



# El Momento Económico Internacional y Nacional

Vittorio Corbo

Centro de Estudios Públicos

26 de Septiembre del 2011

Esta es una versión actualizada de la presentación hecha en el CEP el Jueves  
22 de Septiembre



# 1. La Economía Internacional pasa a otra etapa difícil

## El estado de la Economía Mundial

- En los últimos dos meses, las perspectivas de crecimiento de los países avanzados se han deteriorado, la crisis de deuda soberana de la Zona Euro se agudiza y la banca se debilita.
- Cuatro factores han contribuido al deterioro en las perspectivas de crecimiento de los países avanzados:
  - Revisión a la baja del crecimiento de los últimos tres años en EE.UU.;
  - Sorpresivo bajo crecimiento en el segundo trimestre tanto en EE.UU. como en la Zona Euro y cifras débiles en los últimos dos meses;
  - Problemas estructurales de países avanzados han resultado más difíciles de abordar de lo pensado;
  - Deterioro en el liderazgo político en EE.UU. y la falta de decisión de los gobiernos europeos para controlar la crisis de deuda.
- La profundización de la crisis de deuda en Europa está asociada a los problemas de Grecia e Italia y a la incapacidad de los líderes europeos de tomar medidas decisivas.

# La Economía Mundial y sus Perspectivas

## El estado de la Economía Mundial

- Como resultado, aumenta la incertidumbre en los mercados impactando a la banca, especialmente a la que tiene importantes tenencias de bonos de los países más amenazados.
- Los bancos no se prestan uno a otro, aumentan su demanda por liquidez y restringen el crédito, lo que termina afectando también las perspectivas de crecimiento.
- El mercado interbancario europeo se estresa, escasea el financiamiento en dólares, suben los depósitos *overnight* en el BCE y aumenta el uso de su facilidad de emergencia.
- A nivel global, los mercados financieros experimentan una alta volatilidad, aumenta el *flight-to-quality*, caen los precios de acciones y las monedas de los países emergentes se deprecian.

# La Economía Mundial y sus Perspectivas

## El estado de la Economía Mundial

- En paralelo, varias economías emergentes que crecían sobre su potencial, han estado introduciendo políticas restrictivas, lo que ha estado reduciendo su crecimiento en el margen.
- Estos países enfrentan ahora un entorno externo menos favorable, mayor volatilidad de los flujos de capitales y depreciación de sus monedas, lo que será contractivo en el margen.
- Si bien el deterioro en las perspectivas de crecimiento de los países avanzados ya es una mala noticia, el aumento de la probabilidad de una crisis de deuda soberana en Europa es una noticia mucho peor.

# La Economía Mundial y sus Perspectivas

## El estado de la Economía Mundial

- Opciones para resolver la crisis de deuda en Europa:
  - (1) Implementar ajustes fiscales y reformas estructurales en Grecia, Italia, Portugal y España para así mejorar las perspectivas de crecimiento y las presiones en sus mercados de deuda (en proceso);
  - (2) Una política monetaria más expansiva por parte del BCE y un mayor estímulo fiscal en los países que tienen espacio para hacerlo: Alemania, Holanda y Austria;
  - (3) Condicional a (1), una compra más agresiva de bonos de Italia y España por parte del BCE (comenzó a comprar bonos, pero no sabemos hasta dónde está dispuesto a llegar).
  - (4) Una gran tolerancia de la sociedad a los ajustes y sacrificios que van a demandar las reformas estructurales y los años de austeridad.
- La tarea no es fácil, pero la alternativa de un quiebre de la Zona Euro sería muy costosa para todos, no sólo para los países en crisis sino que también para Alemania.

## El estado de la Economía Mundial

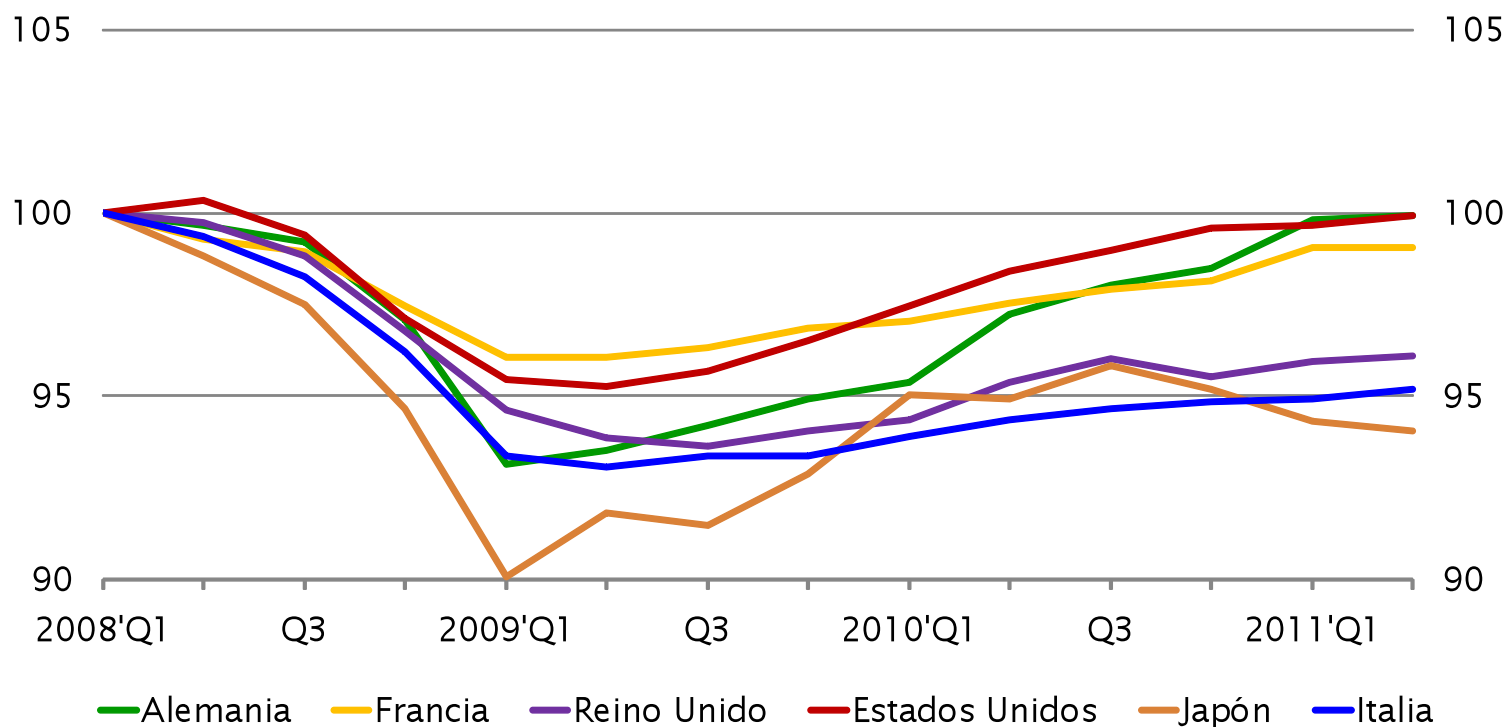
- Los líderes políticos de Alemania tienen que convencer a su población que aumentar el fondo de rescate para evitar tanto la desintegración del euro como una gran recesión en la Zona Euro, la cual tendría también costos económicos altísimos para Alemania.
- Una vez apoyado este fondo va a ser necesario también apalancarlo ya sea dándole un carácter de banco pudiendo acceder al financiamiento del BCE o ya sea otorgando un seguro a la deuda de los países con dificultades.
- La necesidad de aprobar este programa y de apalancarlo tomó una parte importante de las discusiones del fin de semana pasado en las reuniones anuales del Banco Mundial y el FMI en Washington.

## El estado de la Economía Mundial

- Opciones para estimular el crecimiento en EE.UU.:
  - En la parte fiscal, se necesita una combinación de ajuste fiscal creíble de mediano plazo con mayores estímulos de corto plazo.
  - También serán necesarios programas que aceleren el ajuste del sector inmobiliario, especialmente apoyando a las familias que tienen una deuda hipotecaria que supera el valor de su vivienda.
  - Con una relación hostil entre el Ejecutivo y el Congreso, es difícil ser optimista en este frente.
  - La FED es la única institución capaz de intentar seguir innovando para evitar el regreso a la recesión.
  - Su decisión reciente de cambiar la composición de sus tenencias de bonos y de aumentar su apoyo a los mercados de hipotecas van en esa dirección.
  - No se puede descartar un QE3 si las circunstancias lo ameritan.

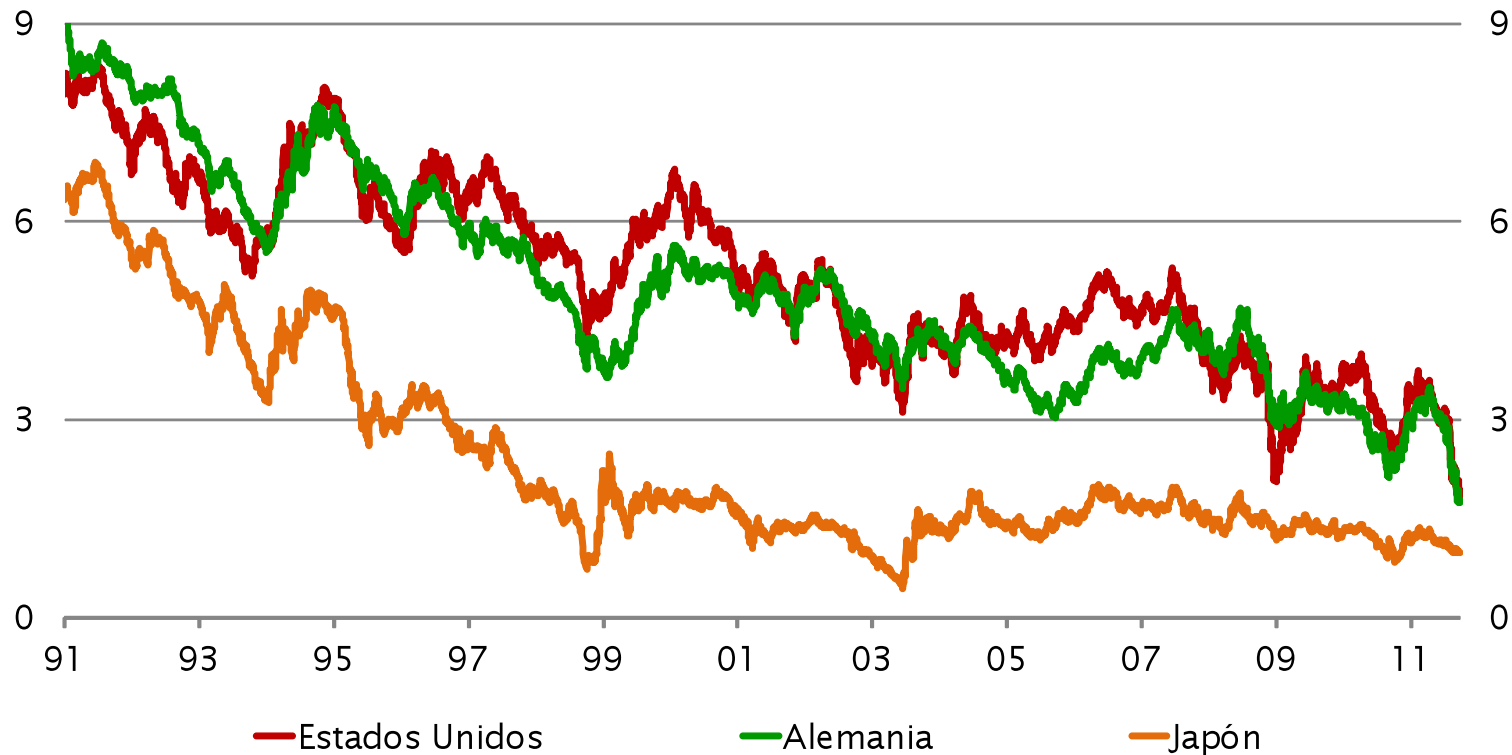


## Los PIBs de las principales economías aún no superan los niveles del 2008'Q1

Evolución del PIB Real  
(2008'Q1=100)

Fuente: Eurostat.

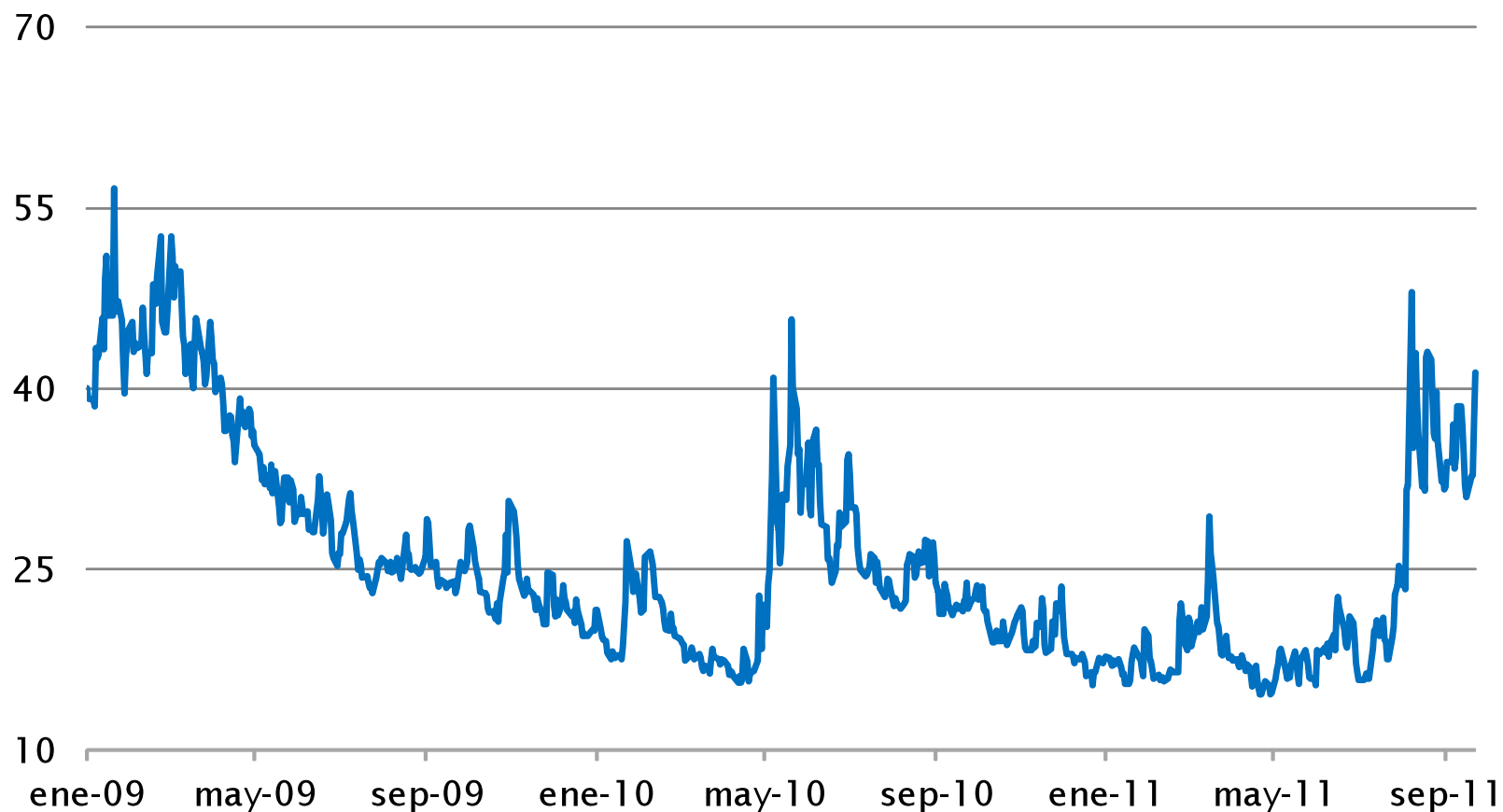
## Rendimientos de bonos soberanos se encuentran en niveles históricamente bajos

Rendimientos de Bonos de Gobiernos a 10 años  
(porcentaje)

Fuente: Bloomberg, 22 de septiembre del 2011.

# La Economía Mundial y sus Perspectivas

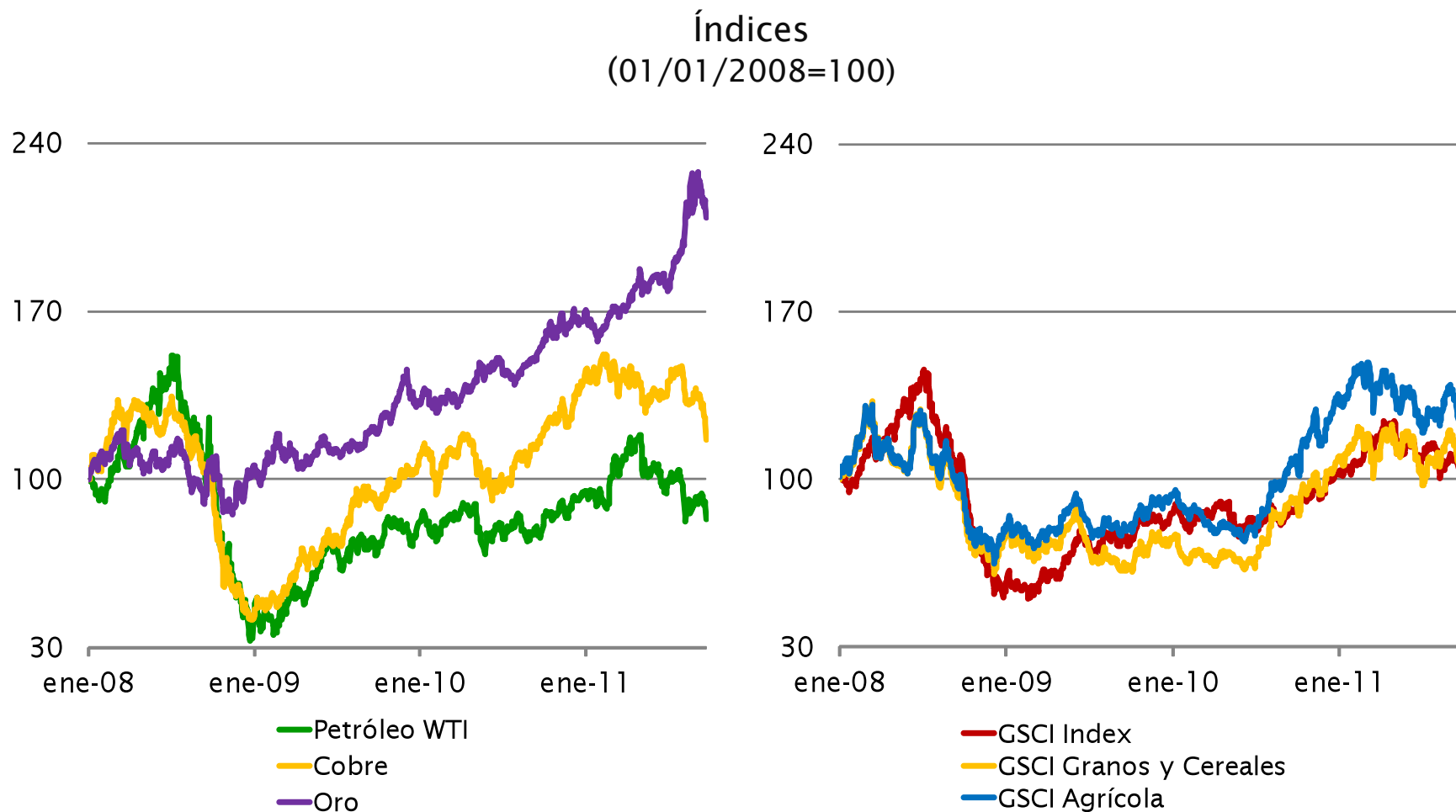
## Índice de volatilidad VIX se encuentra en niveles elevados



Fuente: Bloomberg, 22 de septiembre del 2011.

## La Economía Mundial y sus Perspectivas

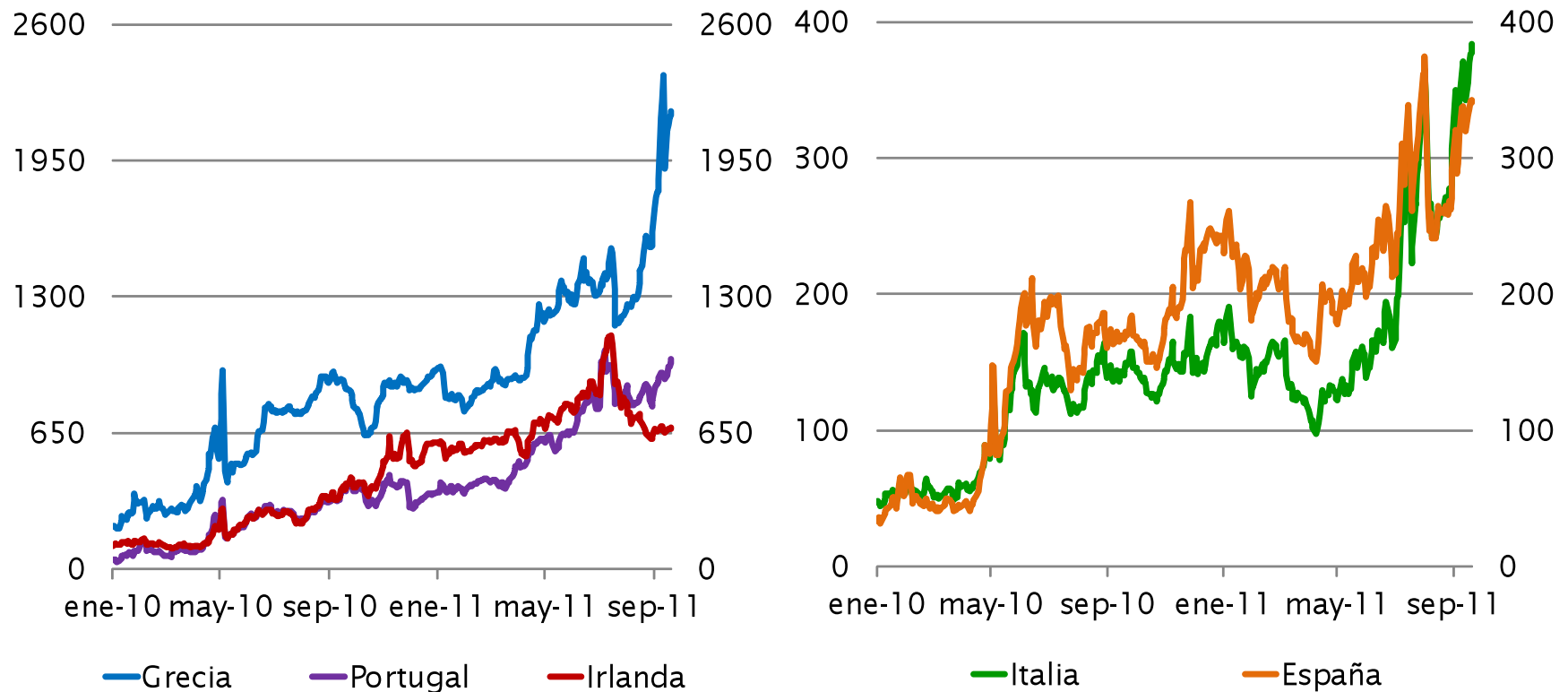
## Precios del petróleo y de productos agrícolas caen en últimos tres meses



Fuente: Bloomberg, 22 de septiembre del 2011.

## La Economía Mundial y sus Perspectivas

## Spreads de bonos soberanos de los PIIGS siguen aumentando

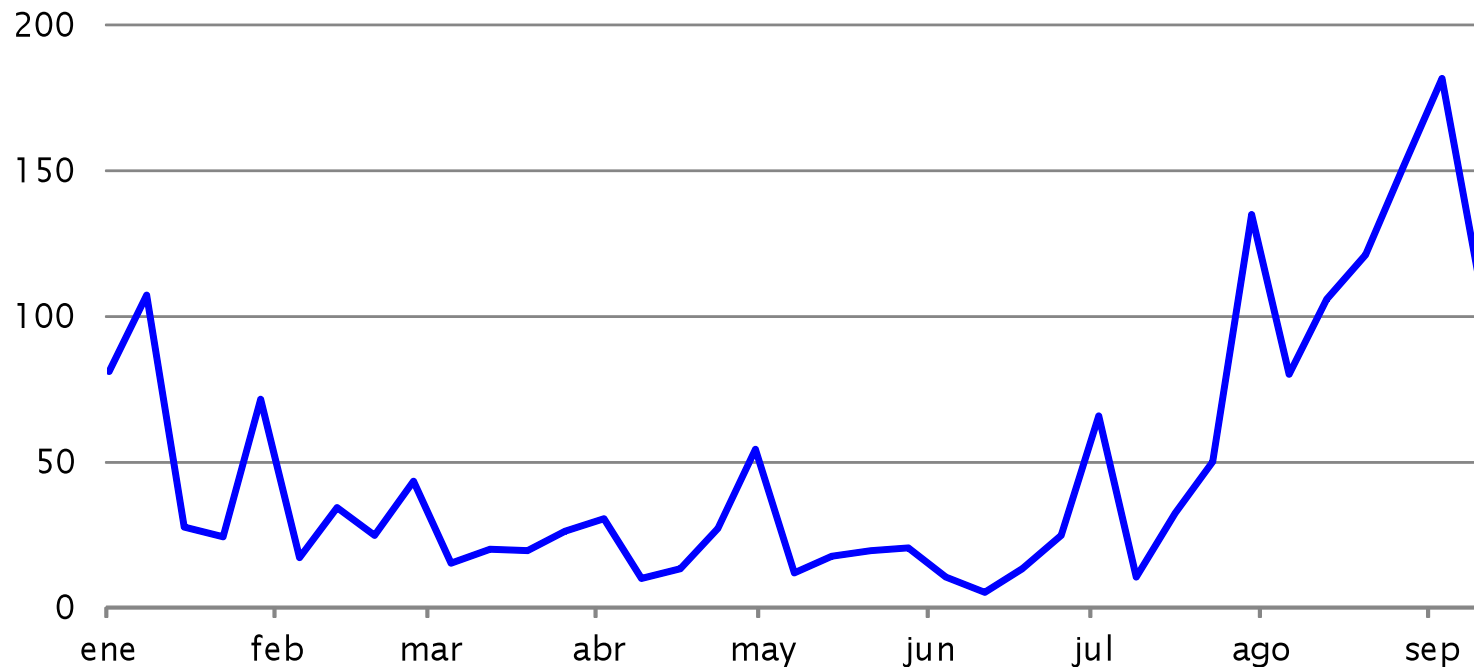
Spreads de bonos públicos a 10 años sobre el bono alemán  
(Puntos bases)

Fuente: Bloomberg, 22 de septiembre del 2011.

# La Economía Mundial y sus Perspectivas

## La oferta de préstamos interbancarios se ha reducido en la Zona Euro

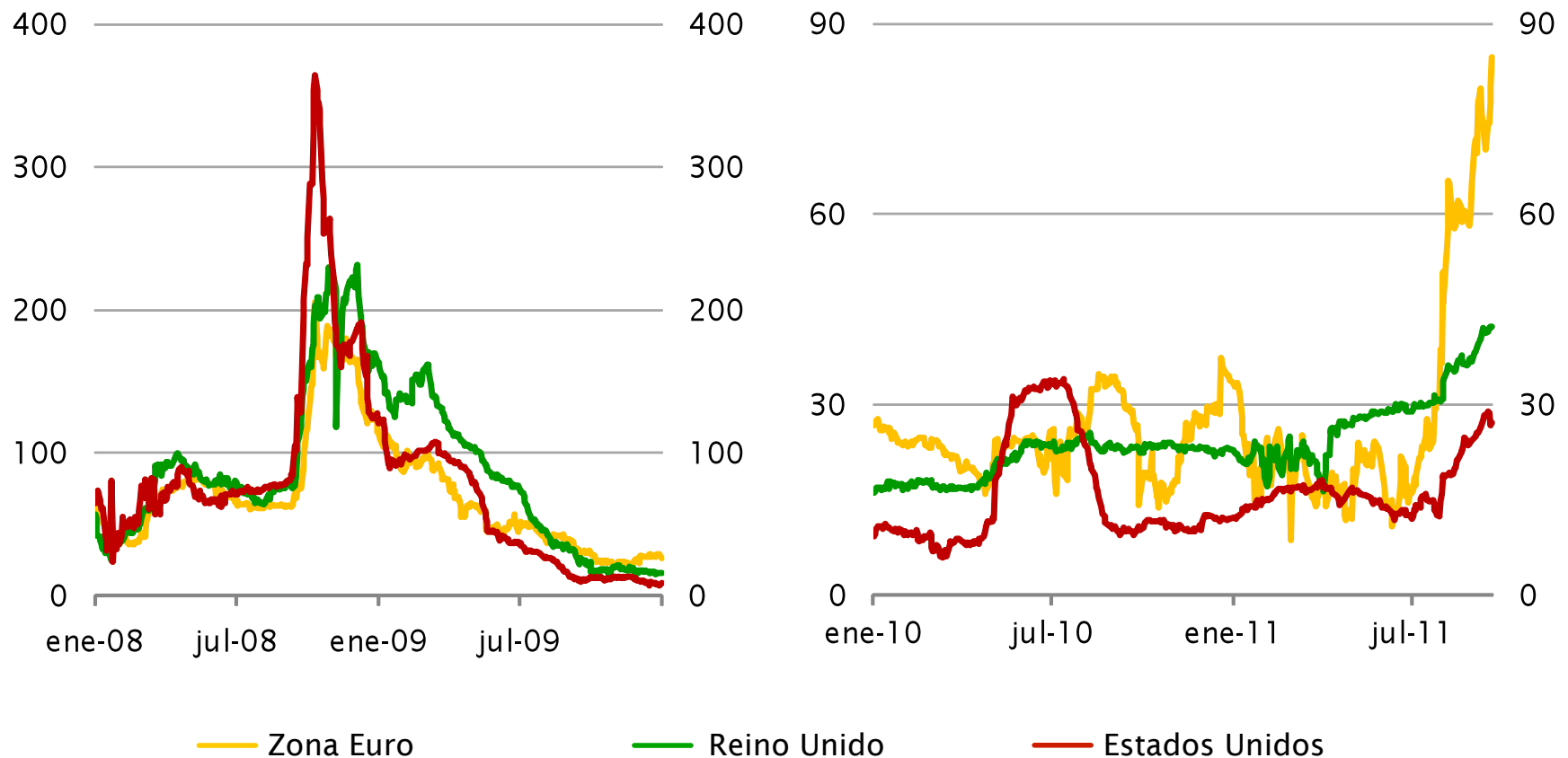
Facilidad de depósito en el Banco Central Europeo  
(Miles de Millones de Euros)



Fuente: ECB, 22 de septiembre del 2011.

## La Economía Mundial y sus Perspectivas

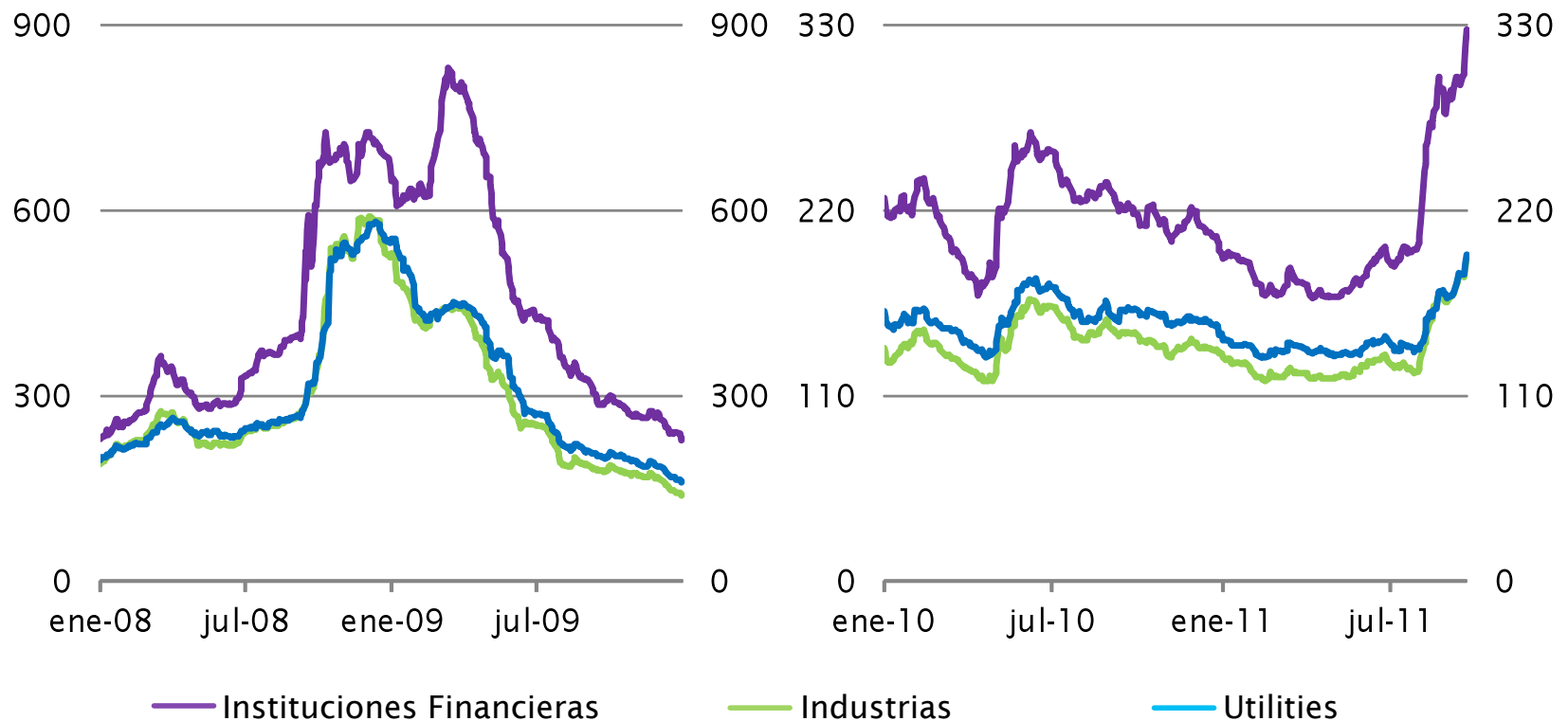
## Mercados de liquidez

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

Fuente: Bloomberg, 22 de septiembre del 2011.

## La Economía Mundial y sus Perspectivas

## Los premios por riesgos de bonos corporativos aumentaron recientemente

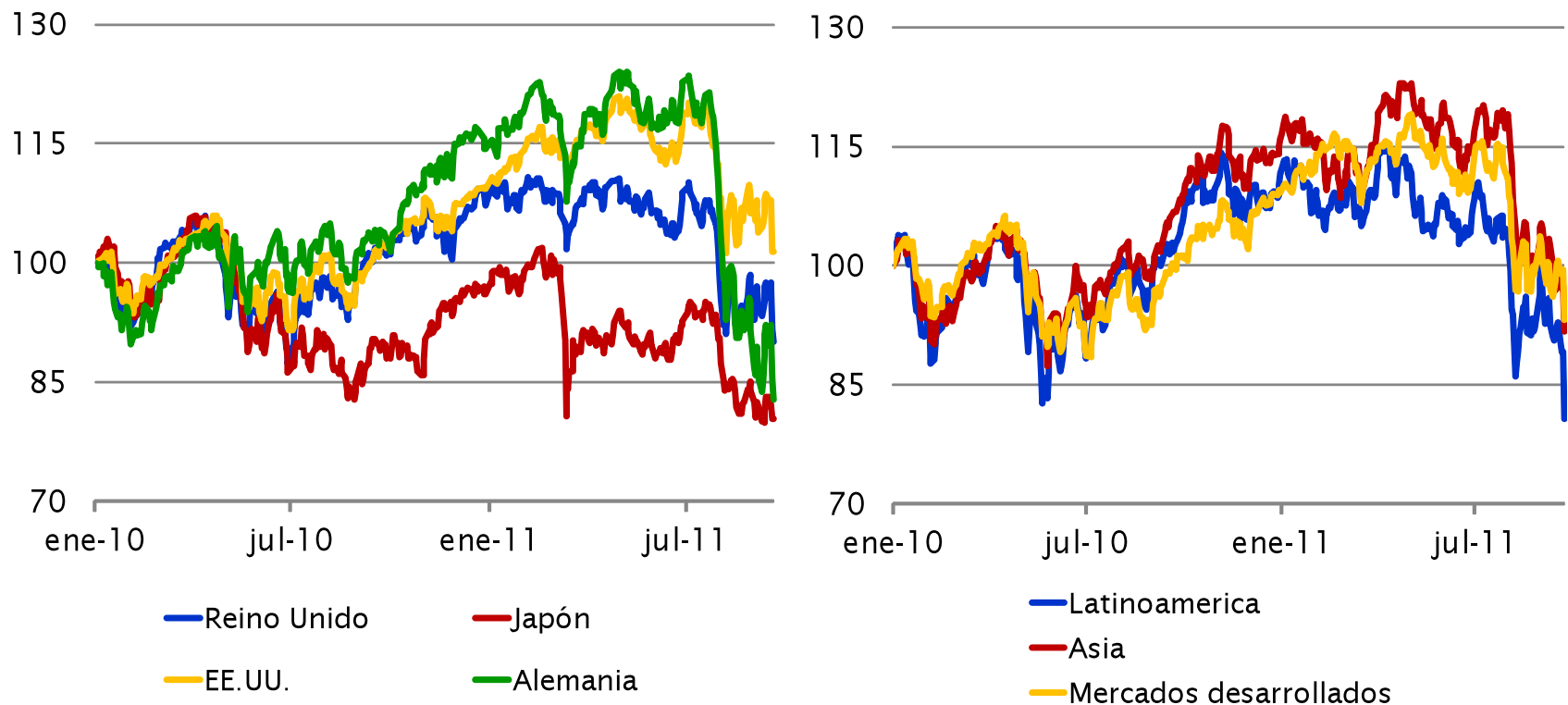
Spreads de Bonos Corporativos con Grado de  
Inversión en EE.UU. por sectores  
(puntos base)

Fuente: Barclays, 23 de septiembre del 2011.



## La Economía Mundial y sus Perspectivas

## Mercados accionarios

Índices Accionarios  
(01/01/2009=100)

Fuente: Bloomberg, 22 de septiembre del 2011.

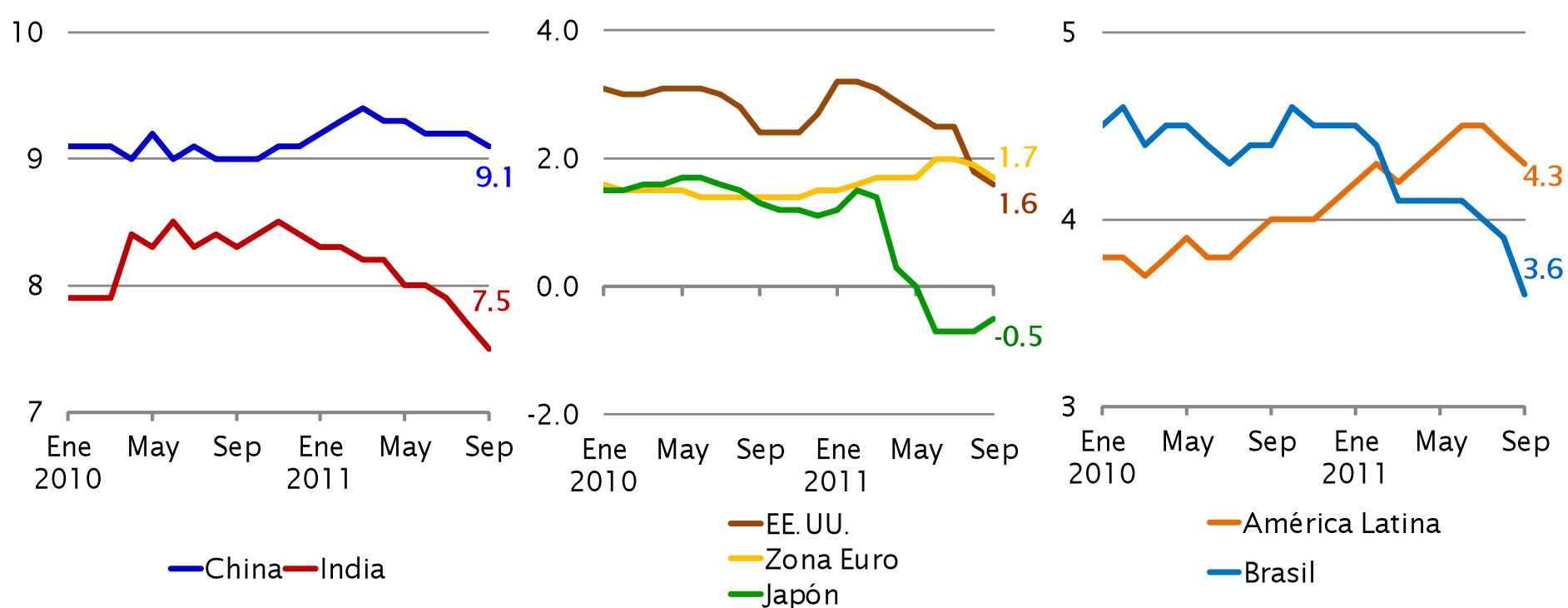
# La Economía Mundial y sus Perspectivas

## Proyecciones de crecimiento de la economía mundial se revisan a la baja

- En este cuadro, las proyecciones de crecimiento para el 2011 se han estado corrigiendo a la baja, especialmente para EE.UU., China, India y Brasil.
- Las proyecciones de crecimiento para el 2012 también se han estado corrigiendo a la baja en forma bastante generalizada.
- Las proyecciones del WEO, entregadas la semana pasada, están algo por encima de las del *Consensus Forecast*, ambas las considero algo optimistas como escenarios bases.
- Si la crisis en Europa pasa a mayores, los países más afectados serían los avanzados, Europa Central y del Este, Asia Emergente y América Latina, en ese orden.
- El escenario base, por el dinamismo de los países emergentes y en desarrollo, seguirá apoyando los precios de productos primarios, aunque a niveles inferiores que en 2010/2011.

## La Economía Mundial y sus Perspectivas

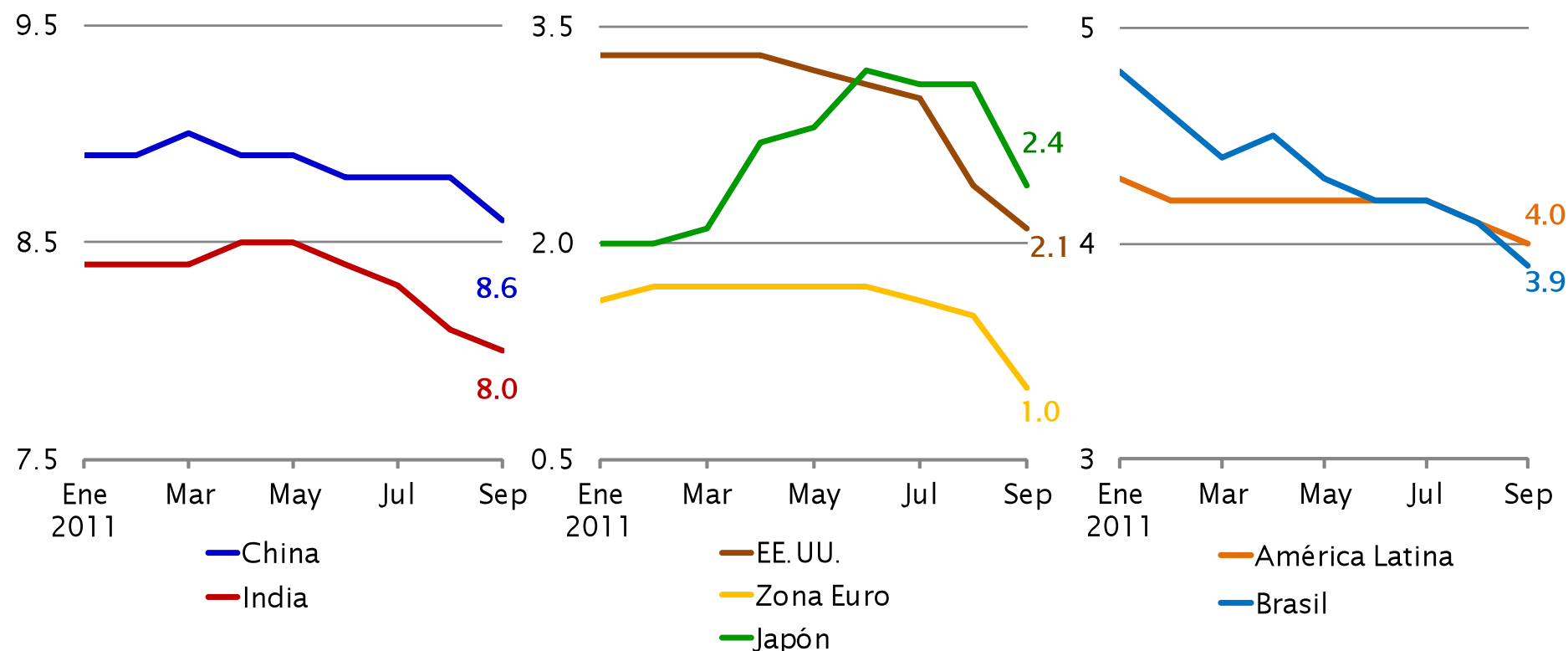
## Evolución de las proyecciones del crecimiento del PIB en el 2011 (%)



Fuente: Consensus Forecasts.

## La Economía Mundial y sus Perspectivas

## Evolución de las proyecciones del crecimiento del PIB en el 2012 (%)



Fuente: Consensus Forecasts.

## La Economía Mundial y sus Perspectivas

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

	2009	2010	2011			2012		
			FMI	BI	CF	FMI	BI	CF
Estados Unidos	-3.5	3.0	1.5 (2.5; 2.8; 3.0)	1.6 ↓	1.6 ↓	1.8 (2.7; 2.9; 2.7)	2.0 ↓	2.1 ↓
Zona Euro	-4.3	1.8	1.6 (2.0; 1.6; 1.5)	1.7 =	1.7 ↓	1.1 (1.7; 1.8; 1.7)	0.9 ↓	1.0 ↓
Japón	-6.3	4.0	-0.5 (-0.7; 1.4; 1.6)	-0.4 ↑	-0.5 ↑	2.3 (2.9; 2.1; 1.8)	2.1 ↓	2.4 ↓
Asia (ex-Japón)	6.2	9.6	7.9 (8.1; 8.1; 8.0)	7.4 ↓	7.6 ↓	7.6 (7.9; 7.9; 8.4)	7.1 ↓	7.4 ↓
China	9.2	10.3	9.5 (9.6; 9.6; 9.6)	9.0 =	9.1 ↓	9.0 (9.5; 9.5; 9.5)	8.4 ↓	8.6 ↓
India	6.8	10.1	7.8 (8.2; 8.2; 8.4)	7.7 ↓	7.5 ↓	7.5 (7.8; 7.8; 8.0)	8.2 ↓	8.0 ↓
América Latina	-1.7	6.1	4.5 (4.6; 4.7; 4.3)	4.4 ↓	4.3 ↓	4.0 (4.1; 4.2; 4.1)	3.8 =	4.0 ↓
Brasil	-0.6	7.5	3.8 (4.1; 4.5; 4.5)	3.6 ↓	3.6 ↓	3.6 (3.6; 4.1; 4.1)	4.0 =	3.9 ↓
México	-6.2	5.4	3.8 (4.7; 4.6; 4.2)	3.9 ↓	3.8 ↓	3.6 (4.0; 4.0; 4.8)	3.1 ↓	3.4 ↓
Mundo (PPP)	-0.7	5.1	4.0 (4.3; 4.4; 4.4)	3.6 ↓	3.8 ↓	4.0 (4.5; 4.5; 4.5)	3.6 ↓	3.8 ↓
Mundo (TCM)	-2.3	4.0	3.0 (3.4; 3.5; 3.5)	2.5 =	3.0 ↓	3.2 (3.7; 3.7; 3.6)	2.5 =	3.2 ↓
Comercio Mundial	-10.7	12.8	7.5 (8.2; 7.4; 7.1)			5.8 (6.7; 6.9; 6.8)		

Fuentes: Consensus Forecasts, Septiembre 2011; Asia Pacific Consensus Forecasts, Septiembre 2011; Latin America Consensus Forecasts, Septiembre 2011; FMI: WEO, Septiembre 2011 y en paréntesis Update Junio 2011; WEO Abril 2011 y Update Enero 2011, respectivamente; Bancos de Inversión: J.P.Morgan; Barclays Capital y Deutsche Bank.

## ¿Dónde están los riesgos?

- El escenario central de bajo crecimiento y alta incertidumbre enfrenta importantes riesgos negativos que pueden llevar de vuelta a la recesión:
  - El principal riesgo es una intensificación de los problemas de deuda soberana en Europa, afectando con más intensidad a la solvencia fiscal, a la banca europea y a los mercados financieros internacionales;
  - Una subestimación de los problemas estructurales de EE.UU. que resulte en un crecimiento aún más modesto del proyectado;
  - Un aterrizaje brusco en China.
- El IPOM en su escenario base proyecta un crecimiento mundial a PPC del 3,9% este año, 4,0% el próximo y 4,5% el 2013, valores que son bastante optimistas.

Términos de intercambio debieran mantenerse favorables

- En cuanto a *commodities*, el IPOM proyecta un precio del cobre promedio de 4,15 dólares por libra este año, 3,70 el próximo y 3,50 el 2013 y para el petróleo precios por barril de US\$ 93, 89 y 91 respectivamente, cifras que se ven también algo altas.

## Supuestos del Escenario Base Internacional - IPOM Septiembre 2011

	2009	2010	2011(f)		2012(f)		2013(f)
			IPOM Jun 11	IPOM Sep 11	IPOM Jun 11	IPOM Sep 11	IPOM Sep 11
Términos de Intercambio, %	4.6	23.8	-1.6	-1.8	-2.1	-5.3	-2.6
PIB Socios Comerciales, %	-0.4	5.9	4.3	4.2	4.7	4.3	4.6
PIB Mundial PPC, %	-0.6	5.0	4.1	3.9	4.5	4.0	4.5
PIB Mundial a TC de Mercado, %	-2.1	3.8	3.2	3.0	3.8	3.3	3.7
Precios Externos (en US\$), %	-6.2	5.8	9.0	9.8	2.8	2.9	2.1
Precio del Cobre BML (US\$ cent/lb)	234	342	415	415	400	370	350
Precio del Petróleo WTI (US\$/barril)	62	79	99	93	103	89	91
Precio paridad de la gasolina (US\$/m <sup>3</sup> )	471	598	825	816	832	797	774
Libor US\$ (nominal, 90 días)	0.7	0.3	0.3	0.3	0.9	0.3	0.3

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.





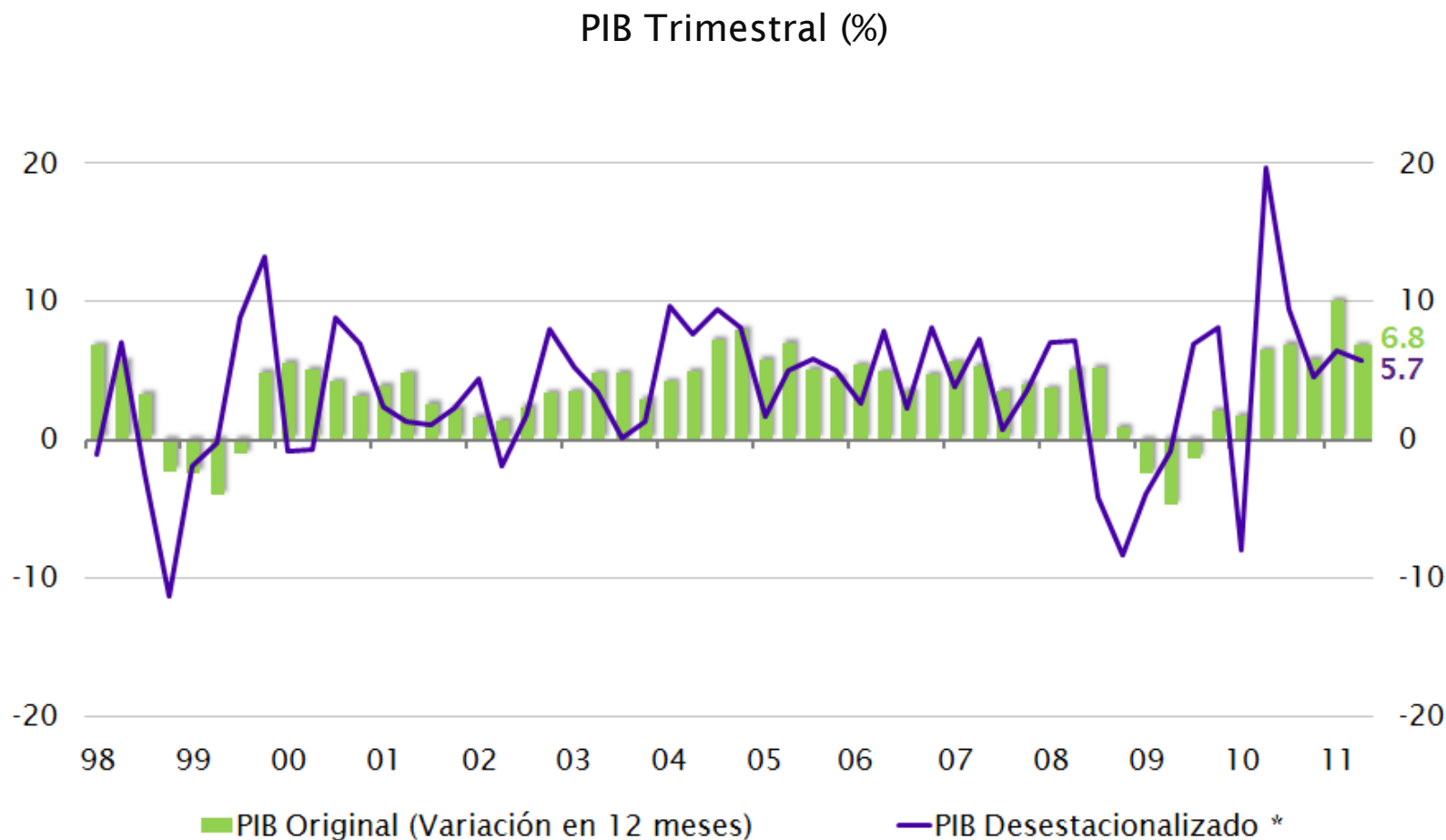
## 2. Perspectivas de la Economía Chilena

## Chile crece con fuerza

- Chile había estado creciendo con fuerza apoyado por:
  - (1) favorables términos de intercambio;
  - (2) políticas macro aún expansivas para esta etapa del ciclo: balance cíclicamente ajustado alcanzaría un déficit en torno al 1,6% del PIB;
  - (3) amplio acceso a financiamiento externo y bajas tasas de interés internacionales; y
  - (4) expectativas empresariales optimistas.
- Después del alza de comienzos de año, las expectativas inflacionarias han descendido, ayudadas por la caída en el precio de los combustibles y las alzas en la TPM.
- Con todo, la inflación anual supera el 3%.
- En cuanto al tipo de cambio, el peso se ha depreciado en el último tiempo afectado por la mayor incertidumbre internacional y la caída en el precio del cobre.

## Perspectivas de la Economía Chilena

## La actividad mantiene su dinamismo

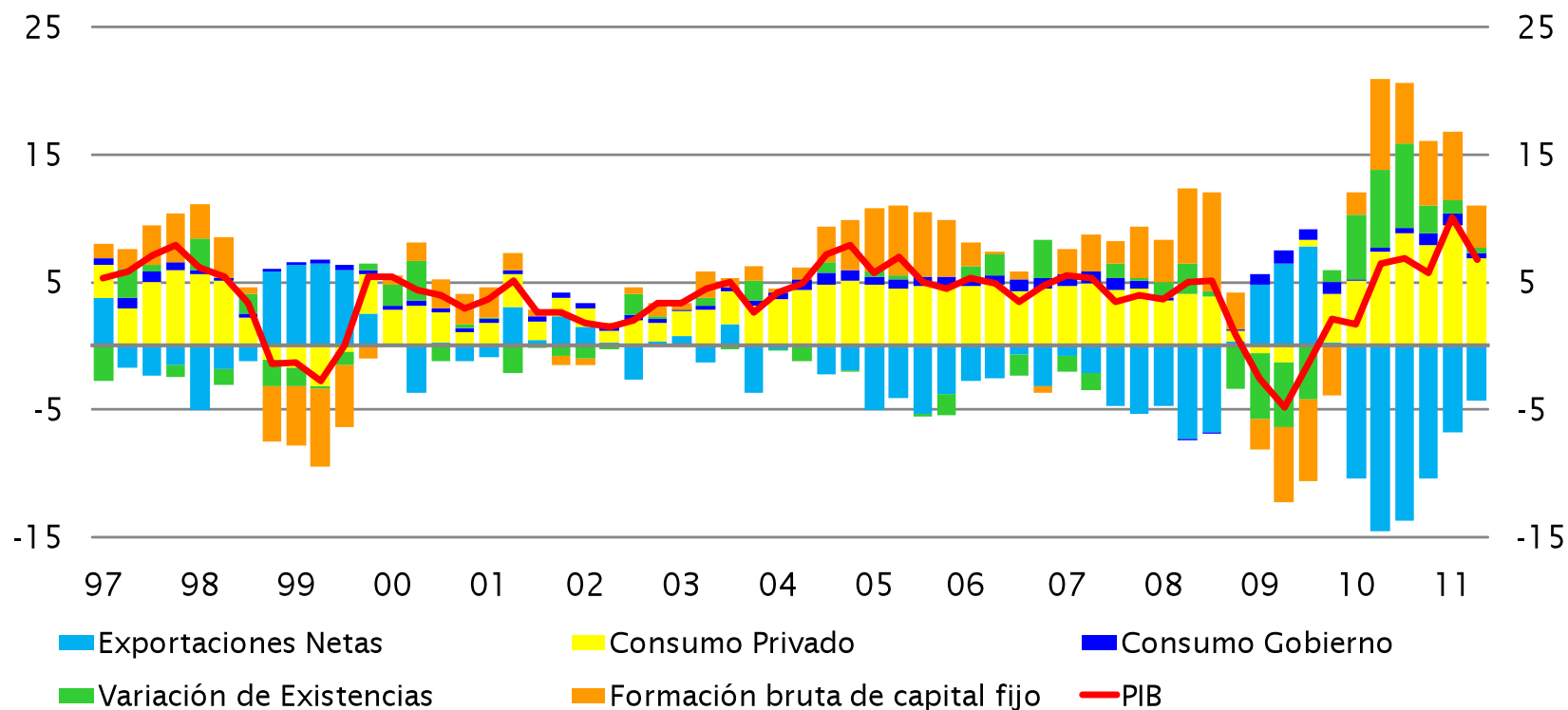


\* Tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.

## La demanda interna sigue liderando el crecimiento

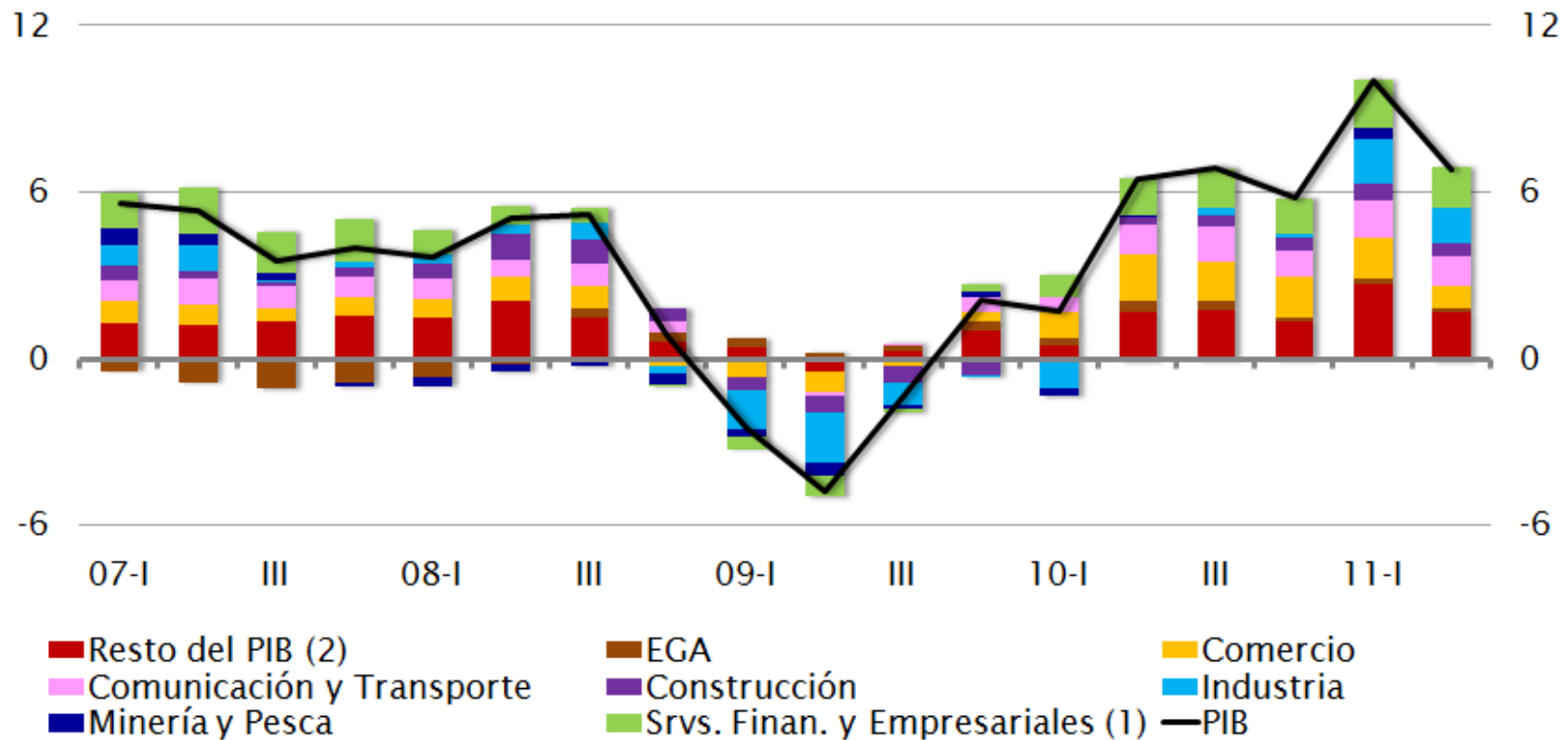
Contribución al crecimiento del PIB  
(Crecimiento real en 12 meses; %)



Fuente: Banco Central de Chile.

## La industria y la construcción han aumentando su dinamismo en 2011'Q2

Contribución al crecimiento del PIB  
(variación real anual; %)



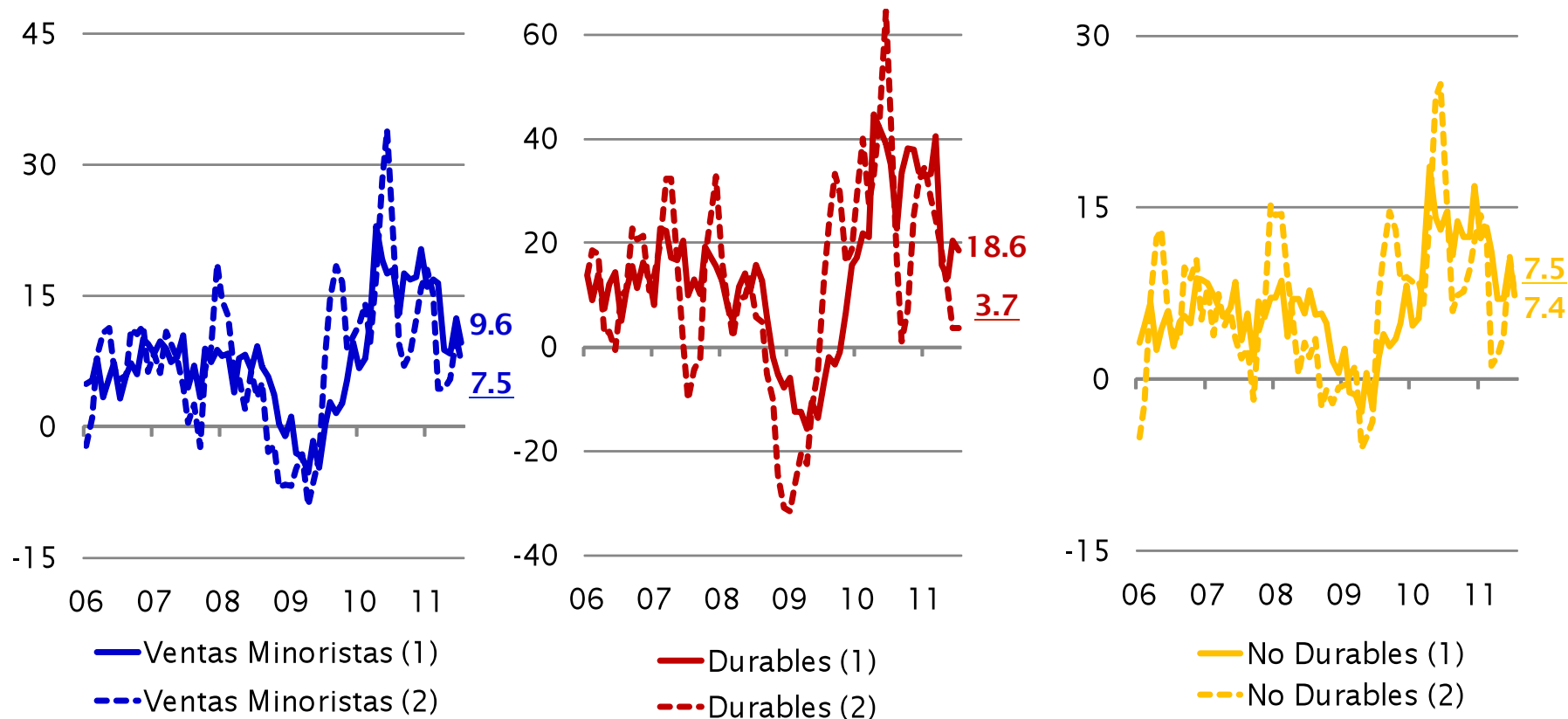
Fuente: Banco Central de Chile.

## Crecen el empleo, los salarios reales y las colocaciones

- La demanda interna sigue creciendo liderada por el consumo de bienes no durables y la inversión, mientras que el consumo de durables se modera.
- El aumento en los ingresos del trabajo (salarios reales por empleo) apoya el crecimiento del crédito y del consumo privado.
- En el lado de la actividad, se destaca el dinamismo que está tomando la construcción y el que mantiene el comercio.
  - En contraste, la minería cae en 12 meses por factores de oferta y el sector manufacturero pierde fuerza en julio.
  - Como resultado, la actividad se desacelera en el margen.
- Con el aumento de la incertidumbre internacional y la caída en los precios de las acciones aumenta la demanda por instrumentos de renta fija resultando en caídas de tasas.

## Perspectivas de la Economía Chilena

## Ventas minoristas reales del comercio se desaceleran en el margen



(1) Tasa de variación porcentual en 12 meses.

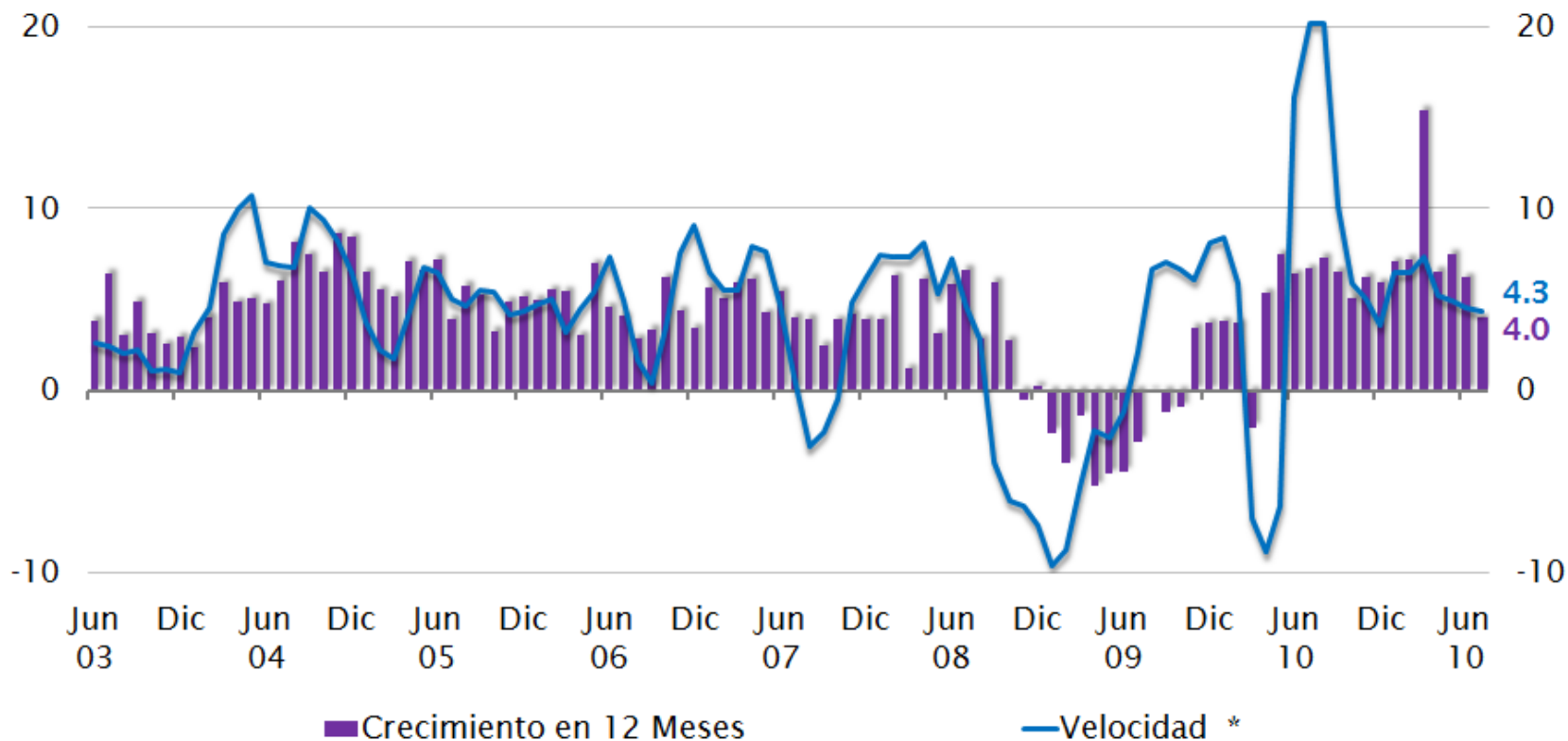
(2) Velocidad de crecimiento: tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

## Perspectivas de la Economía Chilena

## La actividad se desacelera en los últimos meses

Imacec (%)



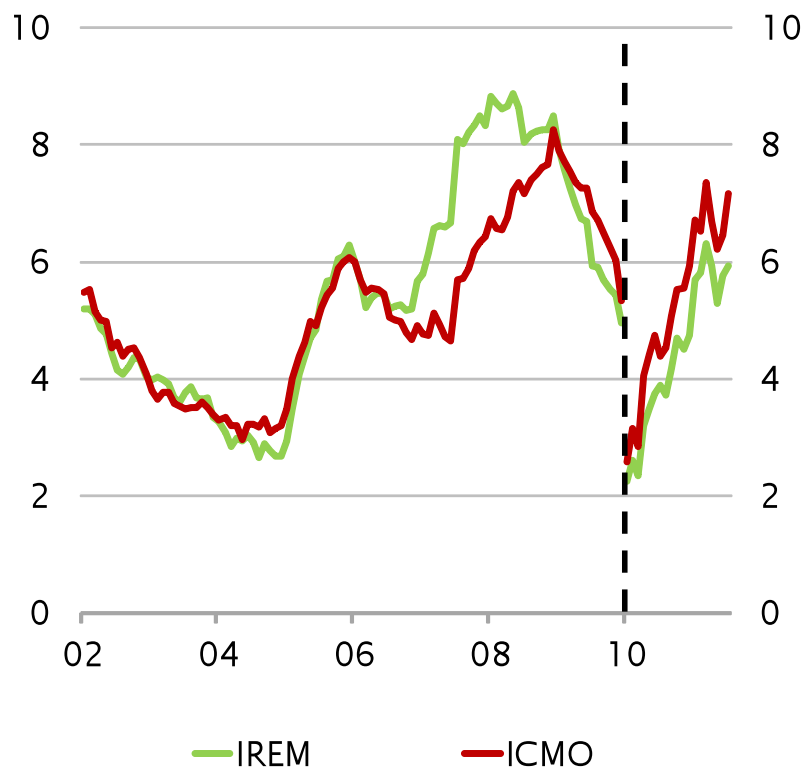
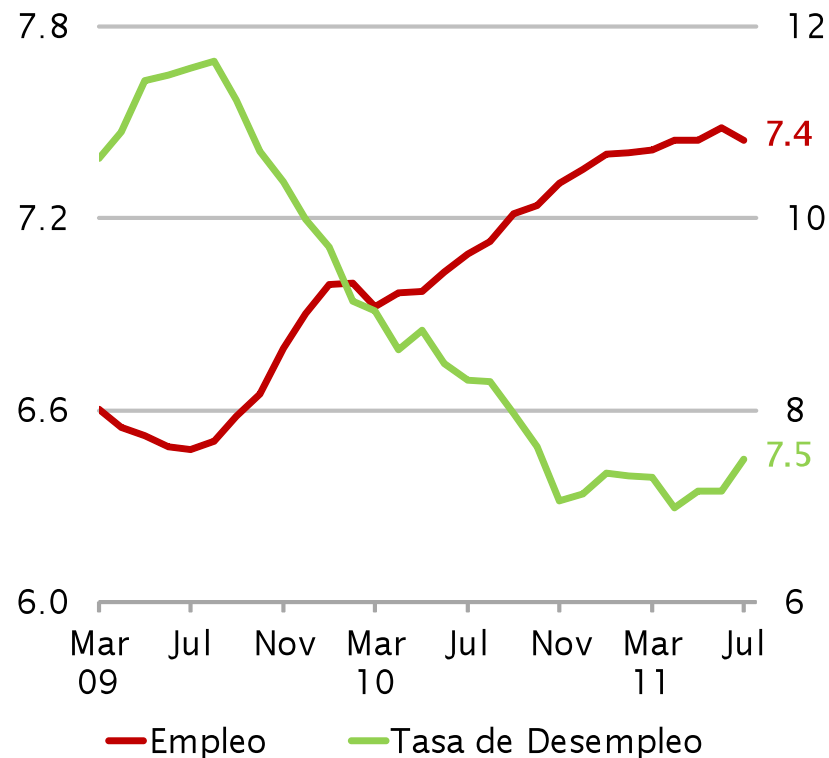
\* Tasa de variación anualizada de los promedios móviles trimestrales de la serie desestacionalizada.

Fuente: Banco Central de Chile.



## Perspectivas de la Economía Chilena

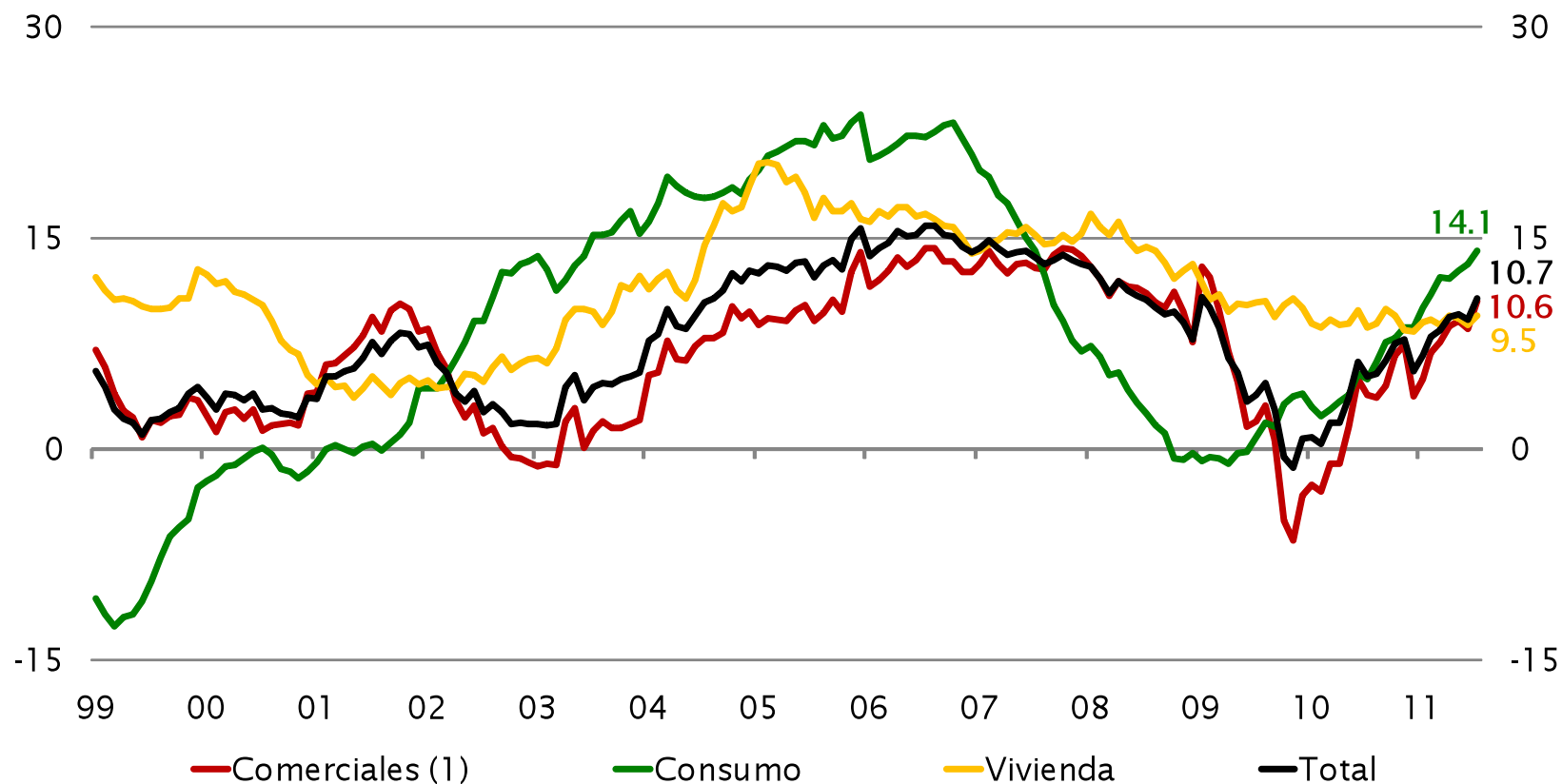
## Mercado laboral mantiene alto dinamismo

Salarios nominales (\*)  
(variación anual, porcentaje)Empleo y Tasa de Desempleo - INE  
(millones de personas; porcentaje)

(\*) A partir de enero se utilizan los nuevos índices con base anual 2009=100, por lo que no son estrictamente comparables con las cifras anteriores. Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas.

## Perspectivas de la Economía Chilena

## Las colocaciones reales siguen creciendo con fuerza



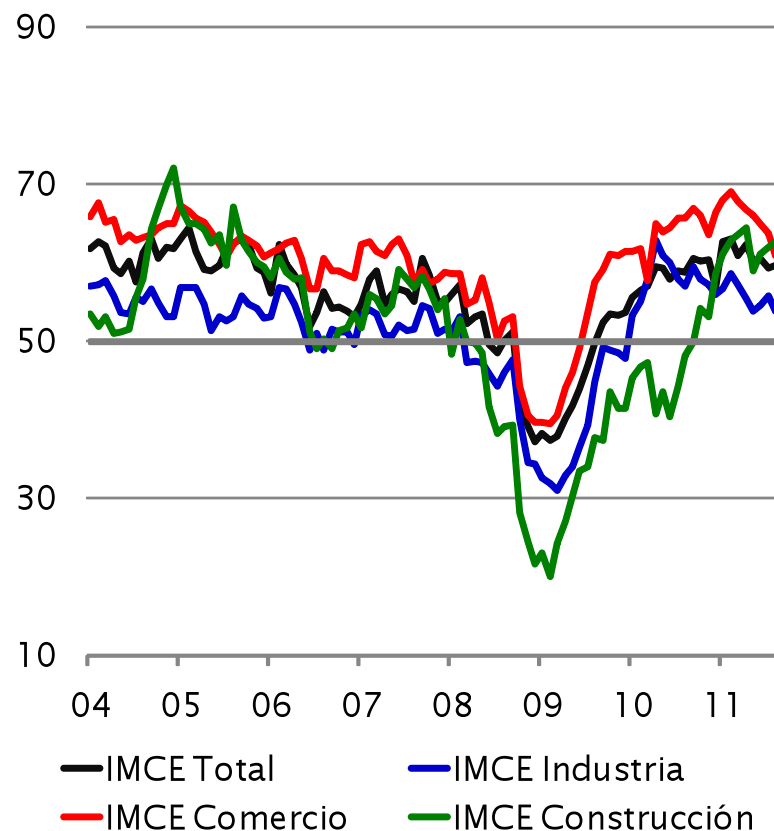
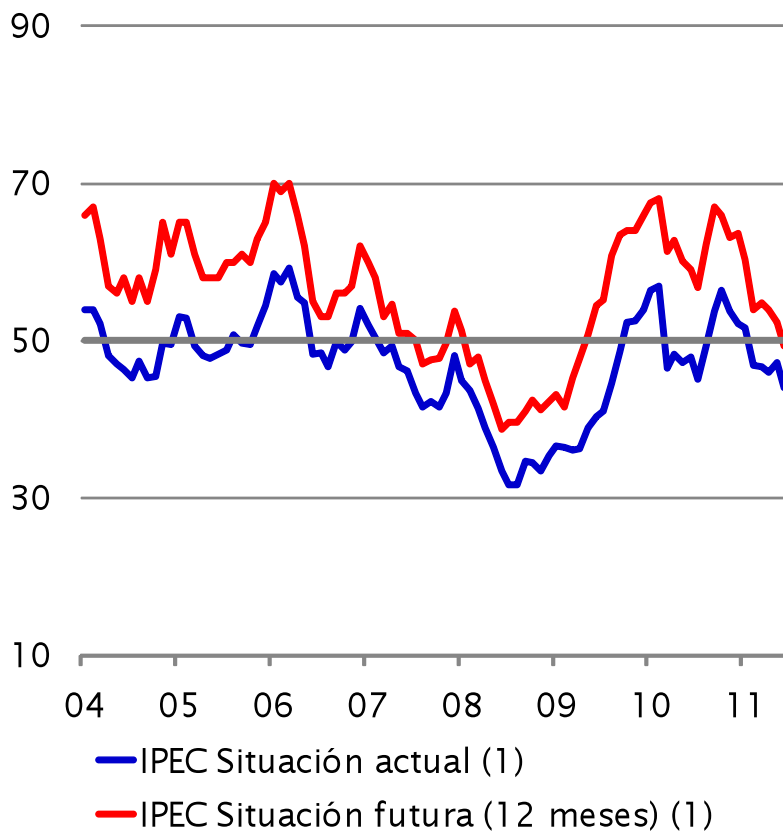
(1) Corresponden a la suma de los créditos comerciales y de comercio exterior.  
Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Pero las expectativas de los consumidores siguen bajas

- Sin embargo, lo que no se condice con este cuadro macro muy favorable es el pesimismo que mantienen los consumidores y que contrasta con el de los empresarios.
  - Esto puede deberse a una combinación de factores:
    - fuerte alza en precios de alimentos y combustibles, principalmente por sus efectos en el ingreso real del 60% más pobre;
    - el alza en precios de productos de compras frecuentes que tiende a sobreestimar la inflación percibida las que se compensan con la baja en precios de durables;
    - expectativas frustradas.
- Más temprano que tarde el pesimismo de los consumidores debiera terminar afectando el dinamismo del consumo y de la inversión privada.

## Perspectivas de la Economía Chilena

## Empresarios siguen optimistas pero Consumidores no

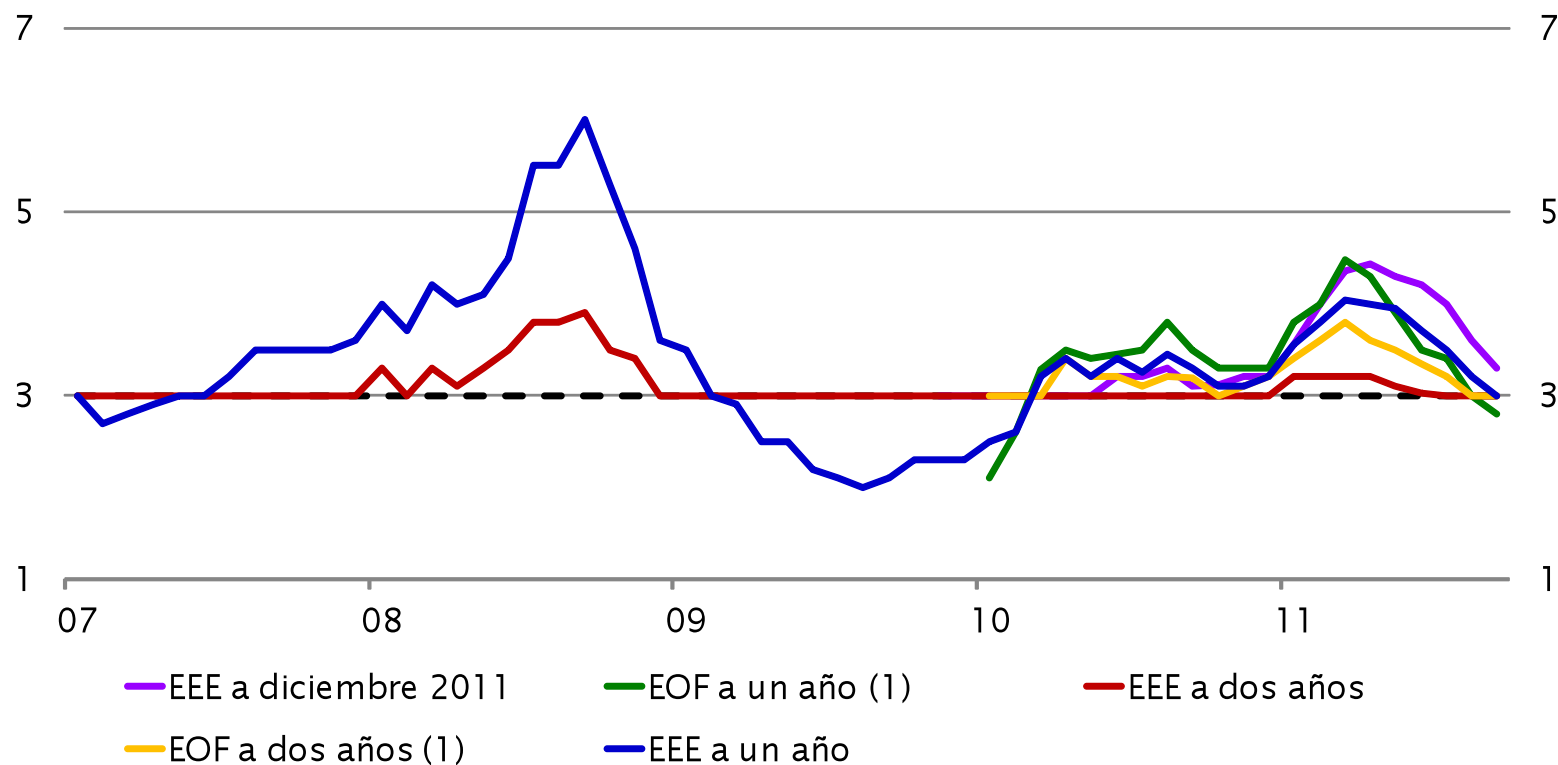
Percepción de los empresarios:  
IMCE (\*)Percepción de los consumidores:  
IPEC (\*)

(\*) Un valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).

Fuente: Adimark, ICARE/Universidad Adolfo Ibáñez.

## Perspectivas de la Economía Chilena

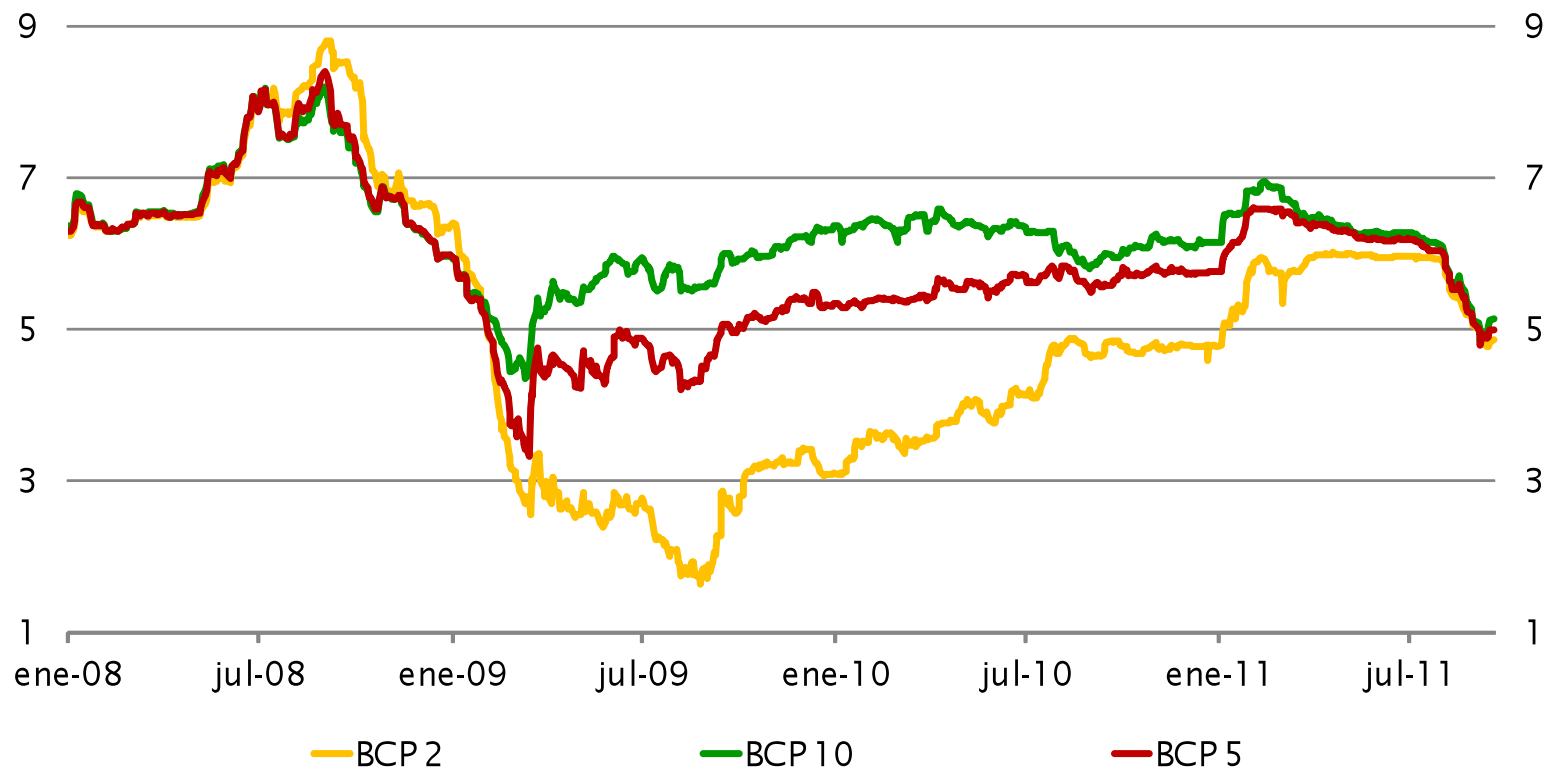
## Las expectativas de inflación se han reducido

Expectativas de Inflación  
(variación anual; %)

Fuente: Banco Central de Chile

## Perspectivas de la Economía Chilena

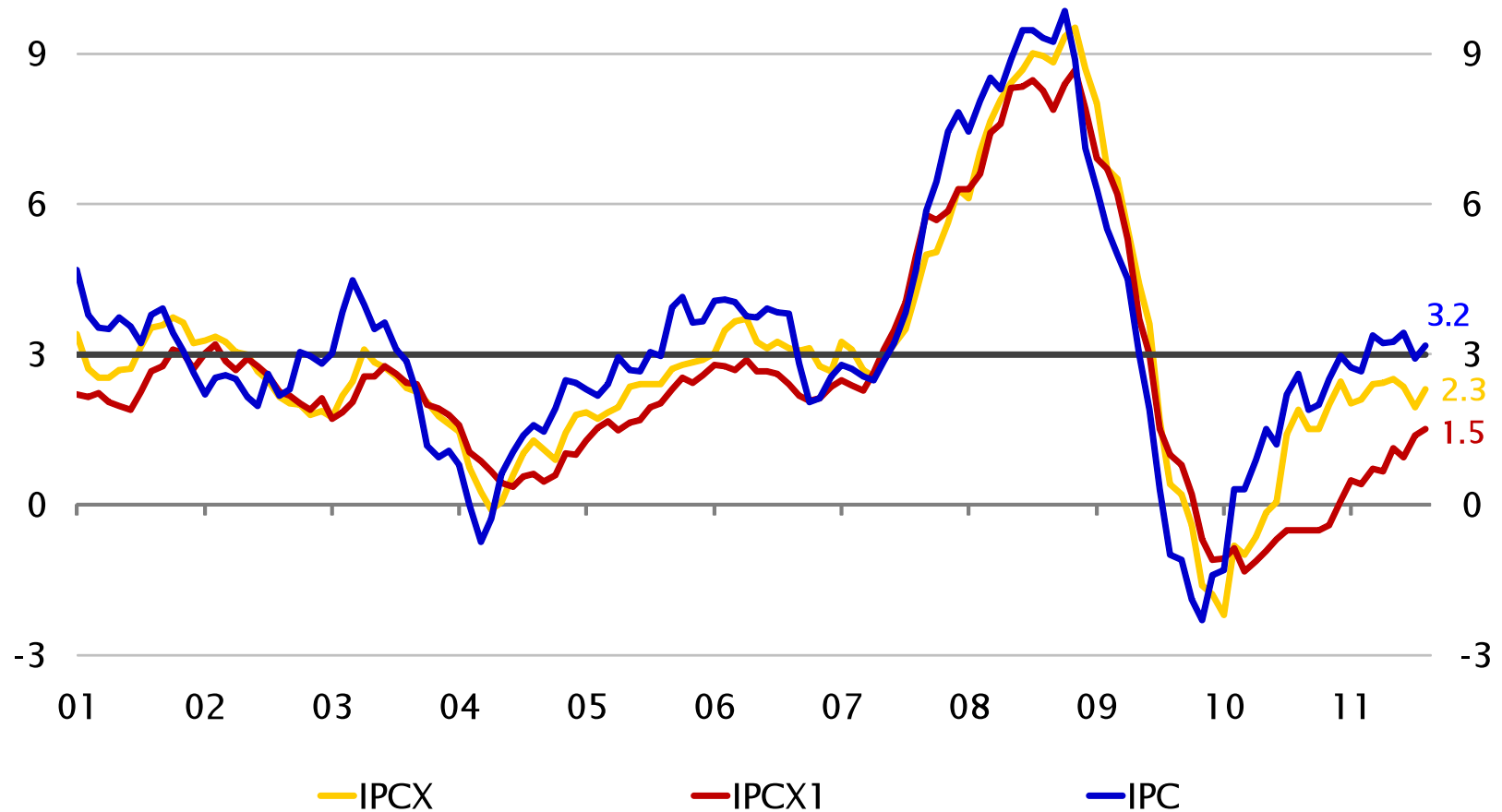
Tasa de interés nominales de los documentos del BCCh se han reducido



Fuente: Asociación de Banco e Instituciones Financieras de Chile, 23 de septiembre del 2011.

## Perspectivas de la Economía Chilena

La inflación volvió a superar el 3% en agosto.



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

## Política Monetaria y Fiscal

- Con el deterioro de la situación internacional y el aumento de la probabilidad de volver a una recesión, el Banco Central decidió mantener la tasa y eliminar el sesgo de su política monetaria.
- Los precios financieros anticipan importantes recortes en la TPM en los trimestres venideros, lo que se ve prematuro.
  - De hecho, el último IPOM en su escenario central usa como supuesto de trabajo que la TPM se mantiene en los niveles actuales.
- En cuanto a la política fiscal, los parámetros extraídos de las recomendaciones de los comités de expertos son un crecimiento potencial del 4,9% (4,8% el año pasado) y de 3,02 dólares por libra para el cobre (2,59 el año pasado).
- El crecimiento final en el gasto público real en el 2012 estará determinado por la meta del Balance Cíclicamente Ajustado que se fije la autoridad en su trayectoria de convergencia hacia la meta de -1% que se propuso para el 2014.



## Proyecciones para el 2011 y el 2012

- En mi escenario central:
  - el crecimiento del PIB del 2011 se ubica en torno al 6,5% y para el 2012 entre el 4,2 y el 5,0%, pero si se intensifica el deterioro del entorno externo el crecimiento del 2012 sería aún menor.
  - la inflación anual a diciembre debiera cerrar en torno al 3,5% este año y entre el 3 y el 3,5% el próximo.
- En el corto plazo, los principales riesgos que enfrenta la economía chilena son las que muestra el entorno externo y son los que ya analizamos en la primera sección.
  - La mejor defensa que tenemos frente al deterioro de la situación externa es la credibilidad del Banco Central, la solvencia fiscal y la fortaleza de nuestro sistema financiero.
  - Ayuda también la concentración de las exportaciones en el mercado asiático, pero no hay forma de ser inmunes.

## Perspectivas de la Economía Chilena

## Variables macroeconómicas de Chile

% del PIB	2009	2010	2011	
			Trimestre I	Trimestre II
Deuda Bruta del Gobierno Central	6.1	9.2	8.8	
Deuda Neta del Gobierno Central	-11.1	-7.5	-7.6	
Balance Fiscal	-4.4	-0.5	0.8	1.3
Balance Fiscal Ajustado por el Ciclo	-3.1	-2.1		
Cuenta Corriente	1.6	1.9	0.9	0.6
Reservas Internacionales	15.6	13.7	14.7	15.4
Deuda Externa Total	45.0	42.5	42.8	42.7
Millones de USD	2009	2010	2011	
			Trimestre I	Trimestre II
Reservas Internacionales	25,373.0	27,864.0	31,943.0	34,884.0
Fondo de Estabilización Econ. y Social	11,284.8	12,720.1	12,941.8	13,271.2
Fondo de Reservas de Pensiones	3,420.8	3,836.7	3,903.7	4,444.3
Otros Activos del Tesoro Público	1,654.2	3,892.8	7,483.3	11,005.9
(% de Exportaciones Totales)	2009	2010	2011	
			Trimestre I	Trimestre II
Exportaciones a Europa	19.6	18.9	21.8	21.8
Exportaciones a Estados Unidos	11.3	9.9	13.2	11.4
Exportaciones a América Latina	16.5	16.1	14.1	15.8
Exportaciones a Asia	45.7	49.0	44.4	44.4

Fuentes: Banco Central de Chile y Dirección de Presupuesto.

## Chile: Proyecciones macroeconómicas (variación porcentual anual, %)

	2010	2011				2012				2013
		BC	LACF	EIU	EEE	BC	LACF	EIU	EEE	
PIB	5.2	(6.25-6.75)	6.4 (5.6; 6.7)	6.7	6.5 (6.0; 6.6)	(4.25-5.25)	4.6 (3.8; 5.5)	4.8	4.7 (4.0; 5.1)	4.5
Demanda Interna	16.4	9.1	-	-	-	4.5	-	-	-	-
Con. privado	10.4	8.2*	8.3	10.2	-	4.9*	5.4	5.7	-	-
Inversión total	18.8	14.4	14.2	14.1	-	7.1	8.6	9.4	-	-
Balance Fiscal (% del PIB)	-0.4	-	1.3	0.6	-	-	1.0	1.1	-	1.5
Tipo Cambio (fin período)	468.4	-	483.5***	469.0	480** (460; 500)	-	494.9***	478.6	490** (467; 521)	-
Inflación (dic-dic)	3.0	3.3	3.4 (2.9; 4.3)	3.8	3.3 (3.0; 3.6)	2.9	3.0 (2.5; 3.5)	3.6	3.0 (2.8; 3.3)	3.0
Tasa de Desempleo (%)	8.4	-	-	6.9	-	-	-	6.5	-	7.2
Saldo en Cuenta Corriente (% del PIB)	1.9	-1.0	0.2 (-0.8; 4.6)	-0.5	-	-2.1	-0.2 (-3.2; 6.2)	-1.1	-	-1.7

\*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, 2011), media y rango en paréntesis; BC: IPOM, Banco Central de Chile (Septiembre, 2011); EEE: Encuesta Expectativas Económicas BCCh (Septiembre, 2011), mediana, deciles 1 y 9 en paréntesis; EIU: Economist Intelligence Unit (Septiembre, 2011); FMI, WEO Septiembre 2011.