



El Momento Económico

Vittorio Corbo

24 de Noviembre del 2010



1. La Economía Mundial y sus Perspectivas

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Crecimiento mundial se ralentiza

- La recuperación de la economía mundial perdió impulso en el tercer trimestre, principalmente en las economías avanzadas:
 - EE.UU., creció un 2,5% anualizado, la Zona Euro un 1,5% (Alemania sólo un 2,8% y Francia un 1,4%) y aunque Japón creció un 3,9%, su crecimiento estuvo impulsado por efectos temporales.
- Con todo, las cifras más recientes han sido mejor de lo esperado:
 - Este es el caso del PMI manufacturero a nivel mundial y del ISM de servicios en los EE.UU.
 - En EE.UU. el consumo privado sigue creciendo en torno al 2% anualizado y el mercado del trabajo sigue mejorando.
 - Pero las mejores noticias siguen estando en el mundo emergente donde China y la India crecen con fuerza y se ven forzados a introducir medidas de ajuste para controlar el aumento de la inflación.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Crecimiento mundial (variación trimestral anualizada, %)

| | 2008 | 2009 | | | | 2010 | | |
|-------------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------------|
| | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3* |
| Estados Unidos | -6.8 | -4.9 | -0.7 | 1.6 | 5.0 | 3.7 | 1.7 | 2.5 |
| Zona Euro | -7.1 | -9.6 | -0.4 | 1.7 | 0.8 | 1.4 | 3.9 | 1.5 |
| Alemania | -8.4 | -13.1 | -0.4 | 2.8 | 1.3 | 2.3 | 9.5 | 2.8 |
| Japón | -10.4 | -15.8 | 9.9 | -1.5 | 4.2 | 6.6 | 1.8 | 3.9 |
| Asia (ex - Japón) | -5.2 | 2.5 | 12.9 | 10.9 | 8.7 | 10.5 | 7.5 | 6.4 |
| China | 1.9 | 8.4 | 14.8 | 11.0 | 10.9 | 10.0 | 7.8 | 8.8 |
| India | 2.3 | 8.2 | 9.8 | 15.0 | 6.9 | 11.3 | 8.2 | 8.0 |
| Corea | -16.8 | 1.0 | 9.8 | 13.4 | 0.7 | 8.8 | 5.8 | 3.0 |
| América Latina | -8.9 | -10.0 | 0.9 | 6.6 | 7.4 | 5.1 | 9.8 | 2.5 |
| Brasil | -12.5 | -5.9 | 6.0 | 8.8 | 9.5 | 11.3 | 5.1 | 3.0 |
| Chile | -8.1 | -2.8 | -0.8 | 5.1 | 7.7 | -5.2 | 19.5 | 8.1 |
| México | -6.4 | -25.1 | 0.2 | 10.3 | 10.1 | -2.5 | 13.5 | 1.5 |
| Mundo (PPM) | -6.4 | -7.5 | 1.4 | 2.8 | 4.3 | 4.2 | 3.9 | 2.6 |
| Mundo (PPP) | -5.9 | -6.2 | 3.9 | 4.5 | 5.3 | 5.2 | 4.9 | 3.4 |

* Cifras en negrita son efectivas, el resto son proyecciones de JP Morgan y Barclays Capital.

Fuente: Para cifras efectivas Eurostat y Oficinas de Estadísticas Nacionales.

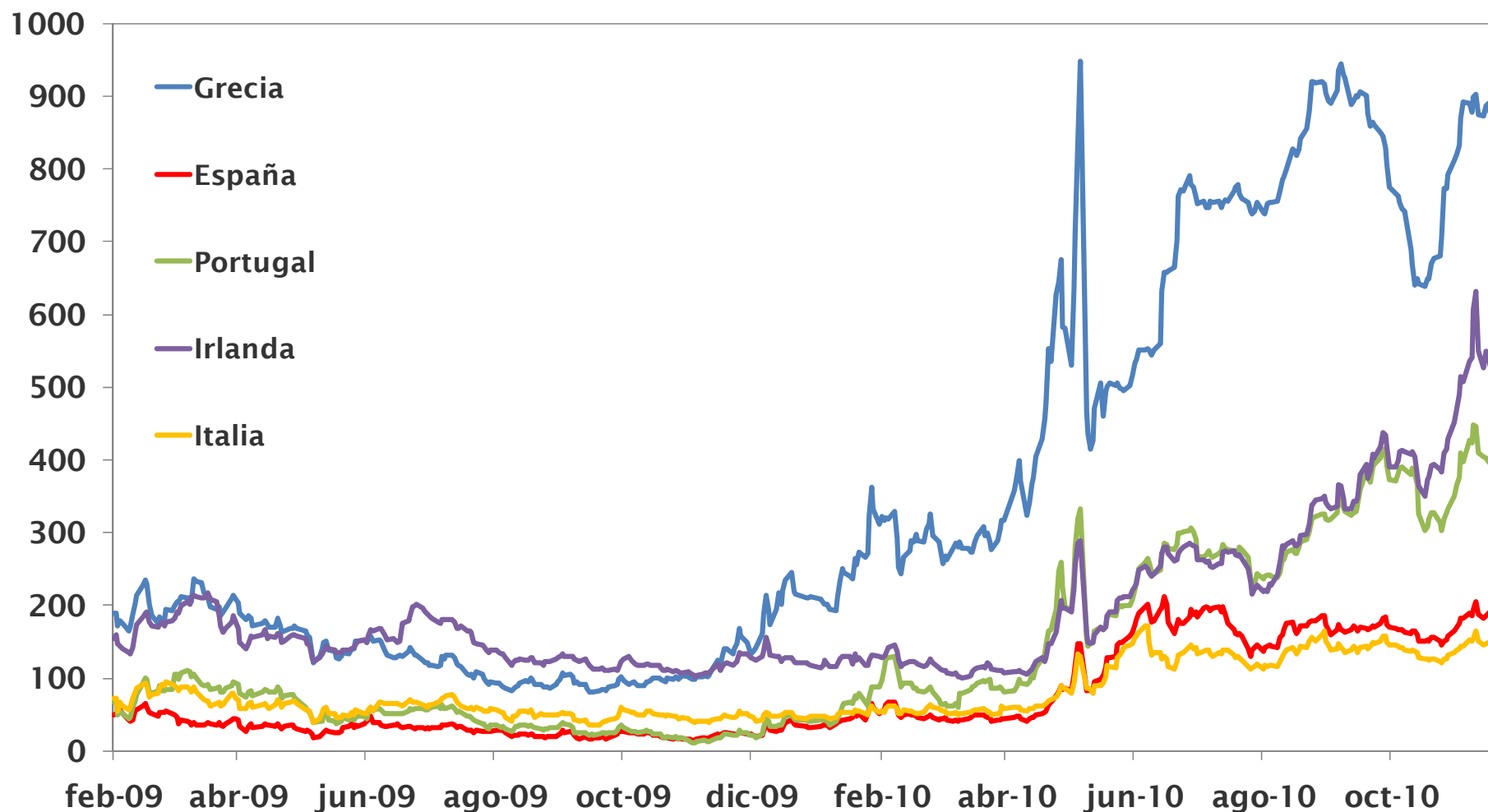
La Economía Mundial y sus Perspectivas

Problemas de deuda soberana de los PIG se deteriora

- Las noticias más negativas ha estado en Europa, donde las acciones de los líderes de Alemania y Francia han agravado los problemas de deuda soberana de Irlanda, Portugal y Grecia y comienzan a impactar también a España e Italia.
- Este deterioro también se debe a problemas internos en estos países:
 - En Irlanda, el costo creciente del rescate de la banca; en Grecia, la revisión al alza de los déficits fiscales; en Portugal, el peso de la deuda y en los dos últimos países, las dificultades para introducir reformas estructurales que para mejorar la competitividad y las perspectivas de crecimiento.
- Estas dificultades van a terminar por acelerar la necesidad de introducir políticas de oferta y programas que combinen financiamiento con restructuración de la deuda.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

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



Fuente: Bloomberg, 22 de Noviembre del 2010.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Pero a la FED le preocupa la situación actual

- La FED sigue preocupada por las perspectivas de un débil crecimiento que no sea lo suficiente para bajar el desempleo y reducir las holguras de capacidad para así ayudar a que la inflación retorne a un valor entorno al 2% anual.
- Esto la llevó a introducir la muy anticipada nueva dosis de relajación cuantitativa (QE2).
- La QE2, opera vía tres canales: tasas de interés reales más bajas, mayores precios de activos y un dólar más depreciado.
- Los efectos en crecimiento de esta medida son buenos para EE.UU. y para la economía mundial pero tiene otras consecuencias en el resto del mundo.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Las tensiones de la Economía Mundial

- El bajo crecimiento y las políticas monetarias expansivas de EE.UU., Japón y la Zona Euro unidas a las buenas perspectivas de los países emergentes están creando tensiones:
 - (1) los masivos flujos de capitales hacia la compra de activos en moneda local de países emergentes con buenos fundamentos pone presión en los precios de activos, los tipos de cambio y la inflación;
 - (2) el problema es más difícil para los países que también experimentan mejoras significativas en sus términos de intercambio.
- La recuperación sostenida de la economía mundial tiene que ir acompañada por un rebalanceo de largo plazo en los flujos comerciales y de capitales.
- Estos ajustes van a requerir de ajustes de gastos y de paridades cambiarias, los EE.UU. y China están llamados a ser actores importante en este rebalanceo.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Las tensiones de la Economía Mundial

- Intentos de China de limitar la apreciación del renminbi con respecto al dólar pone todo el peso del ajuste de paridades en las monedas del resto de los países que flotan.
- Pero al final, el sobrecalentamiento de China la va a obligar a seguir subiendo tasas y a permitir una mayor apreciación de su moneda para acomodar la apreciación real.
- El sobrecalentamiento de otras economías emergentes obligará también a estas economías a tolerar una mayor apreciación como parte del ajuste a un mayor gasto con apreciación real (Corea, India, Chile, Perú, etc.).

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Pero la FED sola tiene una tarea titánica de reactivación

- Lo que más necesita EE.UU. es combinar la política monetaria expansiva con un estímulo fiscal de corto plazo -para revivir el crecimiento- y un ajuste fiscal de mediano plazo para fortalecer las finanzas públicas.
- El informe de la Comisión bipartidista sobre como fortalecer la solvencia fiscal de mediano plazo abre una oportunidad de poder lograr un acuerdo político en esta materia.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Crecimiento moderado debiera continuar por varios trimestres

- En cuanto a perspectivas, todo apunta a que el crecimiento de los países industriales va a seguir bajo por un buen tiempo:
 - La debilidad de los balances de los hogares y el alto y persistente desempleo seguirán limitando el gasto en consumo y afectando el riesgo del crédito en EE.UU., Japón y el sur de Europa;
 - El exceso de oferta de viviendas y otras estructuras va a mantener a la construcción deprimida en EE.UU., el sur de Europa e Irlanda;
 - Los problemas de solvencia y los ajustes fiscales en Europa tendrán un efecto contractivo;
 - El deterioro de la solvencia soberana de algunos países de Europa y el aumento de los CDS impactan a un sistema financiero ya débil que unido a los cambios en la regulación y el deterioro de los colaterales seguirán restringiendo el crecimiento del crédito.
- En los próximos trimestres la discusión irá pasando de problemas de demanda a problemas de crecimiento potencial.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Pero también hay factores positivos para el crecimiento

- Pero también hay factores que impulsarán el crecimiento:
 - Muchos países emergentes mantienen un fuerte dinamismo (buenos términos de intercambio, favorable financiamiento externo y políticas de estímulo introducidas en el 2008 y 2009);
 - En los países avanzados, las empresas no financieras tienen amplia liquidez para enfrentar situaciones más difíciles y también para acometer nuevas inversiones;
 - En EE.UU., la tasa de ahorro personal ha aumentado más de lo previamente estimado, lo que mejora las perspectivas para un crecimiento modesto del consumo privado;
 - El mantenimiento de bajas tasas de interés por un período prolongado de tiempo, con un sistema financiero que se va saneando en forma gradual, aumentan la efectividad de la política monetaria.

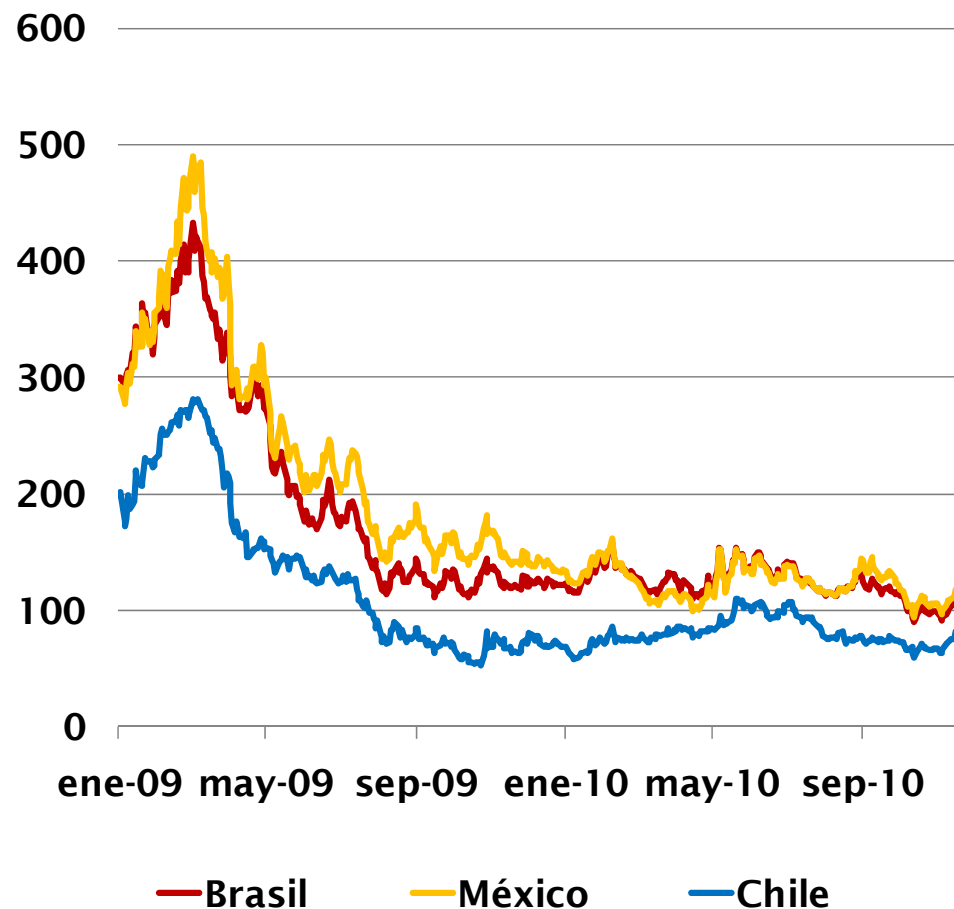
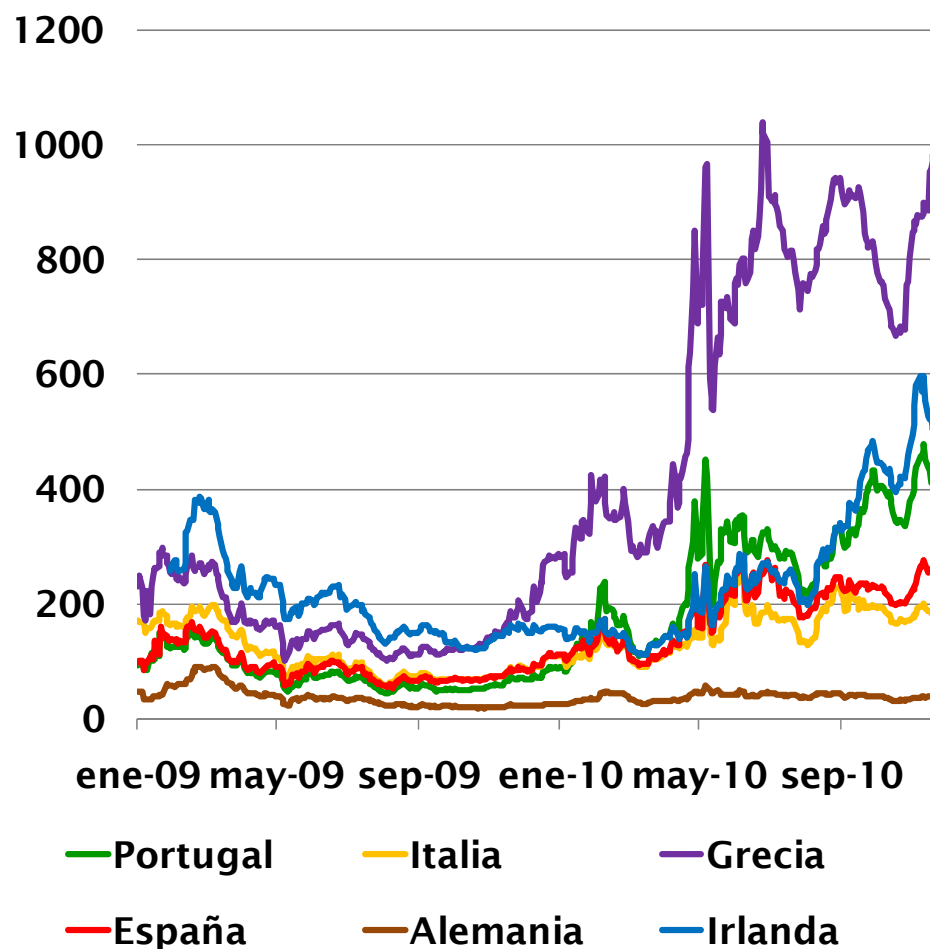
La Economía Mundial y sus Perspectivas

Esta vez los Emergentes están haciendo la diferencia

- A diferencia de recesiones mundiales anteriores, esta vez la gran diferencia ha estado en el dinamismo y las perspectivas de los países emergentes (PE).
- Los PE se benefician de mejores fundamentos, políticas más flexibles y, en algunos casos, de buenos términos de intercambio.
- Los precios de los productos primarios suben en dólares por presiones de demanda, problemas de oferta y por los efectos de la depreciación del dólar.
- Diferenciales de crecimiento, políticas monetarias expansivas en las economías desarrolladas, expectativas de apreciación y un mayor apetito por riesgo resultan en altos flujos de capitales hacia los PE.
- Manejar la abundancia es tan o más difícil que manejar la escasez, se requiere el manejo prudente de los flujos (política fiscal / monetaria / regulación macro-prudencial / acumulación de reservas).

La Economía Mundial y sus Perspectivas

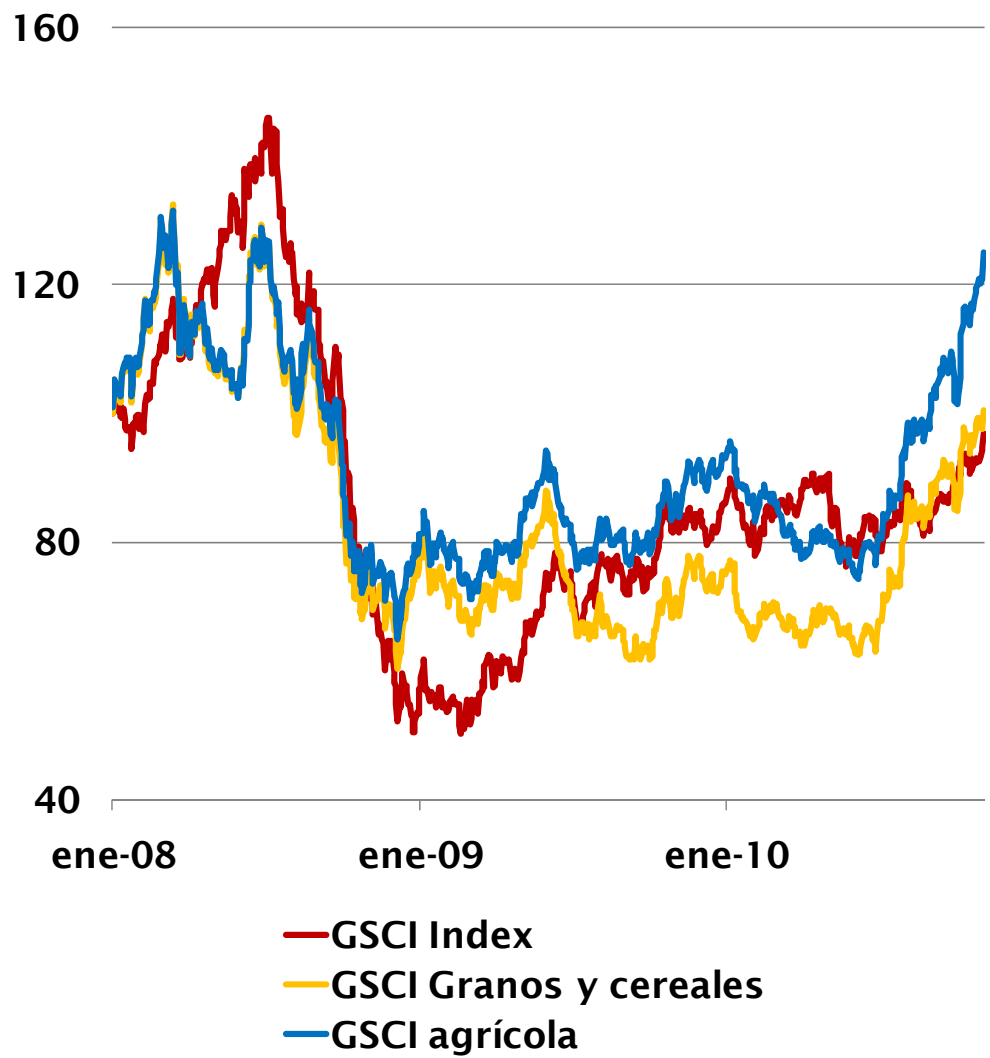
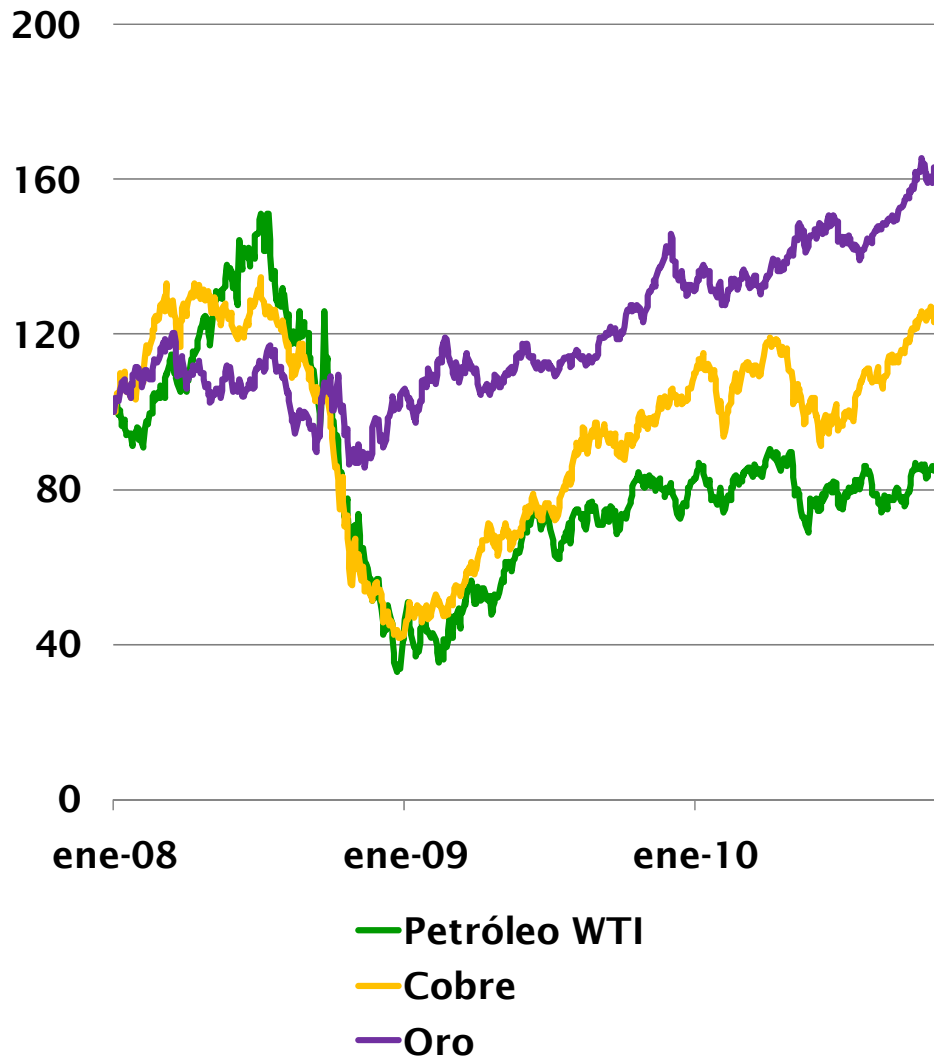
CDS spreads a 5 años (puntos bases)



Fuente: Bloomberg, 22 de Noviembre del 2010.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Precio de Commodities (01/01/2008=100)

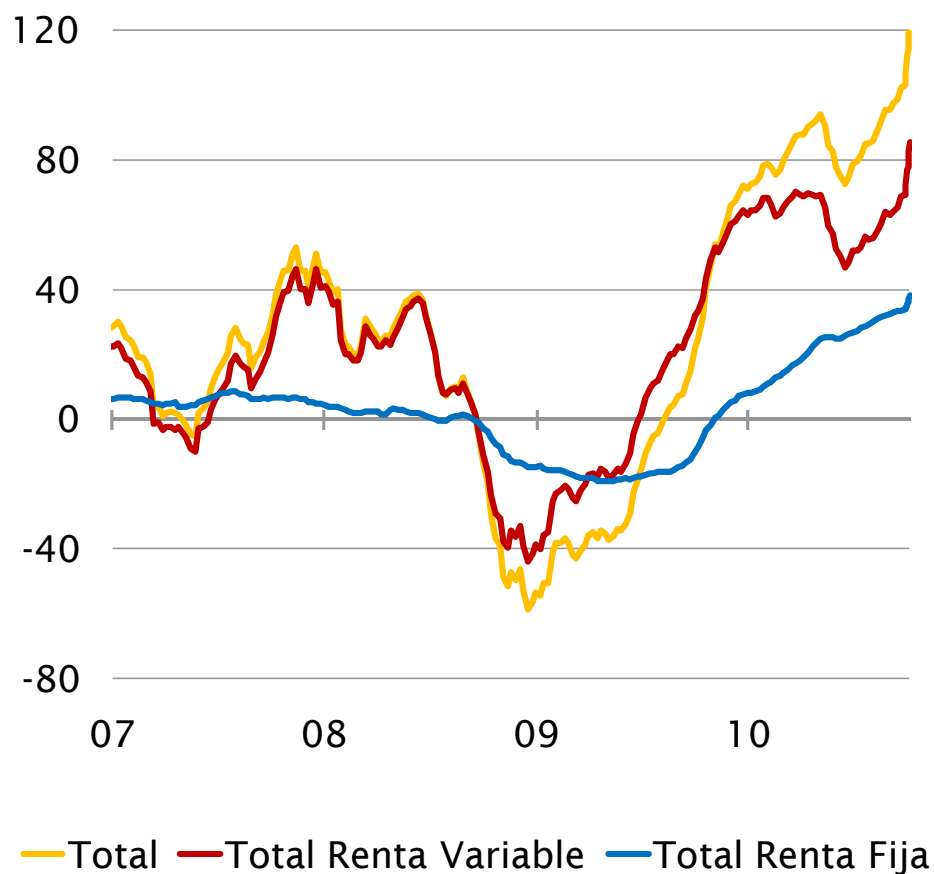


Fuente: Bloomberg, 22 de Noviembre del 2010.

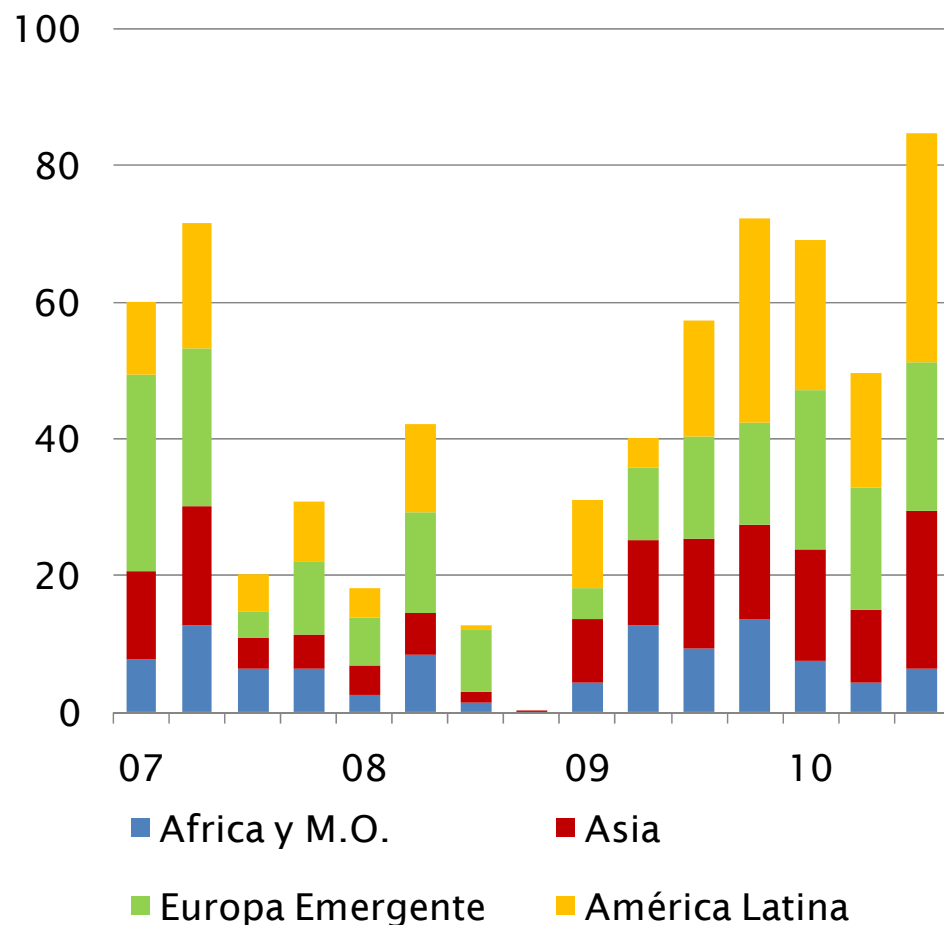
La Economía Mundial y sus Perspectivas

Flujos netos de fondos de inversión y Emisiones de Bonos en EMEs

Flujos netos de fondos de inversión hacia economías emergentes (1)
(miles de millones de dólares)



Emisiones totales de bonos por región (2)
(miles de millones de dólares)



(1) Acumulado en doce meses móviles, datos semanales.

(2) Corresponde a la suma de las emisiones de bonos soberanos, corporativos y de bancos.

Fuentes: Emerging Portfolio Fund Research y JP Morgan Chase.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Crecimiento mundial se moderaría

- En cuanto a proyecciones, la economía mundial, crecería entre 3,0 y 3,5% anualizado en el segundo semestre de este año.
 - Esto se compara con un crecimiento del 5% anualizado el primer semestre de este año.
- Para el año 2011 como un todo, el promedio de las proyecciones apunta a que la economía mundial crecería en torno a medio punto menos que este año, pero las proyecciones muestran una gran dispersión.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

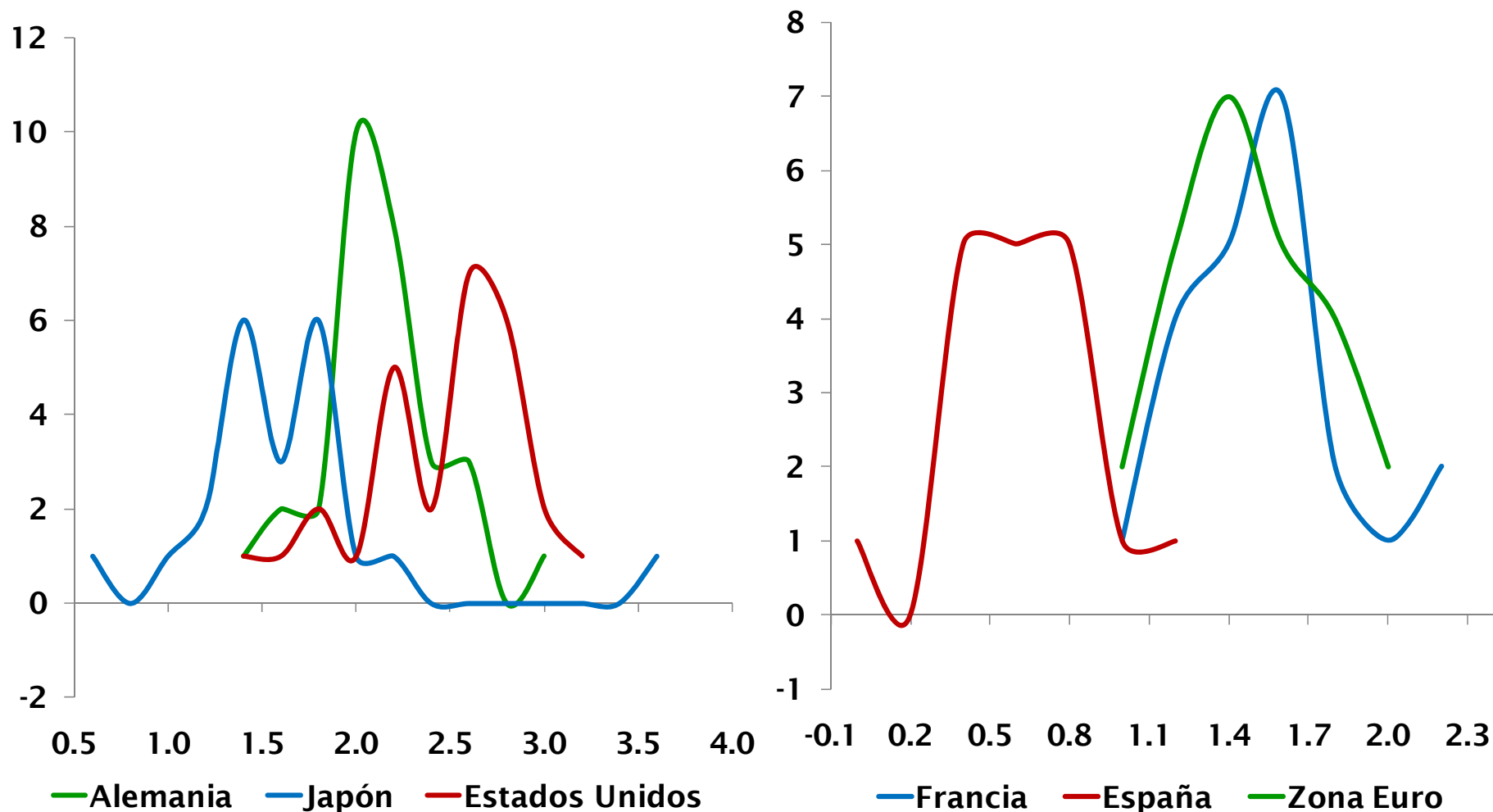
Proyecciones del crecimiento mundial (variación anual, %)

| | 2009 | 2010 | | 2011 | |
|------------------|-------|-------------------|--------|----------------|-------|
| | | FMI | CF | FMI | CF |
| Estados Unidos | -2.6 | 2.6 (3.3; 3.1) | 2.7 = | 2.3 (2.9; 2.6) | 2.4 = |
| Zona Euro | -4.1 | 1.7 (1.0; 1.0) | 1.6 = | 1.5 (1.3; 1.5) | 1.4 = |
| Japón | -5.2 | 2.8 (2.4; 1.9) | 3.0 = | 1.5 (1.8; 2.0) | 1.2 ↓ |
| Asia (ex-Japón) | 5.9 | 9.4 (9.2; 8.4) | 8.9 ↑ | 8.0 (8.1; 8.3) | 7.7 = |
| China | 9.1 | 10.5 (10.5; 10.0) | 10.1 ↑ | 9.6 (9.6; 9.9) | 9.1 ↑ |
| India | 5.7 | 9.7 (9.4; 8.8) | 8.4 ↑ | 8.4 (8.4; 8.4) | 8.5 ↑ |
| América Latina | -1.7 | 5.7 (4.8; 4.0) | 5.6 ↑ | 4.0 (4.0; 4.0) | 4.0 = |
| Brasil | -0.2 | 7.5 (7.1; 5.5) | 7.6 ↑ | 4.1 (4.2; 4.1) | 4.5 ↓ |
| México | -6.5 | 5.0 (4.5; 4.2) | 4.9 ↑ | 3.9 (4.4; 4.5) | 3.5 ↓ |
| Mundo (PPP) | -0.6 | 4.8 (4.6; 4.2) | 4.5 = | 4.2 (4.3; 4.3) | 3.9 = |
| Mundo (TCM) | -2.0 | 3.7 (3.6; 3.2) | 3.8 ↑ | 3.3 (3.4; 3.4) | 3.1 = |
| Comercio Mundial | -11.0 | 11.4 (9.0; 7.0) | | 7.0 (6.3; 6.1) | |

Fuente: Consensus Forecasts, Noviembre 2010; Asia Pacific Consensus Forecasts, Noviembre 2010; Latin America Consensus Forecasts, Noviembre 2010; FMI: WEO, Octubre 2010 y en paréntesis WEO, Update Julio 2010 y Abril 2010, respectivamente. Flecha indica dirección del cambio en la proyección con respecto al mes anterior

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Distribución de las Proyecciones de Crecimiento en el 2011



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

Fuente: Consensus Forecasts, Noviembre 2010.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

¿Dónde están los riesgos?

- Los riesgos de las proyecciones están sesgados a la baja dada la debilidad que muestran los países avanzados:
 - En muchos países industriales queda tarea pendiente en la reestructuración del sistema financiero y éste es todavía vulnerable a una nueva caída en precios de propiedades y a otros shocks;
 - Los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles;
 - Los mercados de deuda soberana de los PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España) están sometidos a intensa presión y pueden tener una mayor recaída con efectos en tasas de interés y en la solvencia financiera.
- En cuanto a los países emergentes, el crecimiento es más vulnerable en los países con vínculos reales y financieros más fuertes con los países avanzados.

La Economía Mundial y sus Perspectivas

Volatilidad va a persistir

- Dada la incertidumbre sobre el crecimiento, las tensiones cambiarias, la debilidad del sistema financiero y de las finanzas públicas, el mercado seguirá muy volátil y sensible a las noticias en estas áreas.



2. Perspectivas de la Economía Chilena

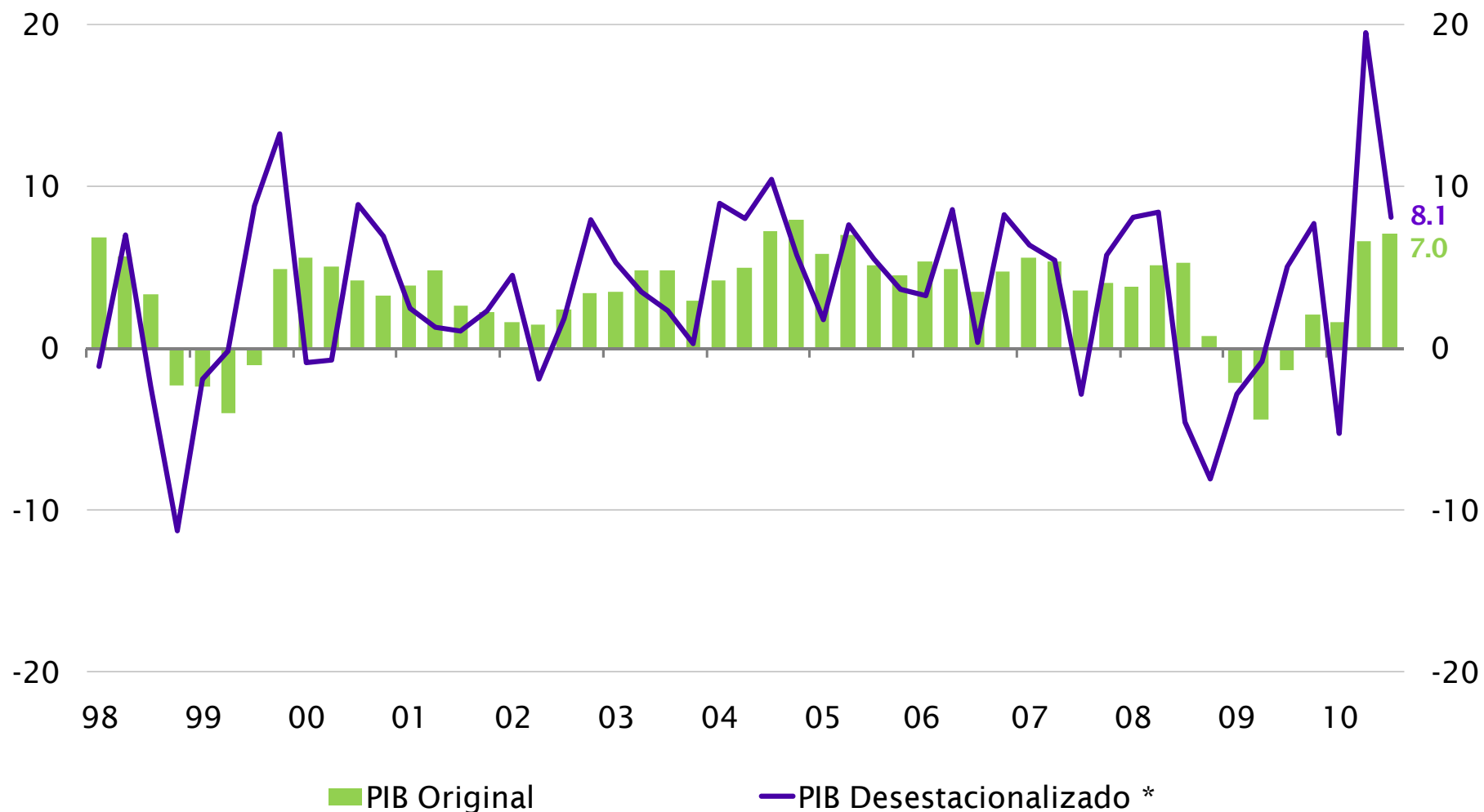
Perspectivas de la Economía Chilena

La economía retoma la senda del crecimiento

- Las cifras recientes confirman que la demanda interna sigue creciendo con fuerza impulsada por políticas macro expansivas, términos de intercambio favorables y mejores expectativas.
- El crecimiento de la demanda interna está siendo liderado por el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo.
 - El consumo privado está siendo impulsado por el crecimiento de la masa salarial real, las menores tasas de desempleo, condiciones financieras más favorables y las mejores expectativas.
 - La inversión en maquinaria y equipo se favorece con la reconstrucción, las mejores condiciones financieras y las mejores expectativas.

Perspectivas de la Economía Chilena

PIB (variación % anual, variación trimestral anualizada)

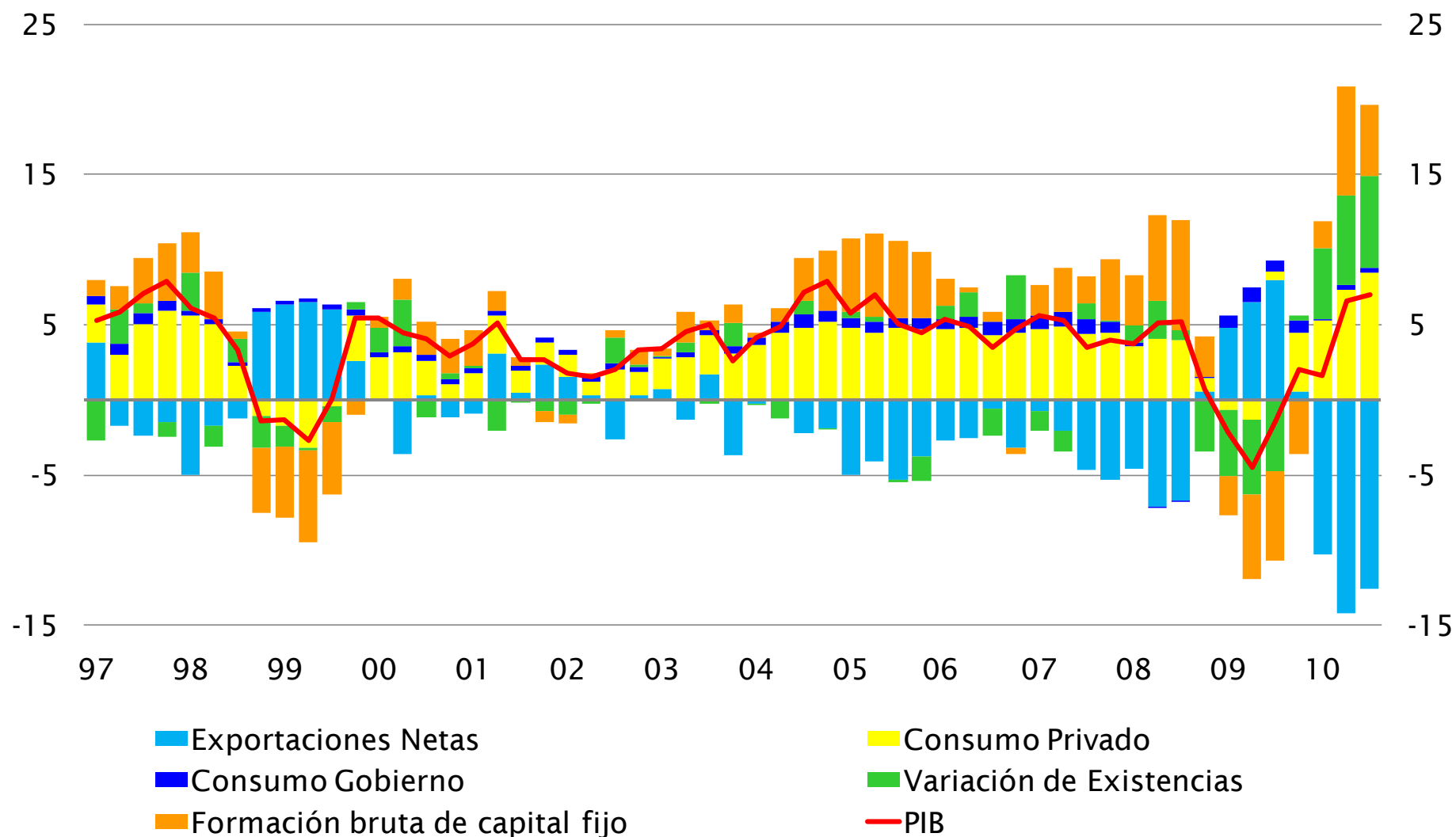


* Tasa de variación anualizada con respecto al trimestre anterior de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

Perspectivas de la Economía Chilena

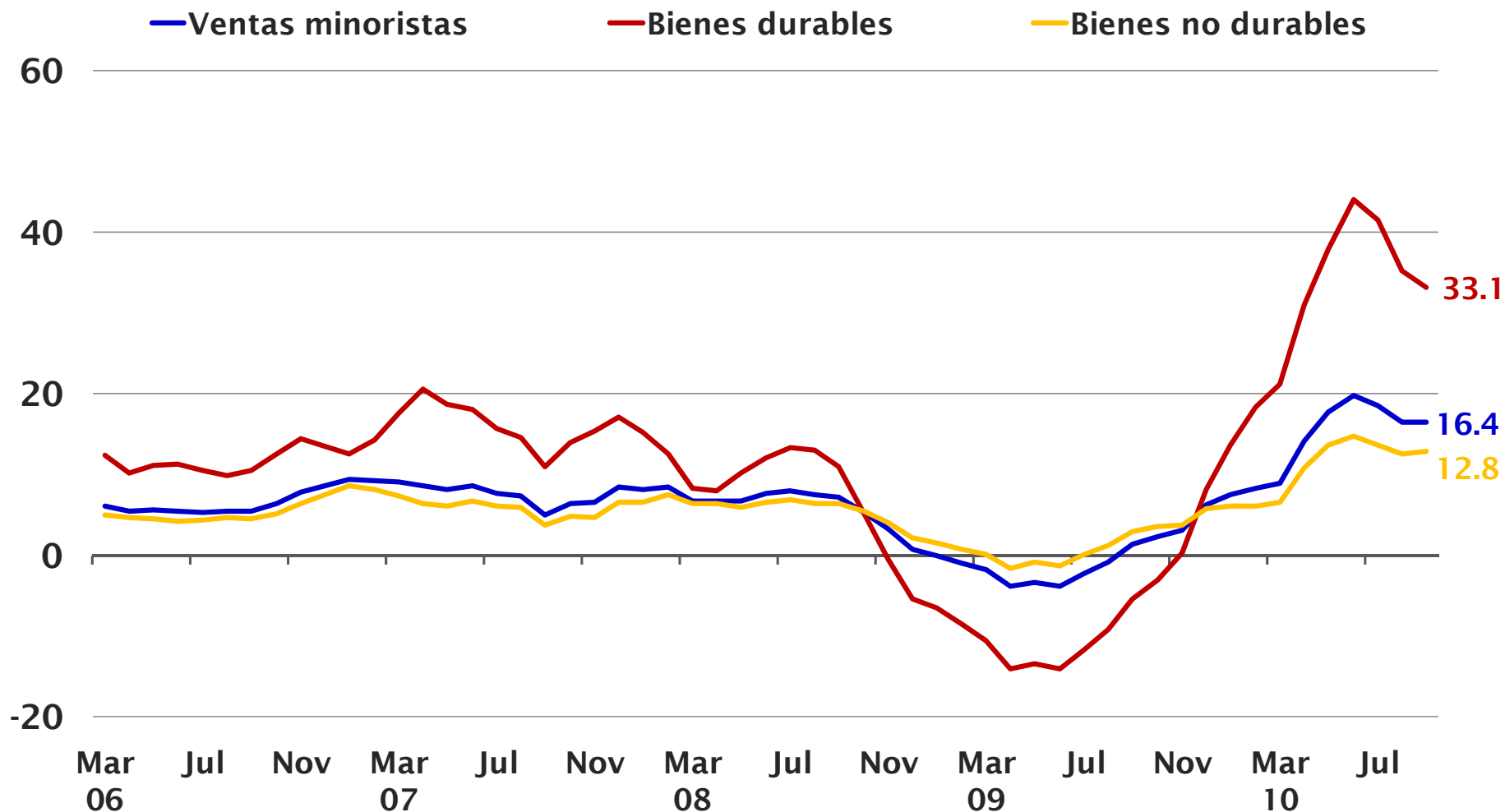
Contribución al Crecimiento del PIB (variación % anual)



Fuente: Banco Central de Chile.

Perspectivas de la Economía Chilena

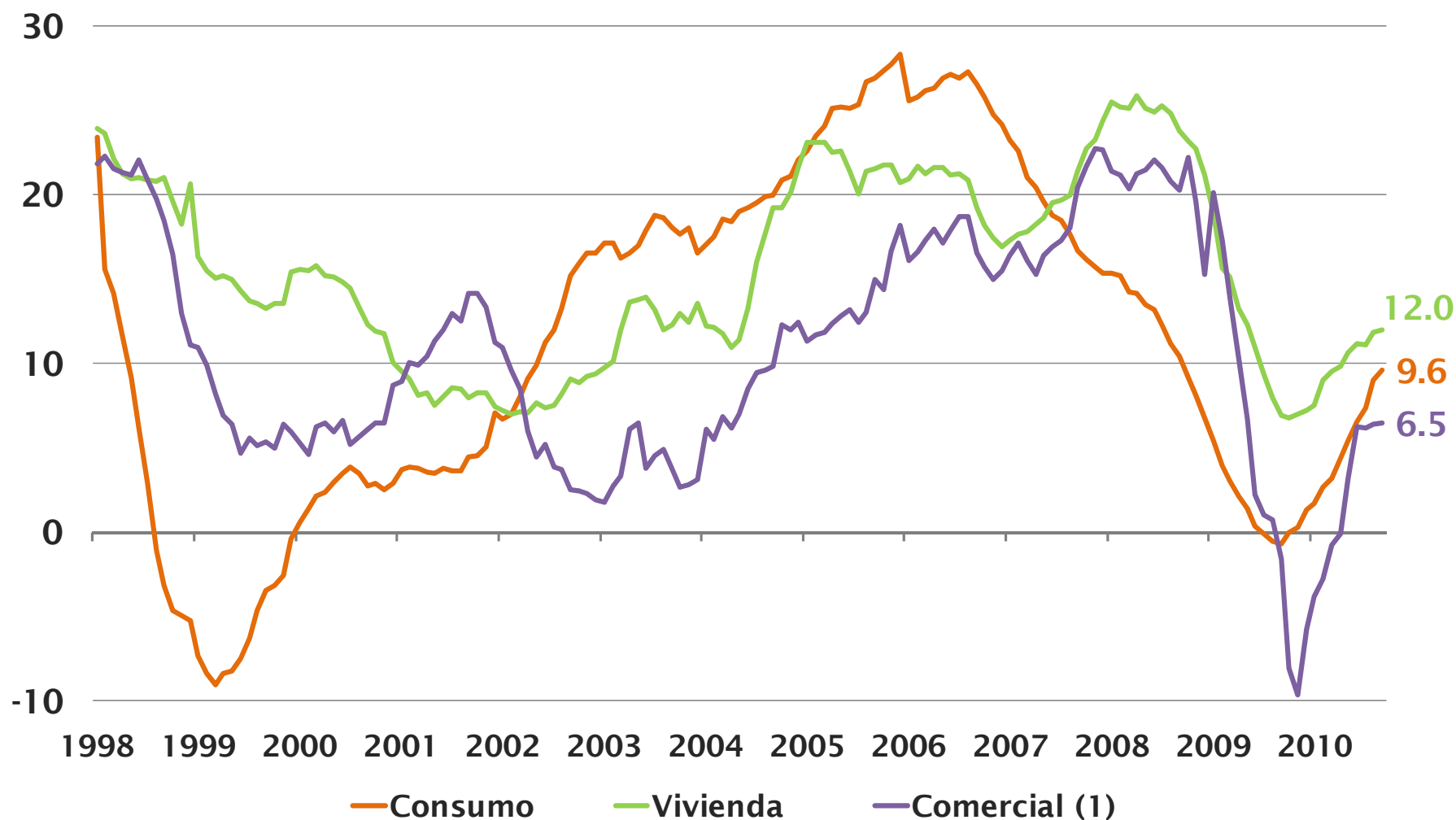
Ventas Reales del Comercio Minorista (variación anual promedio móvil trimestral,%)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, Octubre 2010.

Perspectivas de la Economía Chilena

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



(1) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior.

Fuente: Banco Central de Chile y Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. .

Perspectivas de la Economía Chilena

El crecimiento se desacelera en el margen

- En cuanto a actividad, el crecimiento se desacelera en el margen, afectado por el desempeño de la minería y la industria manufacturera.
- Las distintas mediciones muestran que el empleo crece (INE un 9,4% interanual) 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 más moderadas:
 - 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.

Perspectivas de la Economía Chilena

Crecimiento seguirá dinámico

- En el crecimiento de los próximos trimestres será impulsado por mejores expectativas, la creación de empleos, las políticas expansivas y el repunte de la construcción.
- Como las holguras de capacidad se cerrarán antes de lo anticipado, el Banco Central va a tener que continuar con su proceso de normalización de la política monetaria.
- El peso se aprecia con respecto al dólar siguiendo la tendencia mundial de depreciación del dólar, especialmente contra las monedas de los países exportadores de commodities.
- La normalización estará condicionada por el curso que tome la política fiscal, el dólar, el entorno externo y la demanda interna.
- Con todo, la TPM debiera llegar a niveles más neutrales en los próximos 12 a 14 meses, esto es, en el rango del 5 y al 6%.

Perspectivas de la Economía Chilena

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% este año y estaría en torno al 3,5% anual a diciembre del próximo año.
- Lo más probable es que el tipo de cambio termine el año en el rango de 480 a 500 pesos.
- Los principales riesgos que enfrenta la economía chilena se radican en el entorno externo y éstos son:
 - Una desaceleración más pronunciada y duradera en EE.UU. y Europa;
 - Un aumento de los riesgos fiscales/financieros en Grecia, Irlanda y Portugal y, en menor medida, en España e Italia.
- En el entorno interno, el principal riesgo es que la demanda interna se desacelere muy poco en los próximos trimestres presionando a la cuenta corriente, la capacidad productiva y la inflación.

Perspectivas de la Economía Chilena

Chile: Variables Macroeconómicas (variación porcentual anual, %)

| | 2009 | 2010 | | | | 2011 | | | |
|------------------------------|-------|-----------|------------|-------|------------|-----------|------------|-------|------------|
| | | BC | LACF | EIU | EEE | BC | LACF | EIU | EEE |
| PIB | -1.5 | (5.0-5.5) | 5.3 | 5.2 | 5.4 | (5.5-6.5) | 6.0 | 5.9 | 6.0 |
| | | | (5.0; 5.9) | | (5.2; 5.7) | | (5.2; 7.0) | | (5.6; 6.6) |
| Demanda Interna | -5.9 | 16.1 | - | - | - | 6.2 | - | - | - |
| Con. privado | 0.9 | 8.3* | 8.3 | 7.3 | - | 5.3* | 6.0 | 6.7 | - |
| Inversión total | -15.3 | 21.2 | 19.2 | 22.8 | - | 13.6 | 12.8 | 12.4 | - |
| Bce. Sector Púb. | -4.4 | - | -1.3 | -1.1 | - | - | 0.0 | -0.6 | - |
| Tipo Cambio (fin período) | 506.4 | - | 496.3*** | 477.5 | 498** | - | 506.8*** | 489.2 | 515** |
| | | | | | (475; 520) | | | | (480; 535) |
| Inflación (dic-dic) | -1.4 | 3.9 | 3.2 | 3.7 | 3.0 | 3.2 | 3.3 | 3.8 | 3.2 |
| | | | (2.9; 3.8) | | (2.7; 3.2) | | (3.0; 4.0) | | (3.0; 3.6) |

*Se refiere al consumo total

**Corresponde a fines de Octubre del año siguiente.

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

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