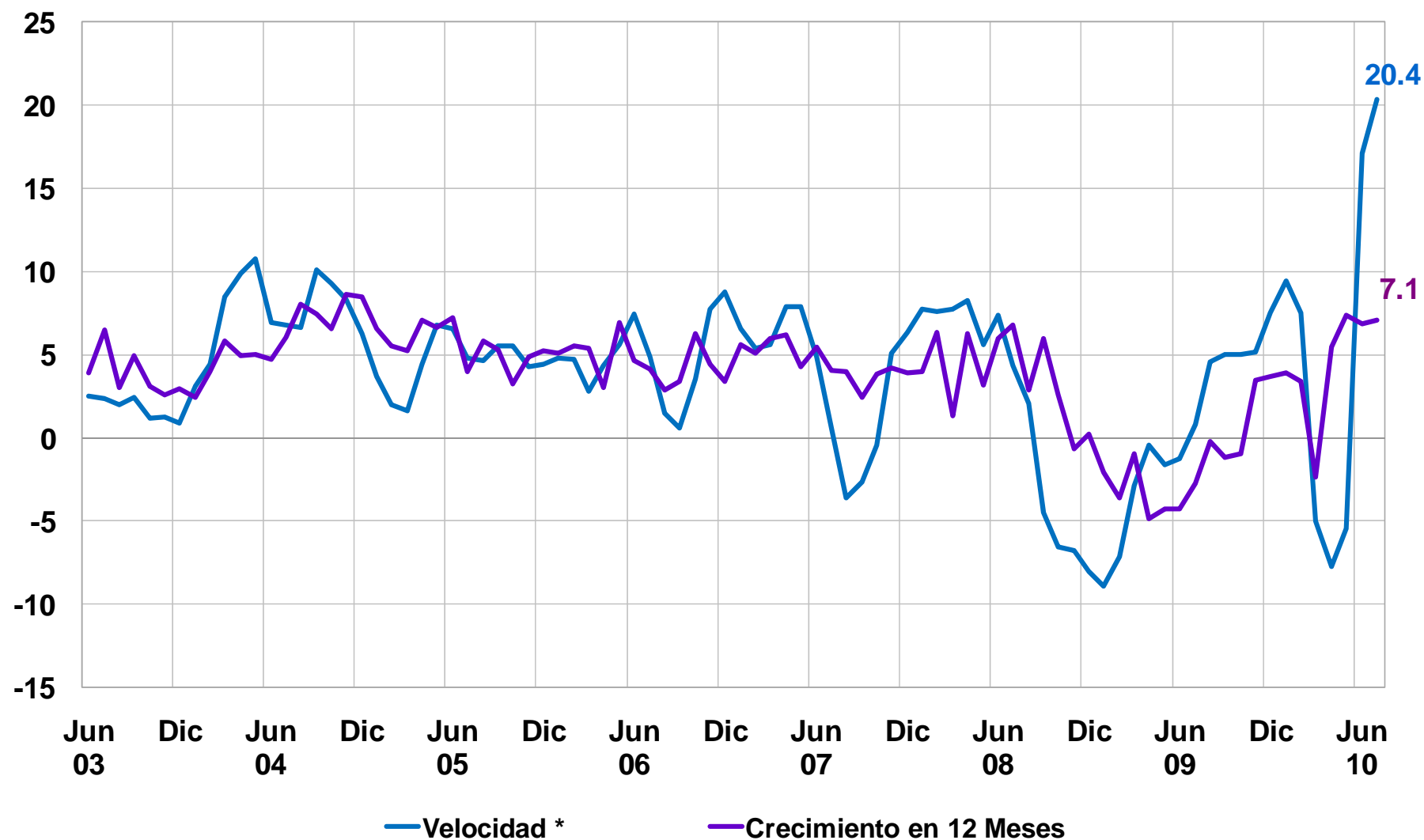


## 2. Perspectivas de la Economía Chilena

## La economía retoma la senda del crecimiento

- Las cifras recientes muestran que la economía chilena sigue creciendo con fuerza, impulsada por una política monetaria expansiva, precios del cobre y de otros productos primarios de exportación muy favorables y mejores expectativas.
  - El IMACEC de julio creció 7,1% en 12 meses y 20,4% anualizado en el trimestre móvil terminado en Julio, por encima de las expectativas del mercado.
  - Los sectores que muestran mayor dinamismo son el comercio minorista y mayorista, transporte y comunicaciones y energía.
  - En contraste, sorprende el bajo dinamismo de la construcción, pero debiera ser un importante impulsor de la actividad agregada cuando se avance en los programas de reconstrucción y de concesiones.

## Imacec (%)



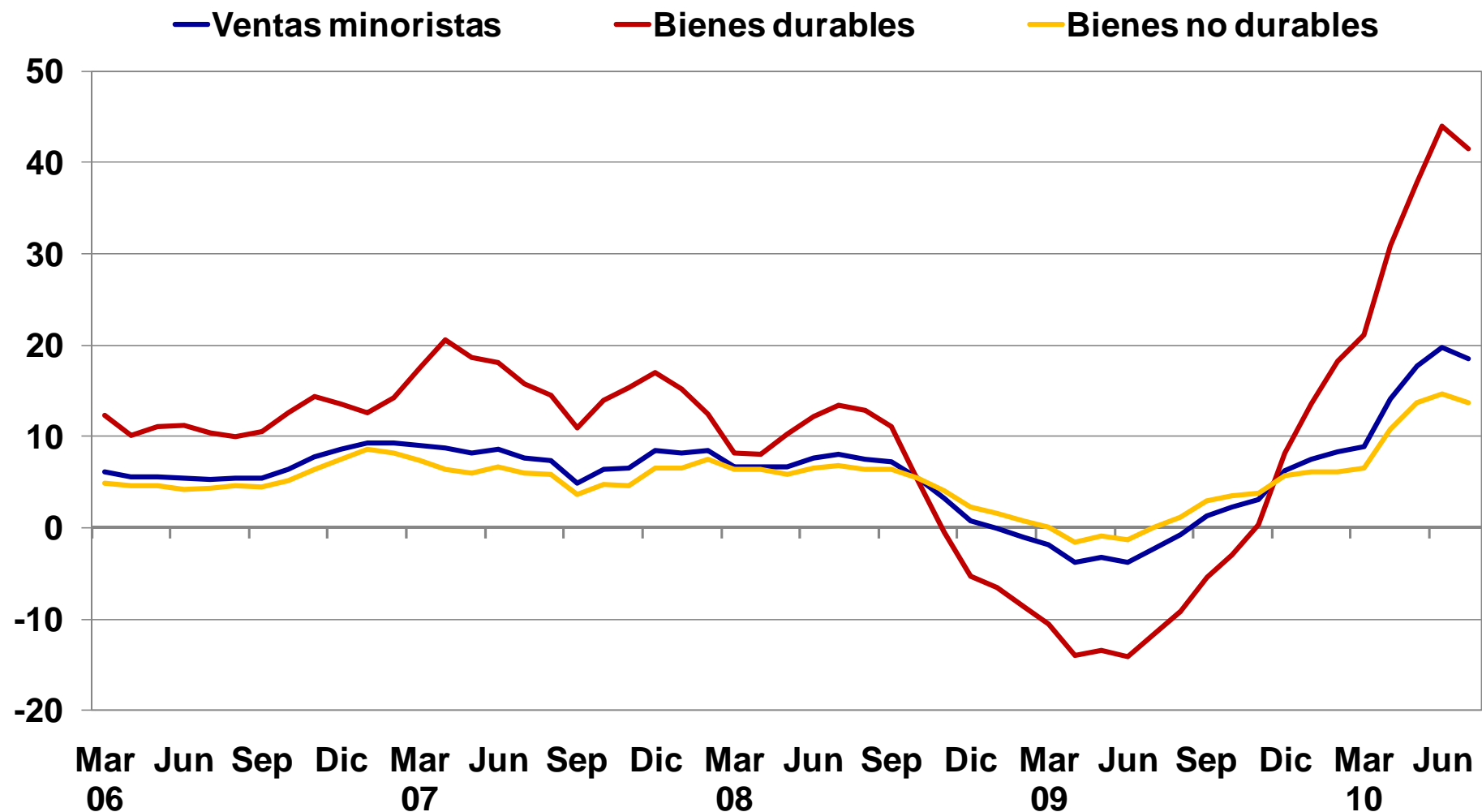
\* Tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

## La demanda interna crece con fuerza

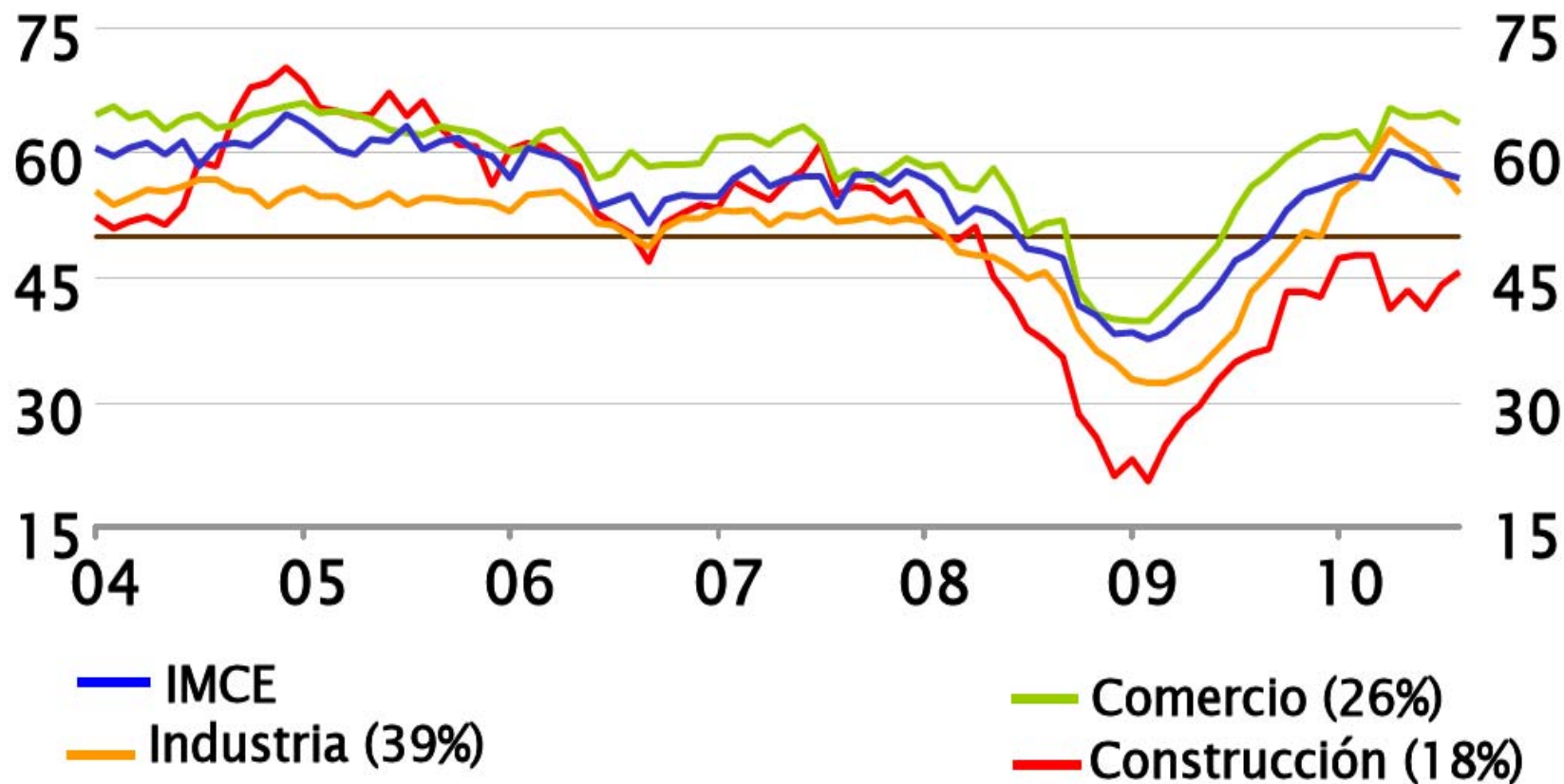
- En cuanto a la demanda interna, ésta crece también con fuerza liderada por el consumo privado y la inversión:
  - En el trimestre móvil terminado en julio las ventas reales de bienes durables crecieron a una tasa anualizada del 42% y las de no durables en torno al 14%.
  - Las importaciones de bienes de consumo y de bienes de capital en dólares crecieron a una tasa promedio cercana al 60% y 35% anual, respectivamente, en los últimos tres meses terminados en agosto.
  - Las importaciones totales en dólares crecieron 49% anual en agosto.
- Los índices de confianza empresarial—con la excepción de la construcción—han mejorado bastante en los últimos meses.
- En el lado financiero, las condiciones crediticias se mantienen favorables.

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



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, Agosto 2010.

Percepción de los empresarios: IMCE(\*) (Series desestacionalizadas)

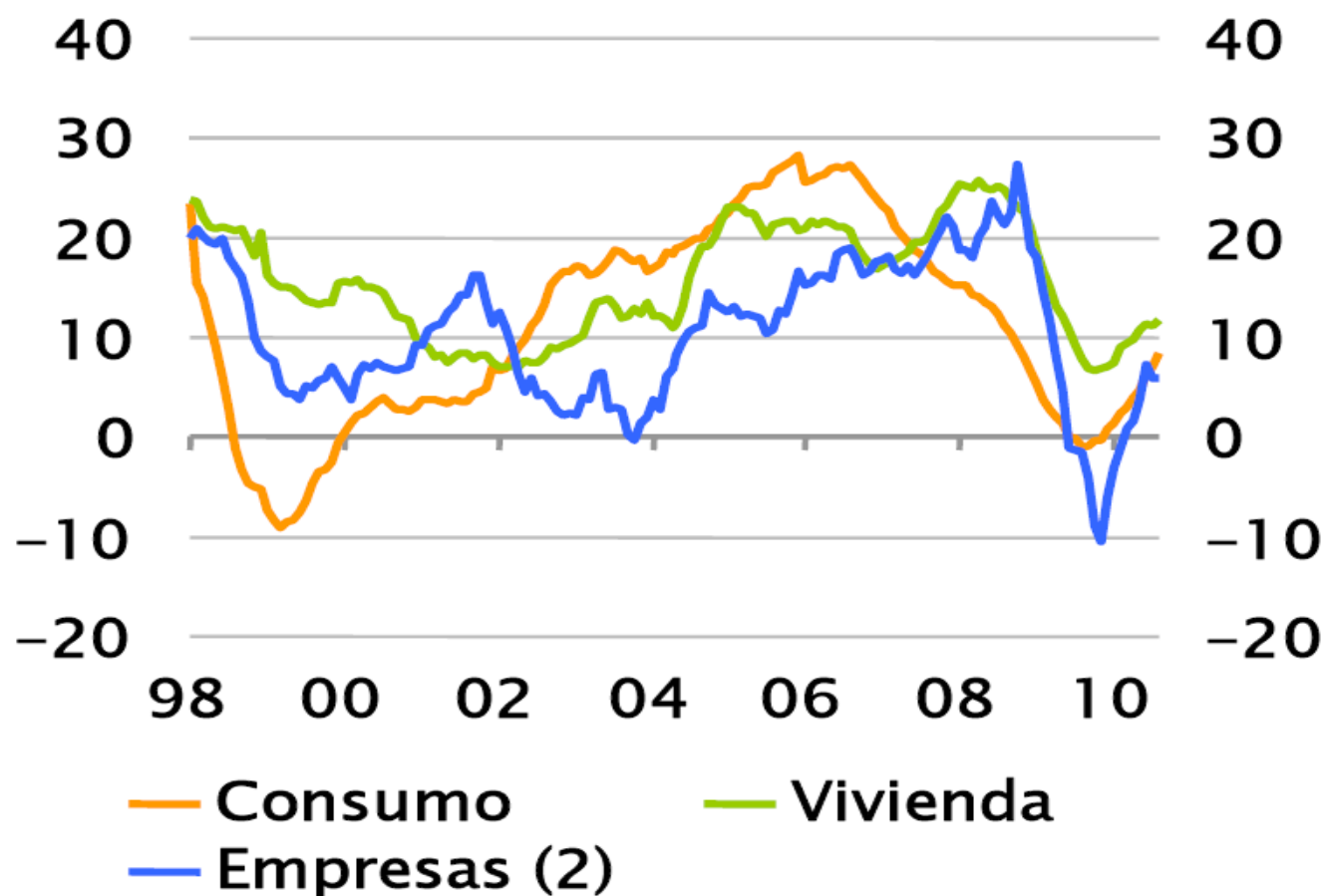


(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica expectativas positivas (negativas).

Fuentes: Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.



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



(1) Datos de agosto 2010 son provisorios. (2) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior.  
Fuente: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

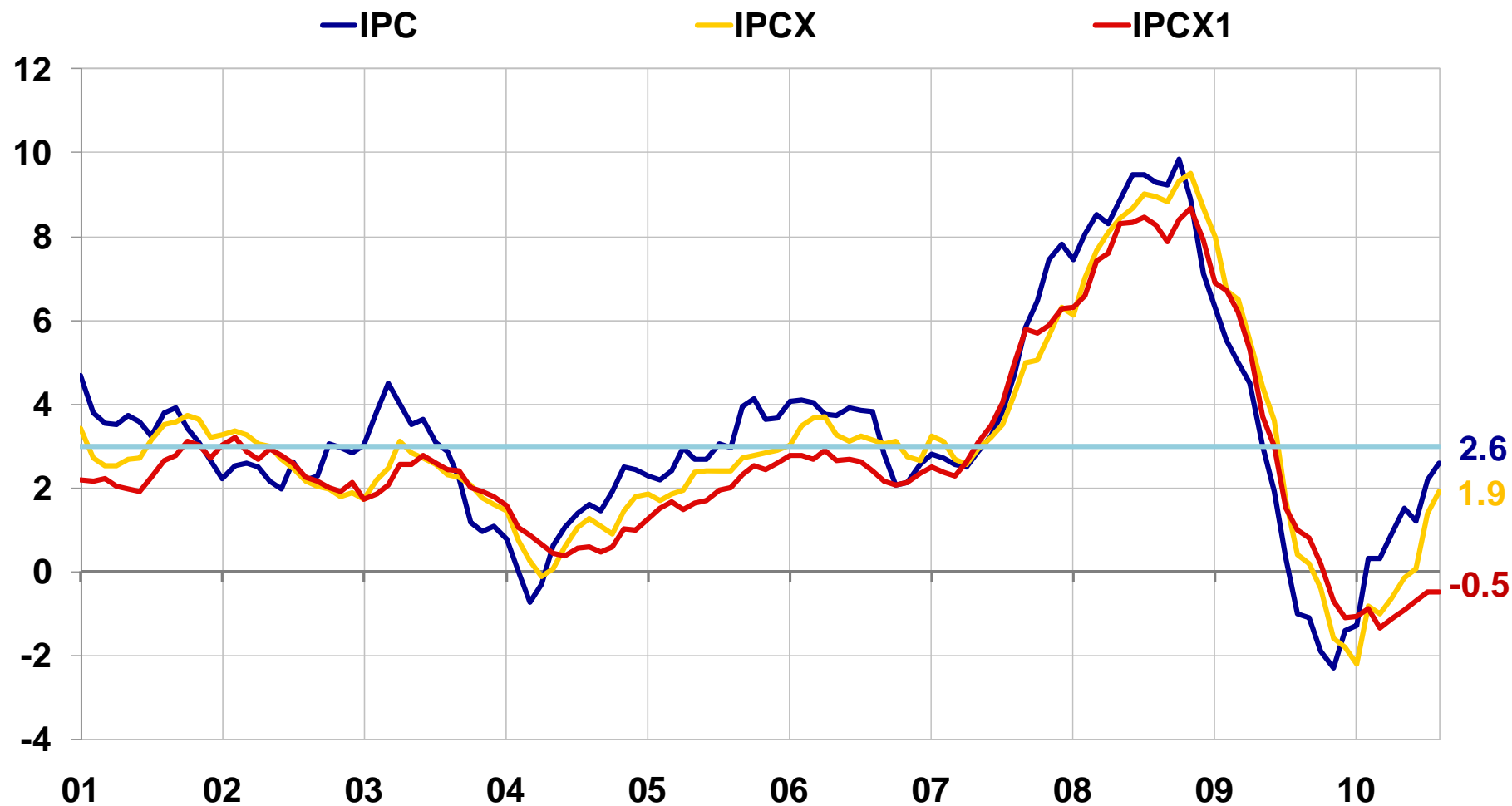
## El crecimiento retoma dinamismo

- Las distintas medidas muestran que el empleo crece y los salarios reales siguen aumentando entre el 2 y el 3% anual.
- En los próximos meses, el crecimiento de la demanda interna debiera continuar aunque a tasas algo menores.
  - El consumo privado seguirá favorecido por el crecimiento de la masa salarial real, las menores tasas de desempleo y las mejores expectativas.
  - La inversión experimentará un menor dinamismo de su componente maquinarias y equipo pero debiera mostrar un mayor dinamismo en su componente construcción y estructuras.

## Crecimiento retomaría dinamismo

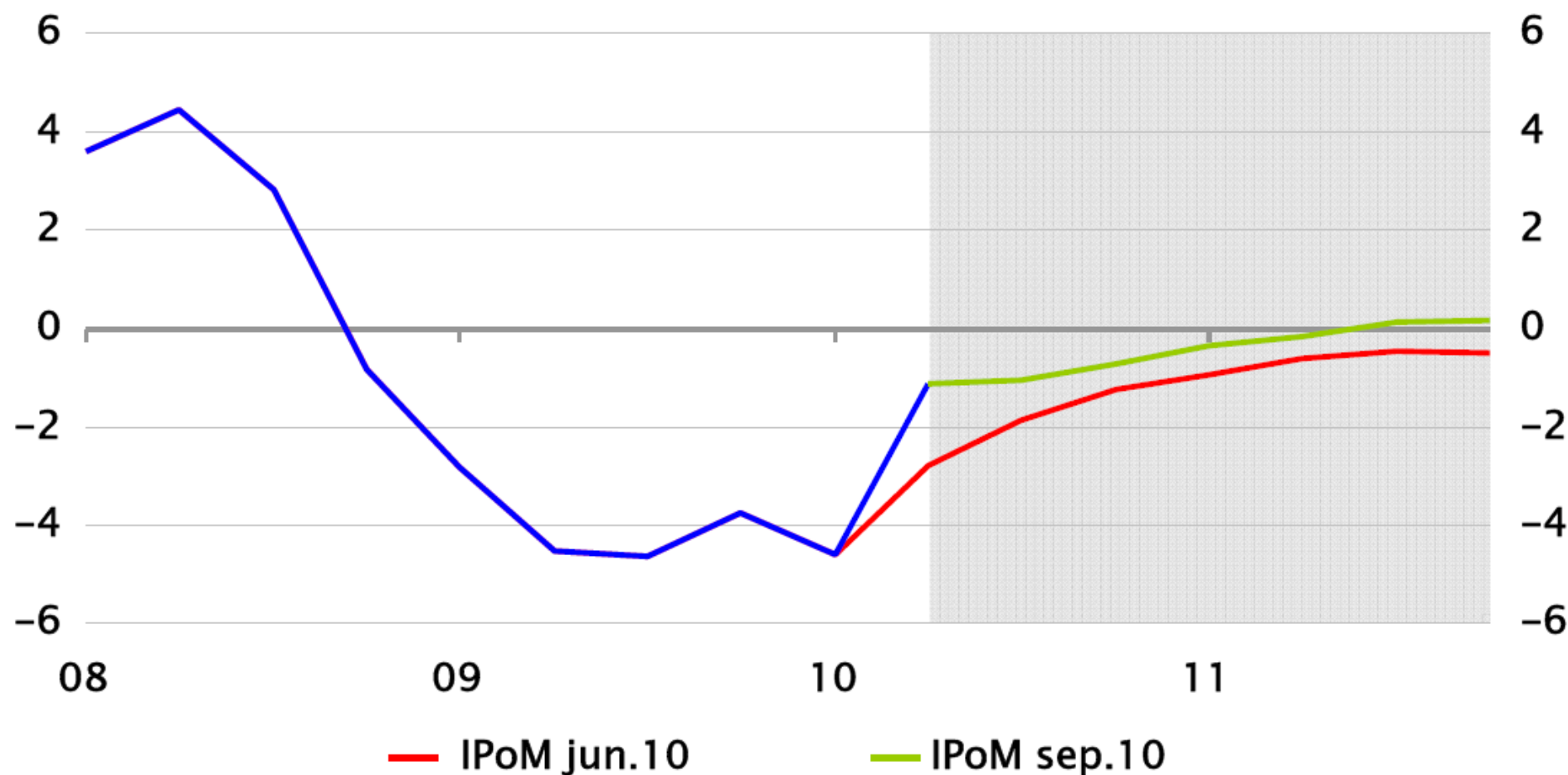
- En el segundo semestre de este año, el crecimiento del PIB anual debiera aumentar impulsado por mejores expectativas, la continuación del dinamismo del comercio y las comunicaciones y el mayor dinamismo de la construcción.
- En materia de precios, la inflación anual está repuntando.
- Como se espera que las holguras de capacidad se cierren antes de lo anticipado, el Banco Central va a tener que continuar con su proceso de normalización de la política monetaria.
- La TPM debiera llegar a niveles más neutrales en los próximos 12 meses, esto es, entre el 5,5 y el 6%.
  - Pero existe el riesgo que tenga que superar la tasa neutral para evitar que la inflación se aleje de la meta en forma persistente.

## Índices de Precios (variación anual, %)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, Agosto 2010.

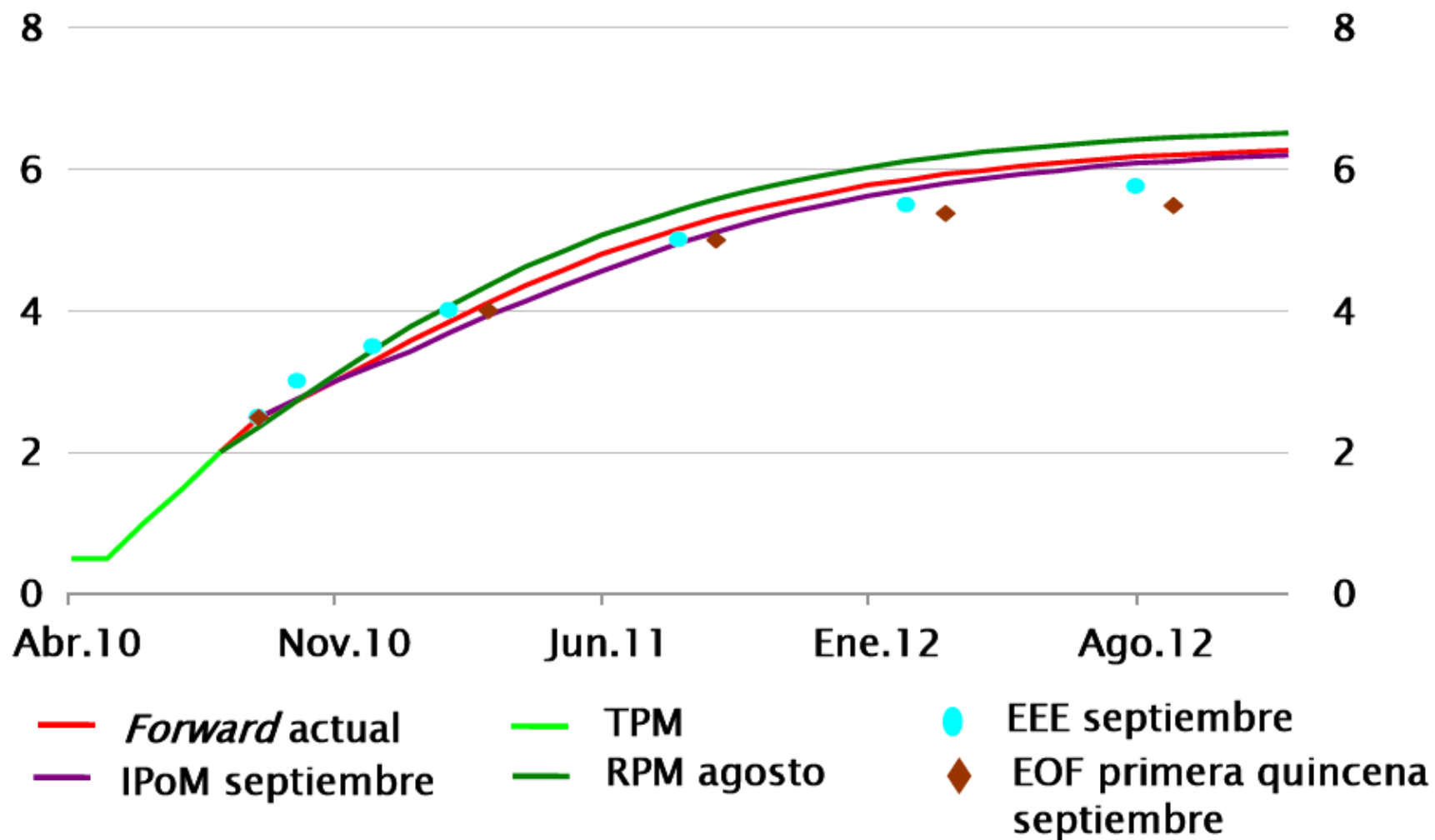
## Holguras de capacidad (\*) (%)



(\*) El área gris, a partir del tercer trimestre del 2010, corresponde a la proyección.

Fuente: IPoM Septiembre 2010, Banco Central de Chile.

Expectativas para la TPM (%)



Fuente: Antecedentes Reunión de Política Monetaria, Septiembre 2010, Banco Central de Chile.

## Proyecciones para el 2010 y el 2011

- En mi escenario central:
  - El crecimiento de este año estará entre el 5 y el 6% y el del próximo año estará entre el 6 y el 7%;
  - La inflación estará en torno al 3,5% anual a diciembre de este año y entre el 3 y el 3,5% a diciembre del 2011.
- Lo más probable es que el tipo de cambio termine el año en el rango de 480 a 520 pesos.
- Los principales riesgos que enfrenta la economía chilena se radican en el entorno externo y éstos son:
  - La desaceleración más pronunciada y duradera en EE.UU. y Europa;
  - El aumento de los riesgos fiscales/financieros en algunos de los GIP (Grecia, Irlanda y Portugal).
- En el entorno interno, el principal riesgo es que el crecimiento de la demanda interna no se desacelere en los próximos trimestres presionando a la capacidad productiva y a la inflación.

## Chile: Variables Macroeconómicas (variación anual, %)

	2009	2010				2011			
		BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE
PIB	-1.5	(5.0-5.5)	5.2	4.8	5.3	(5.5-6.5)	5.8	5.7	6.0
			(4.6; 5.6)		(5.1; 5.6)		(5.0; 6.3)		(5.5; 6.5)
Demanda Interna	-5.9	16.1	-	-	-	6.2	-	-	-
Con. privado	0.9	8.3*	7.6	6.8	-	5.3*	6.0	7.2	-
Inversión total	-15.3	21.2	17.7	21.5	-	13.6	11.8	14.9	-
Bce. Sector Púb.	-4.4	-	-2.2	-2.1	-	-	-1.0	-1.3	-
Tipo Cambio (fin período)	506.4	-	510.2***	531.9	511**	-	520.2***	546.6	525**
					(488; 527)				(478; 545)
Inflación (dic-dic)	-1.4	3.9	3.5	3.4	3.3	3.2	3.3	2.9	3.1
			(3.0; 3.8)		(2.9; 3.7)		(3.0; 4.0)		(3.0; 3.5)

\*Se refiere al consumo total

\*\*Corresponde a fines de Agosto del año siguiente.

\*\*\*Corresponde a fines de Septiembre del año siguiente.

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





# El Momento Económico

**Vittorio Corbo**

**Centro de Estudios Públicos**

**23 de Septiembre del 2010**