



Análisis de la Economía Chilena

21 NOVIEMBRE DE 2006

Jorge Desormeaux

CONTENIDO

- I. ESCENARIO INTERNACIONAL
- II. ESCENARIO INTERNO
- III. PERSPECTIVAS FUTURAS
- IV. RIESGOS
- V. CONCLUSIONES

I. Escenario Internacional



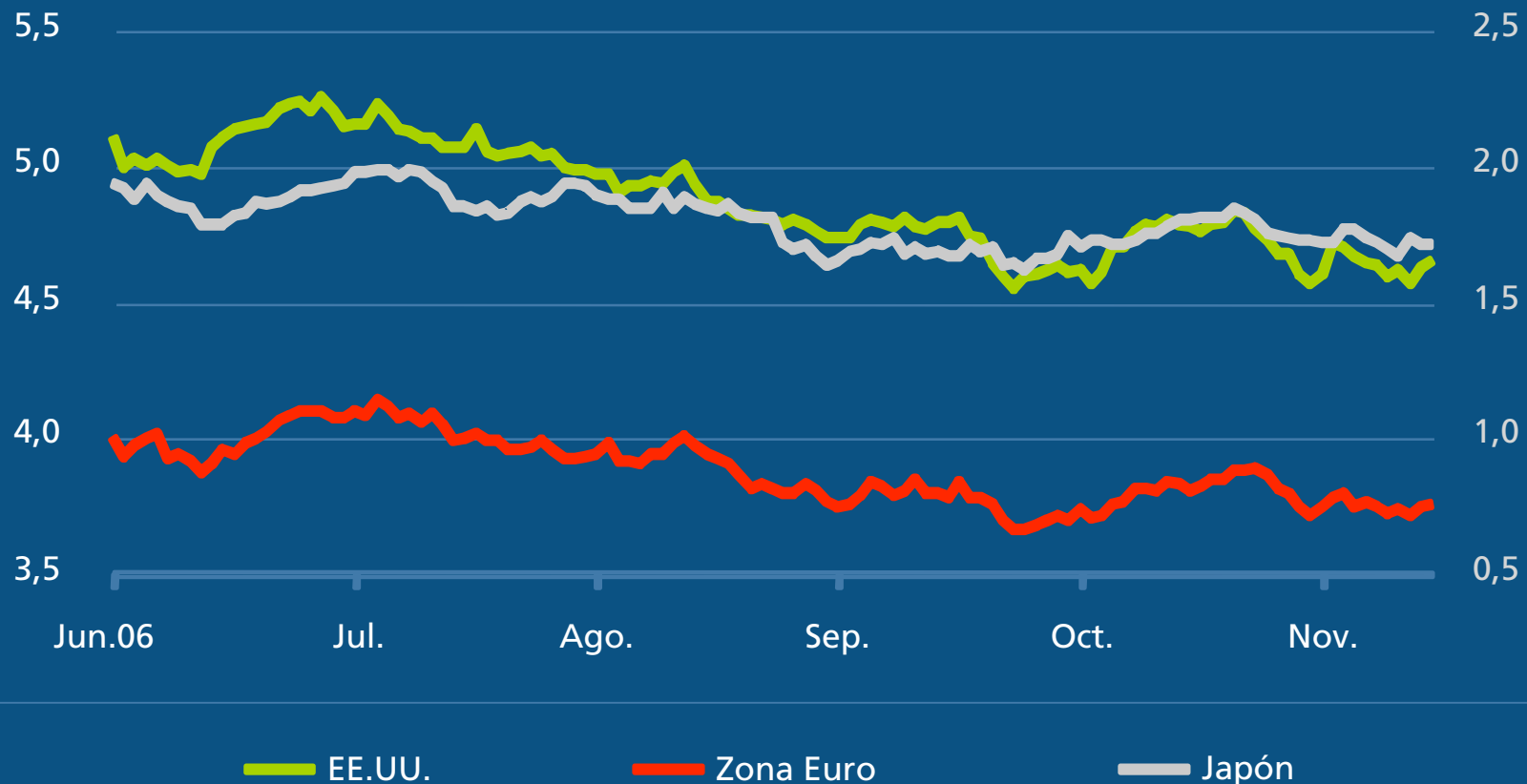
I. Escenario Internacional

- El Escenario Internacional sigue siendo favorable.
- Economía de EE.UU. ha mostrado una desaceleración superior a la esperada, la que se concentra en la construcción residencial y la industria automotriz.
- Sin embargo, el consumo y la inversión no residencial se mantienen robustos.
- A nivel global, ello ha sido compensado por el mayor dinamismo de la zona Euro y el Asia emergente.
- Tasas de interés de largo plazo en economías desarrolladas retrocedieron 15pb en el mes, debido a menor dinamismo de economía de EE.UU.

I. Escenario Internacional



Tasas de Interés de Largo Plazo en Economías Desarrolladas (porcentaje)



I. Escenario Internacional

- Los indicadores de precios son positivos en EE.UU., gracias a la evolución del precio del petróleo.
- Pero indicadores de inflación subyacente y estrechez del mercado laboral son menos auspiciosos, como han remarcado varios miembros del FED.
- En el mundo emergente las condiciones financieras también muestran una evolución favorable:
 - ▲ se reducen spreads soberanos
 - ▲ se aprecian sus monedas
 - ▲ mercados accionarios en alza

I. Escenario Internacional

- En zona Euro los indicadores de actividad, del mercado laboral y las expectativas empresariales se mantienen positivas.
- Sólo la confianza de los consumidores se aparta del optimismo.
- Las noticias también son favorables en el plano inflacionario, pese a que la inflación subyacente ha comenzado a crecer.
- En Japón, las exportaciones, la inversión en capital fijo y la acumulación de inventarios explican un dinamismo superior al esperado en el 3er. trimestre.

I. Escenario Internacional

- China experimenta una rotación en su crecimiento, desde la inversión en capital fijo hacia el consumo, lo que se ha traducido en una desaceleración en la producción industrial.
- En síntesis, no han cambiado las proyecciones globales, aunque sí la composición de estas, con un menor dinamismo en EE.UU. y un mayor dinamismo en Asia.

I. Escenario Internacional



Crecimiento en el Mundo (*) (porcentaje)

	Promedio 1990-1999	2005 (e)	2006 (f)		2007 (f)		2008 (f)
			Sep	Nov	Sep	Nov	Sep
Mundial	3,2	4,7	5,2 =	5,2	4,7 =	4,7	4,7
Mundial a TCN de mercado	2,4	3,3	3,8 =	3,8	3,3 ▼	3,2	3,2
Estados Unidos	3,1	3,2	3,5 ▼	3,2	2,7 ▼	2,6	3,0
Zona Euro	2,2	1,4	2,3 ▲	2,5	1,8 =	1,8	1,9
Japón	1,5	2,6	2,8 ▼	2,6	2,4 ▼	2,2	1,9
Resto de Asia	8,1	8,5	8,6 ▲	8,8	7,8 ▼	7,9	7,6
China	10,0	10,2	10,3 ▲	10,5	9,0 ▲	9,1	8,8
América Latina	2,8	4,2	4,7 ▲	4,9	4,0 ▲	4,2	3,9
Exp. de Productos Básicos	2,7	2,7	3,0 ▼	2,7	3,0 ▼	2,8	3,0
Socios Comerciales	3,1	3,8	4,4 =	4,4	3,8 =	3,8	3,8

(*) Cifras de crecimiento mundial a tipos de cambio de mercado y PPC calculados con ponderaciones del WEO de abril del 2006, FMI.

(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuentes: FMI y Banco Central de Chile.

I. Escenario Internacional

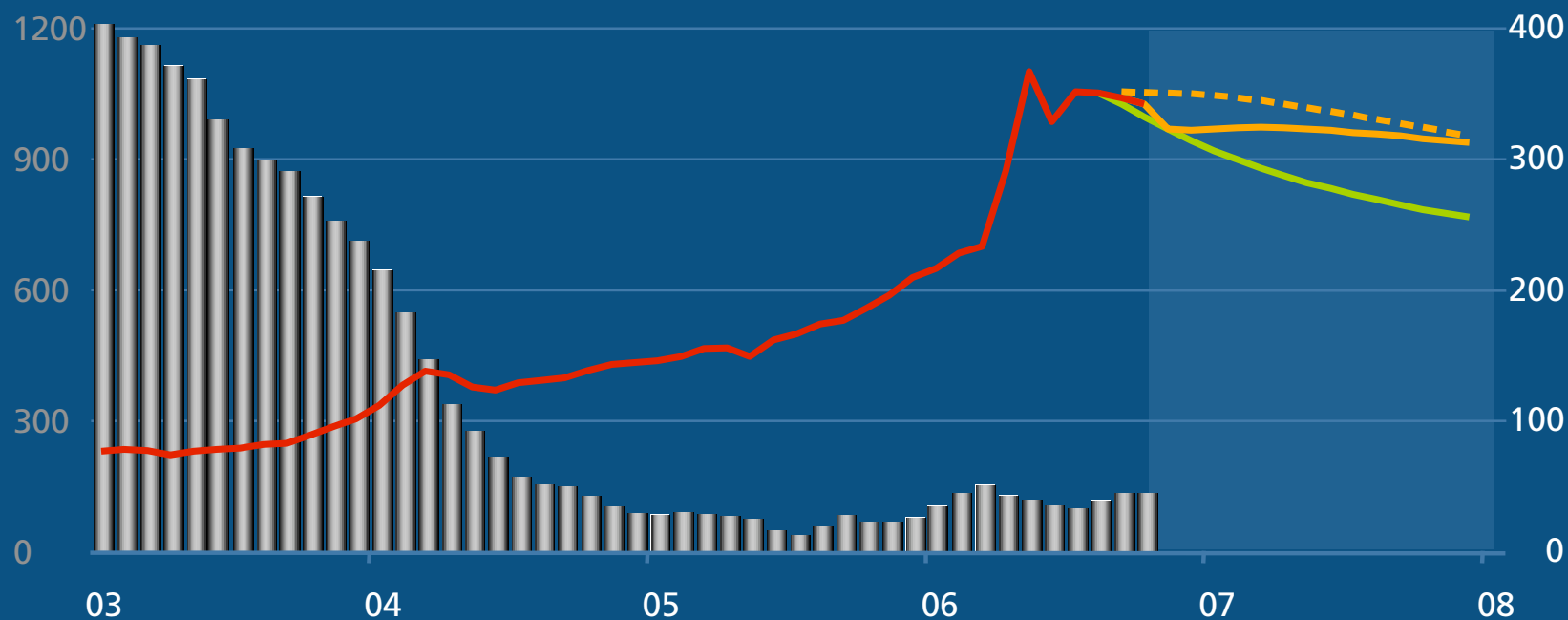
- El precio del cobre ha mostrado una tendencia a la baja, que se ajusta al escenario central del IPoM de septiembre pasado.
- Menor dinamismo de la producción industrial estaría detrás de este ajuste.

I. Escenario Internacional



Mercado del Cobre

(miles de toneladas métricas y centavos de dólar la libra)



Inv.

IPoM

Futuros sep

Futuros hoy

Precio

(*) Futuros consideran promedio de los últimos 10 días hábiles al 15 de noviembre de 2006.

Fuente: Bloomberg.

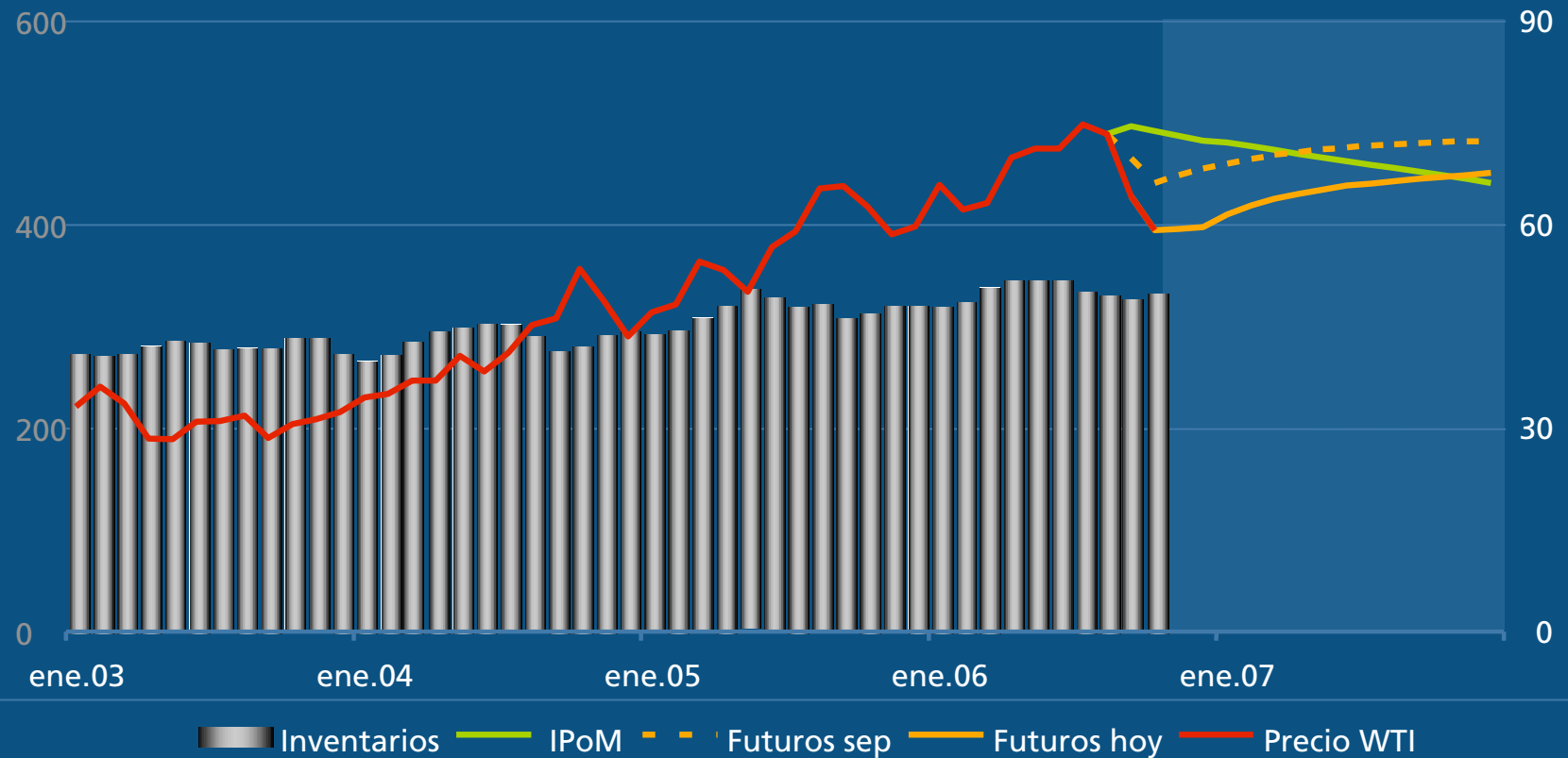
I. Escenario Internacional

- Pero sin duda el desarrollo de mayor importancia de este trimestre ha sido la evolución del precio del petróleo, que se ha reducido a una rango entre los US\$57 y los US\$61 por barril.

I. Escenario Internacional



Mercado del Petróleo (millones de barriles y dólares por barril WTI)



(*) Futuros consideran promedio de los últimos 10 días hábiles al 15 de noviembre de 2006.

Fuente: Bloomberg.

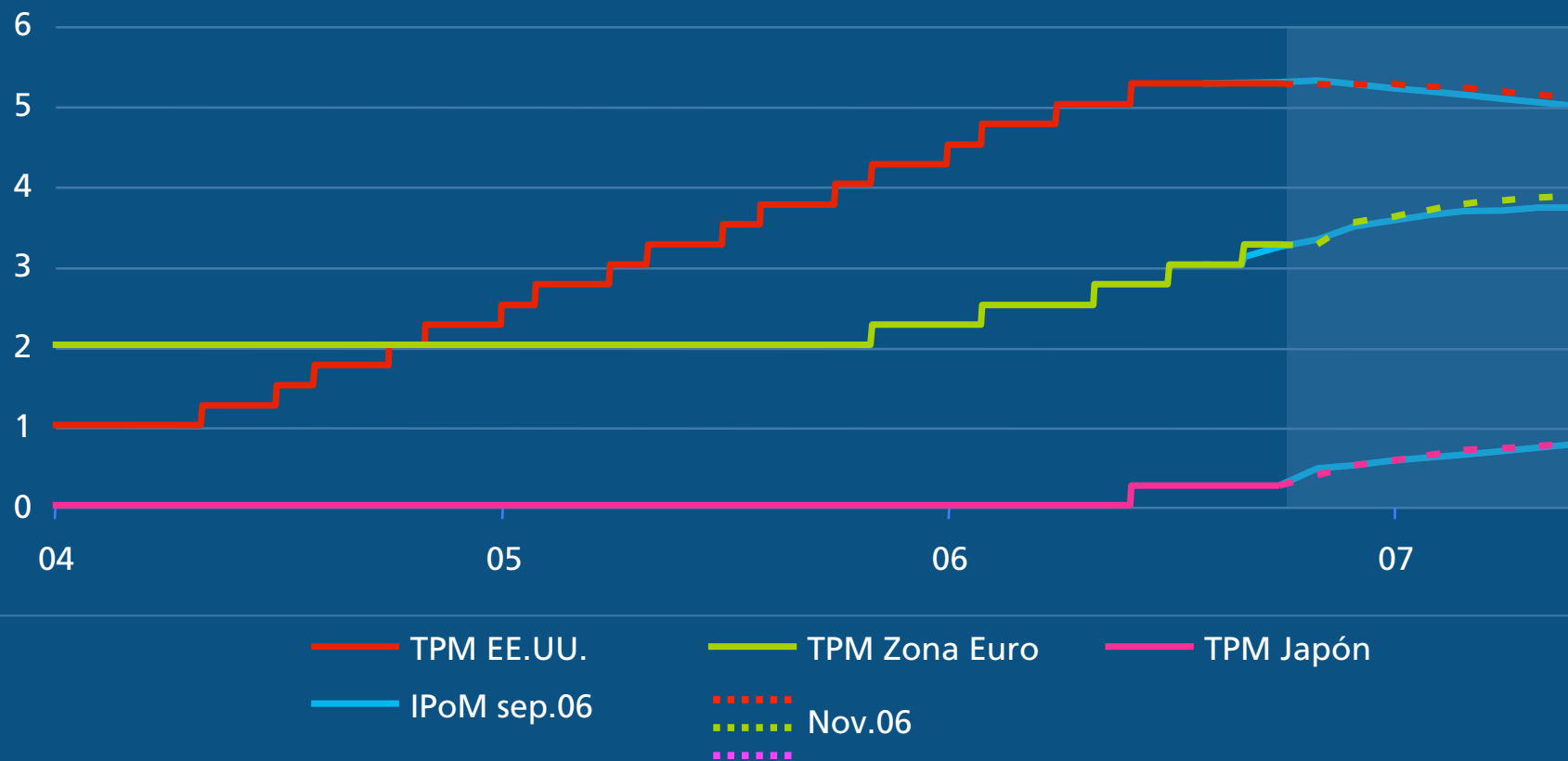
I. Escenario Internacional

- El mercado espera un aterrizaje suave de la economía de los EE.UU. en 2007, proyectando una rebaja de tasas de 25pb en marzo (probabilidad de 63%), y otra de igual magnitud en septiembre (52% de probabilidad).
- Persistencia de inflación subyacente y estrechez del mercado laboral podría llevar a un escenario con alzas de tasas, sin embargo.
- En zona Euro, mercados esperan un ajuste al alza de la TPM de 50pb en 2007.

I. Escenario Internacional



Tasas de Política Monetaria y Futuros LIBOR (porcentaje)



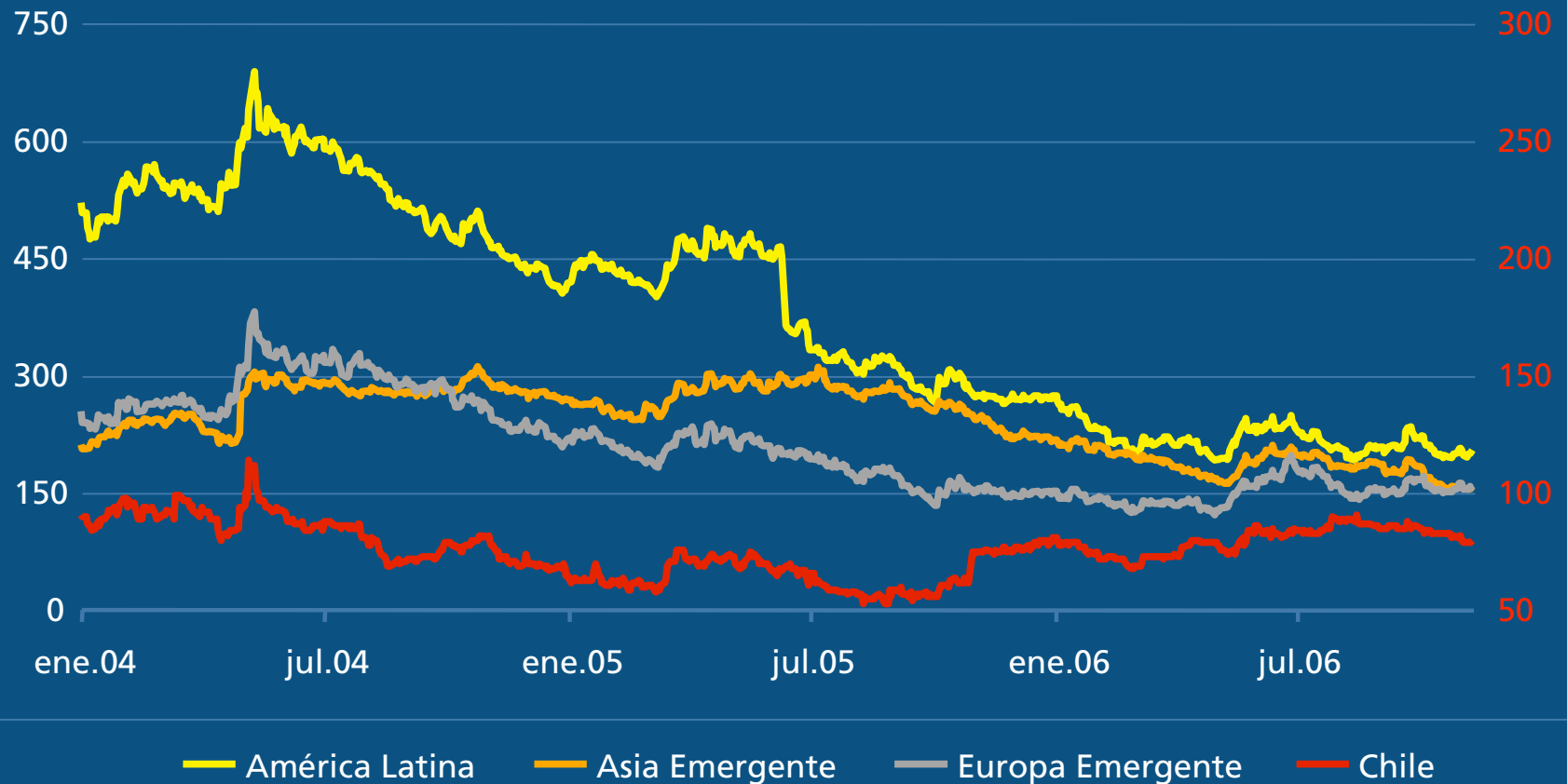
I. Escenario Internacional

- Paridades de mundo emergente se han apreciado en relación al dólar de EE.UU. de manera generalizada, y el peso chileno no ha sido una excepción.
- Evolución de premios por riesgo y de mercados accionarios de países desarrollados y emergentes son una muestra de las favorables condiciones financieras vigentes.
- Ello se ha visto reflejado en flujo de cartera positivos hacia el mundo emergente.

I. Escenario Internacional



Primas por Riesgo de Economías Emergentes (puntos base)



II. Escenario Interno



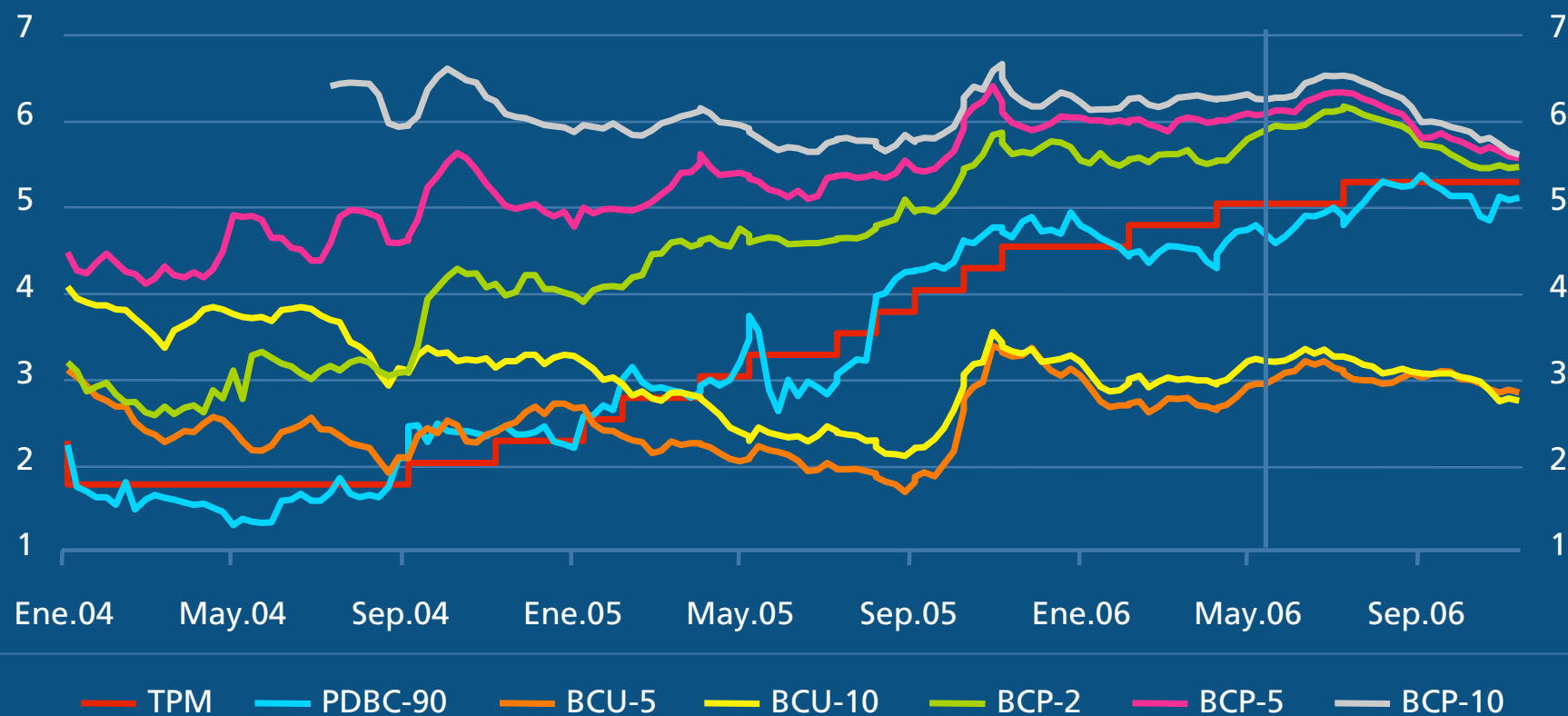
II.1 Escenario Interno: Mercados Financieros

- Condiciones financieras de la economía chilena continúan siendo favorables:
 - ▲ Tasas de bonos del BCCh han caído entre 10 y 20pb, en línea con lo observado en el resto del mundo.
 - ▲ Se ha suavizado el crecimiento del crédito a personas y empresas, pero este permanece elevado.
 - ▲ Tasa de interés de colocaciones muestran leve aumento, pero siguen por debajo de los registros de comienzos de año.
 - ▲ IPSA sube al igual que en el resto del mundo, mostrando rentabilidad de 24,1% en pesos y 20,8% en dólares.

II.1 Escenario Interno: Mercados Financieros



TPM y Tasas de Interés del Banco Central de Chile
(porcentaje, promedios semanales)



II.1 Escenario Interno: Mercados Financieros



Colocaciones a Personas y Empresas *

(variación nominal anual, porcentaje)



* Datos de octubre son provisionarios.

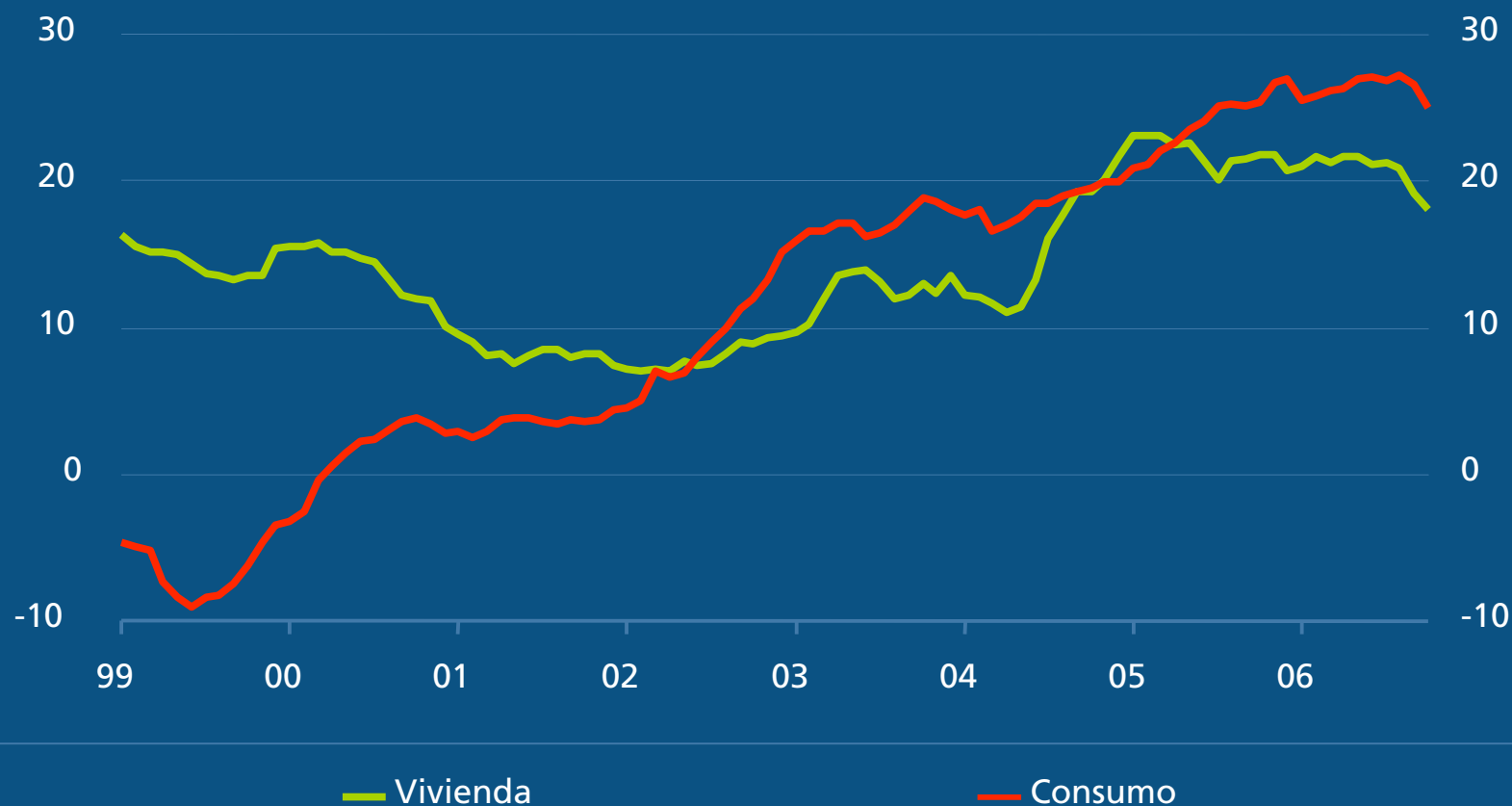
Fuente: Banco Central de Chile

II.1 Escenario Interno: Mercados Financieros



Colocaciones Consumo y Vivienda *

(variación nominal anual, porcentaje)



* Datos de octubre son provisionarios.

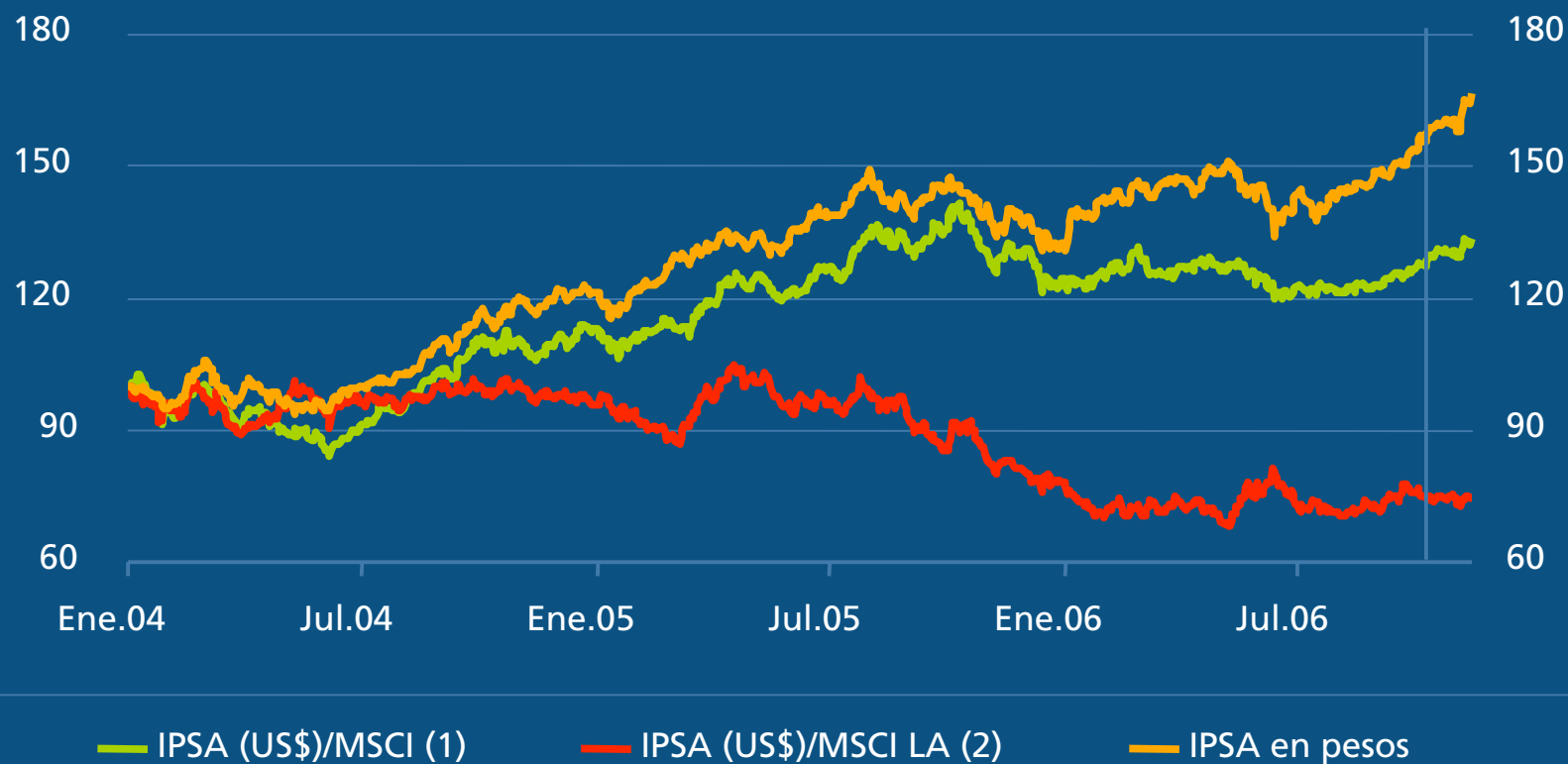
Fuente: Banco Central de Chile

II.1 Escenario Interno: Mercados Financieros



Indicadores Bursátiles

(base 02/01/2004=100)



(1) Índice accionario mundial, *Morgan Stanley Capital International*.

(2) Índice accionario de América Latina, *Morgan Stanley Capital International*.

Fuente: Banco Central de Chile.

II.1 Escenario Interno: Mercados Financieros

- ▲ Rentabilidad de las empresas, medida a través de información de FECUS alcanzó un máximo histórico durante el año (18% al 3er. trimestre). Excluyendo al sector minero, esta se mantiene estable en torno al 10%.
- ▲ Flujos de caja de las empresas libres para inversión se mantienen elevados.
- ▲ Tipo de cambio muestra leve apreciación nominal en relación a octubre, y una leve depreciación en el tipo de cambio real.

II.1 Escenario Interno: Mercados Financieros



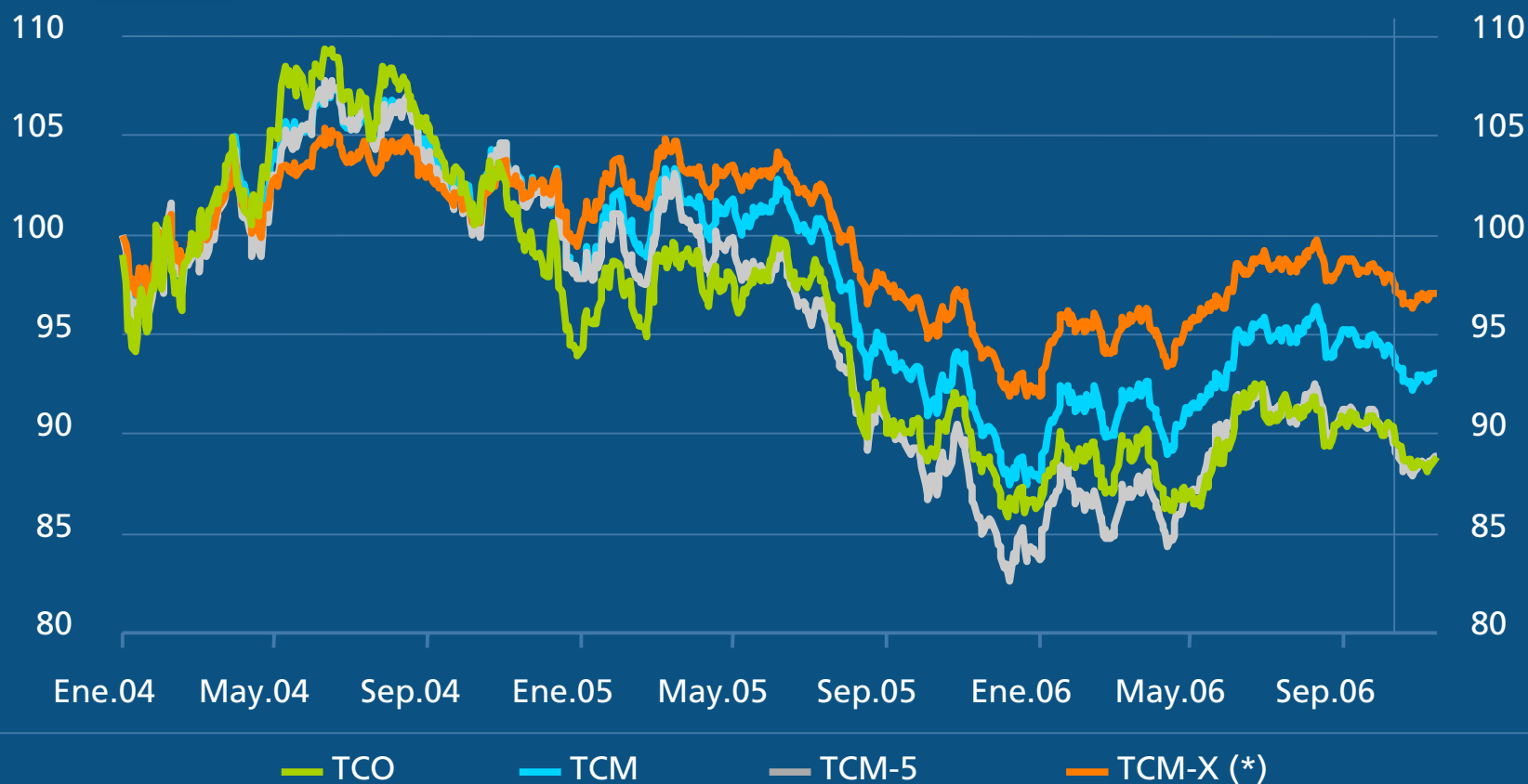
Rentabilidad Sectorial
(promedio móvil anual, porcentaje)



II.1 Escenario Interno: Mercados Financieros



TCO, TCM y TCM sin Dólar
(índice, 02/01/2004=100)



(*) Excluye dólar estadounidense.
Fuente: Banco Central de Chile.

II.1 Escenario Interno: Mercados Financieros



Tipos de Cambio

	TCN	TCM	TCM-5	TCM-X (1)	TCR	TCR-5
1986-1997	332,8				98,6	90,4
1990-1999	403,8	152,4	96,9		92,0	81,2
2005	559,8	107,3	137,6	101,9	95,2	85,5
May-06	520,8	101,8	129,5	97,9	90,8	81,3
Jun-06	542,5	104,8	133,9	100,5	93,8	83,7
Jul-06	540,6	105,0	133,2	100,8	94,1	83,3
Ago-06	538,5	105,1	133,2	101,0	94,3	83,4
IPoM Septiembre	536,3	104,7	132,6	99,9		
Sep-06	538,7	104,8	132,8	100,7	93,3	82,5
Oct-06	531,0	103,1	130,1	99,0	91,8	80,5
Nov-06 (2)	526,8	103,0	129,9	99,1	92,2	80,8
variación m/m	-0,8%	-0,1%	-0,1%	0,1%	0,4%	0,4%

(1) Excluye EE.UU.

(2) Las proyecciones de tipo de cambio consideran el último valor para el resto del mes (\$528,11 por dólar).

Fuente: Banco Central de Chile.

II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios



II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios

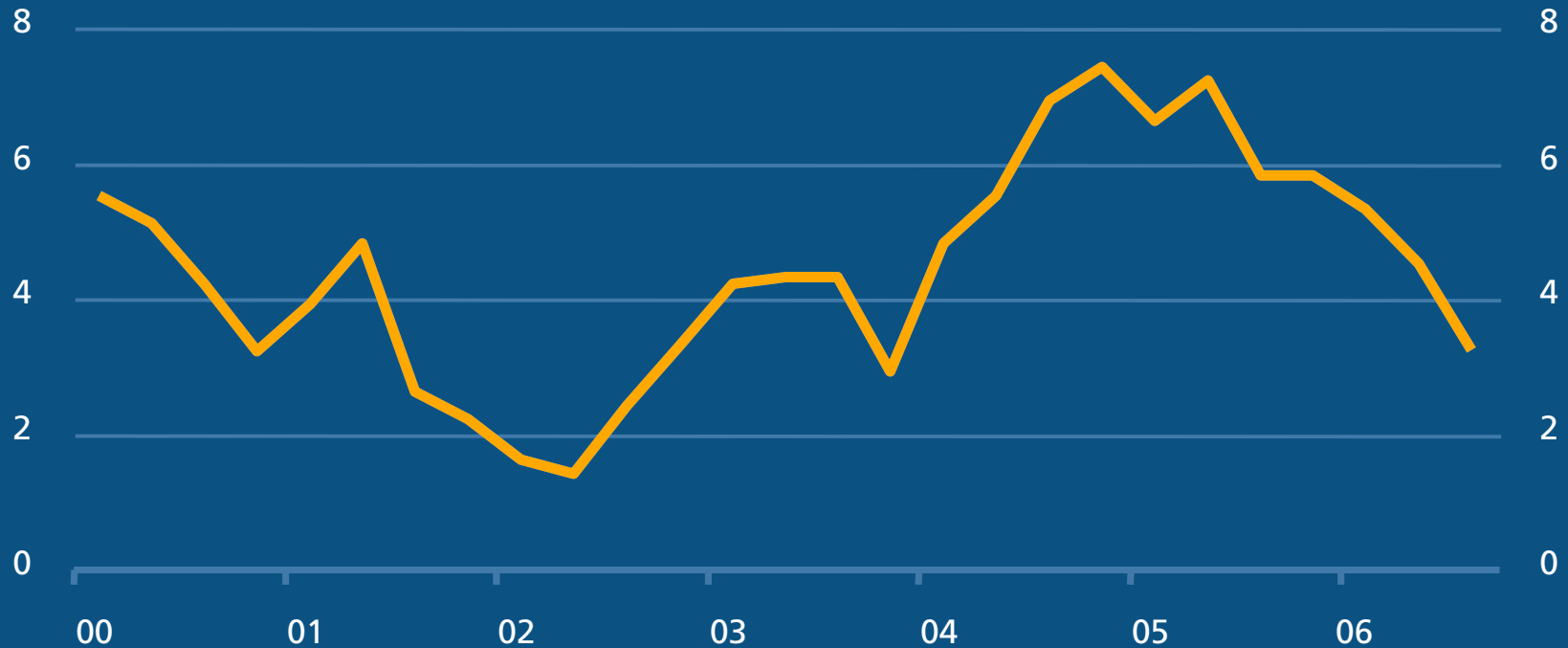
- Actividad del 3er. trimestre, medida a través de las cifras publicadas del IMACEC, alcanzó a un 3,2% anual.
- Ello constituye una importante desaceleración en relación al primer semestre del año.
- Ajustando por días trabajados, esta cifra sube a un 3,6%.
- Ajustando por días trabajados y excluyendo el sector de RR.NN. -que tuvo una contribución negativa-, el crecimiento del PIB habría alcanzado a un 4% en este período.

II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios



Producto Interno Bruto

(variación real anual, porcentaje)



(*) Variación del tercer trimestre 2006 aproximada por la variación del promedio del Imacec de esos meses.

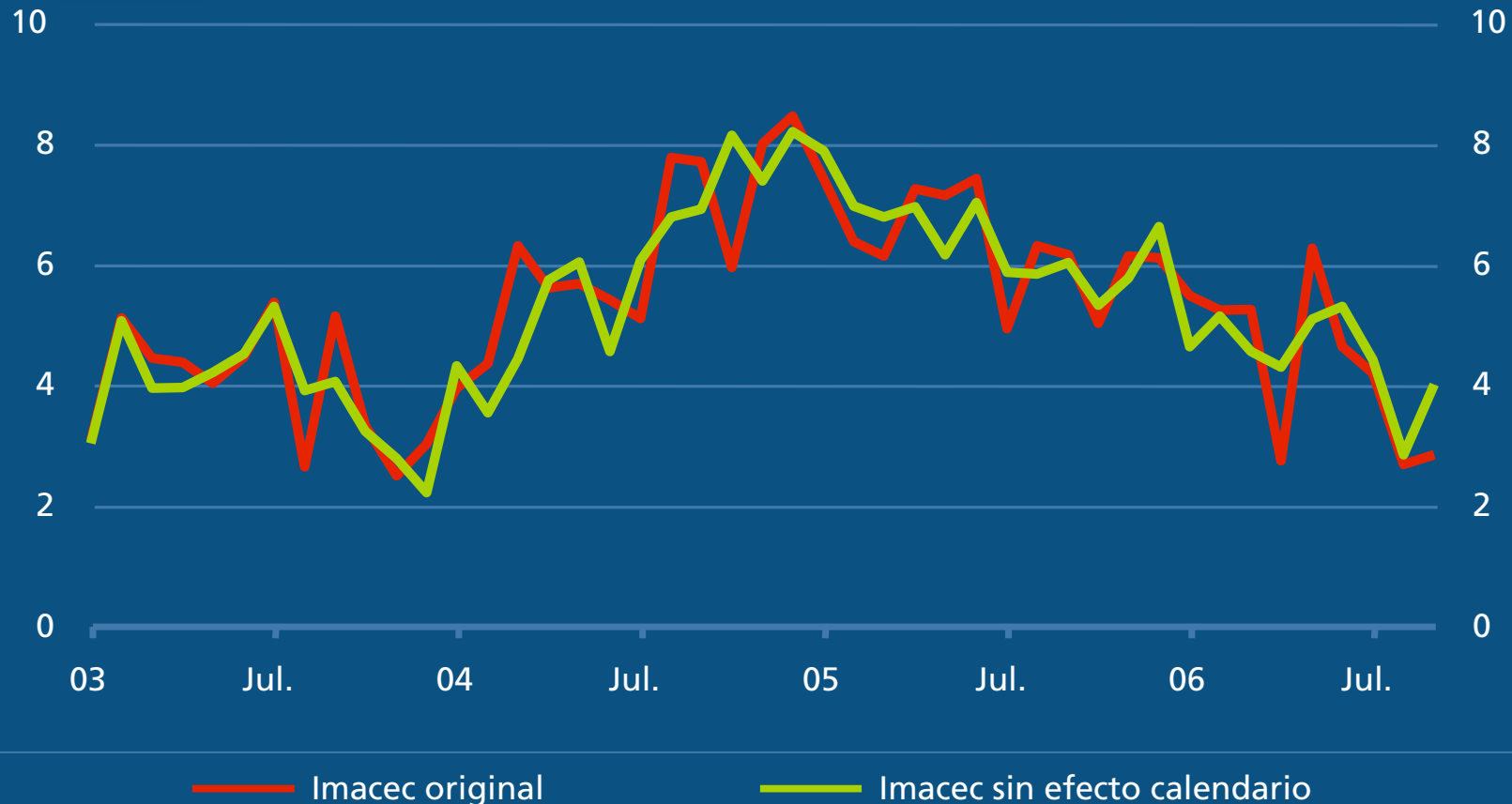
Fuente: Banco Central de Chile

II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios



IMACEC

(variación real anual, porcentaje)



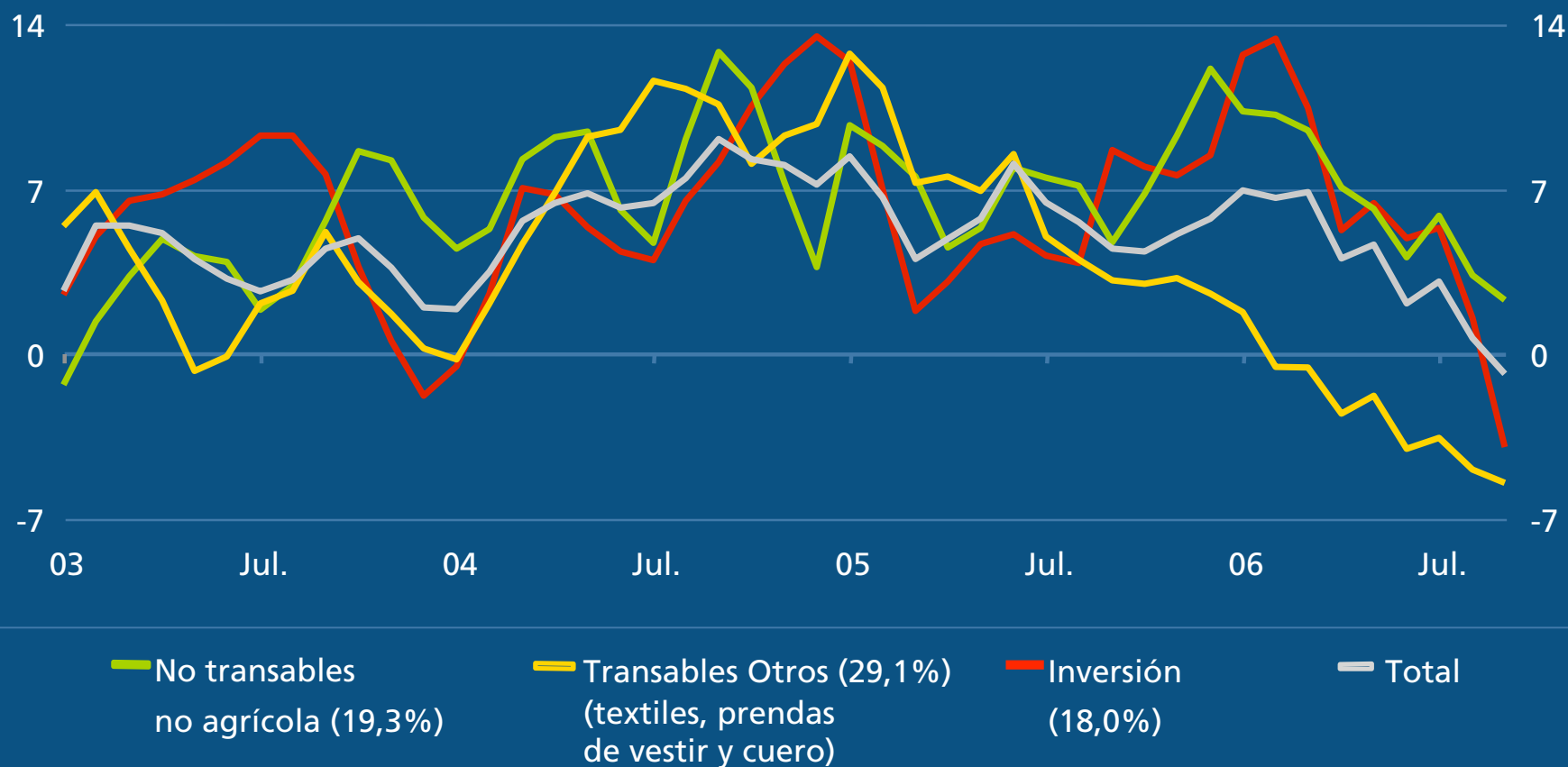
II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios

- Sin embargo, a diferencia de trimestres previos, en el tercer trimestre la industria observó una contribución negativa.
- Debilidad de la industria fue generalizada, pero sobrepasa el deterioro de sectores sustituidores de importaciones (textil, prendas de vestir y cuero) y de sectores ligados a la inversión.
- La demanda agregada no experimenta cambios sustanciales a nivel de sus determinantes principales:
 - ▲ El consumo sigue robusto, experimentando sólo una leve desaceleración en su componente durable.

II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios



Producción Industrial (variación real anual, porcentaje)

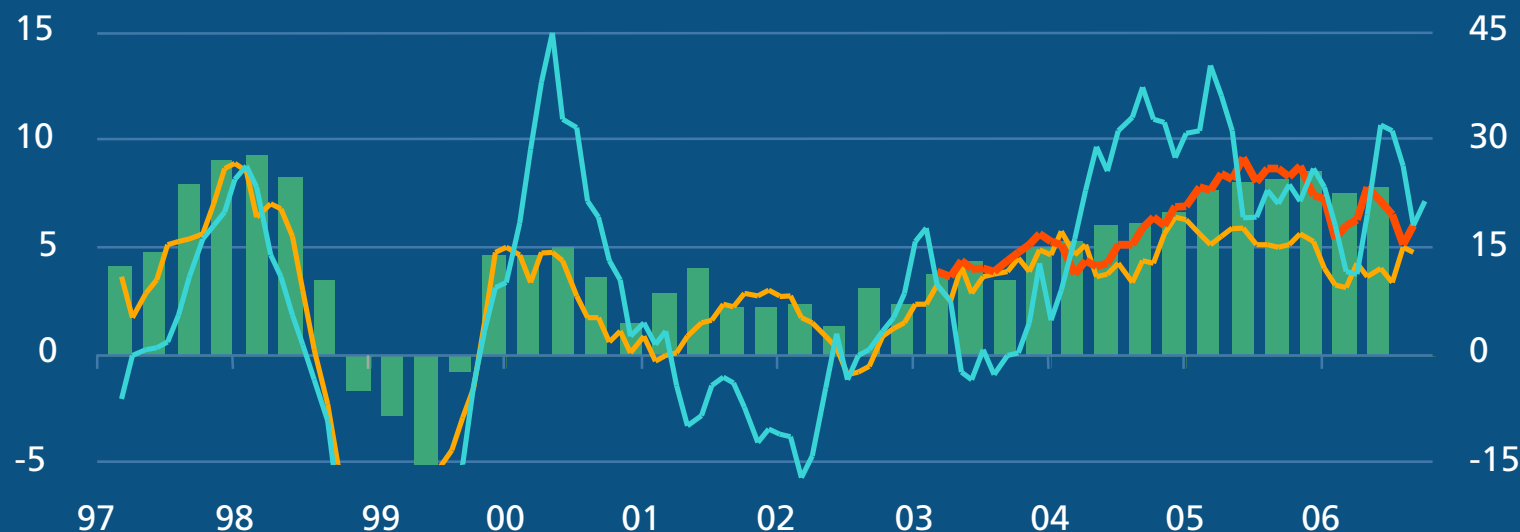


II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios



Consumo Privado: Indicadores

(variación real anual, porcentaje)



■ CCNN (1) — CNC (2) (3) — INE (2) (3) — Import. consumo (3) (4)

- (1) Datos publicados el 23-10-2006. 2006.III cierre preliminar CCNN.
- (2) Ventas minoristas.
- (3) Promedio móvil trimestral.
- (4) Nominal.

Fuentes: Banco Central de Chile, CNC e INE.

II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios



Consumo Durable (variación real anual, porcentaje)



■ CCNN (1)

— INE ajustado s/autos (2) (3)

— INE ajustado (2) (3)

(1) Datos publicados el 23-10-2006. 2006.III cierre preliminar CCNN.

(2) Promedio móvil trimestral.

(3) Incluye líneas y ponderadores de productos que contabiliza CCNN para el consumo durable.

Fuentes Banco Central de Chile, INE.

II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios

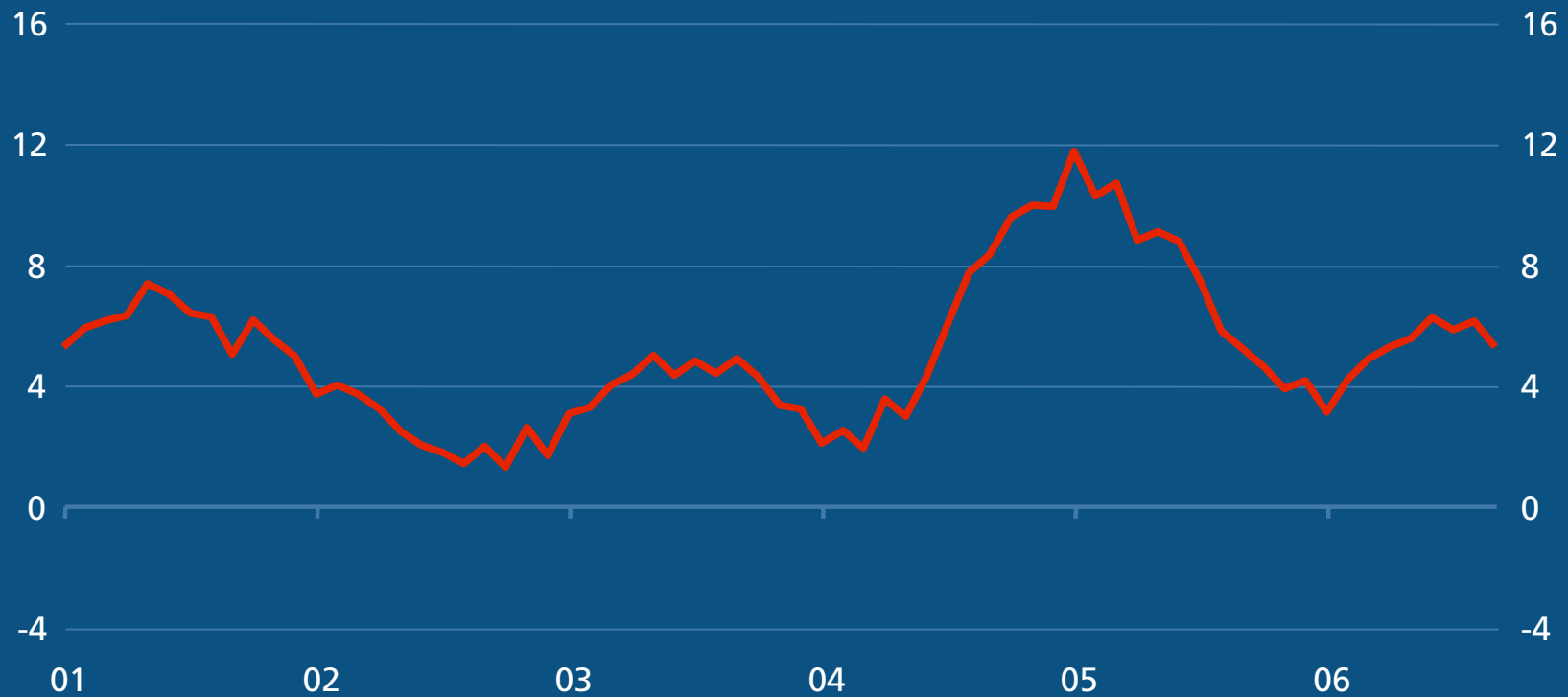
- ▲ La inversión mantiene el reducido dinamismo del 2º trimestre, pero ya se observa un repunte de las importaciones de bienes de capital.
- ▲ Las exportaciones crecieron en forma dinámica, sobresaliendo las industriales, con un crecimiento de dos dígitos.
- ▲ Las importaciones de bienes de consumo e intermedios experimentan un fuerte crecimiento, mientras las de bienes de capital han permanecido estancadas.

II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios



IMACON

(variación real anual, porcentaje)



II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios



Importaciones de Bienes de Capital

(Índice cantidad 2004=100)



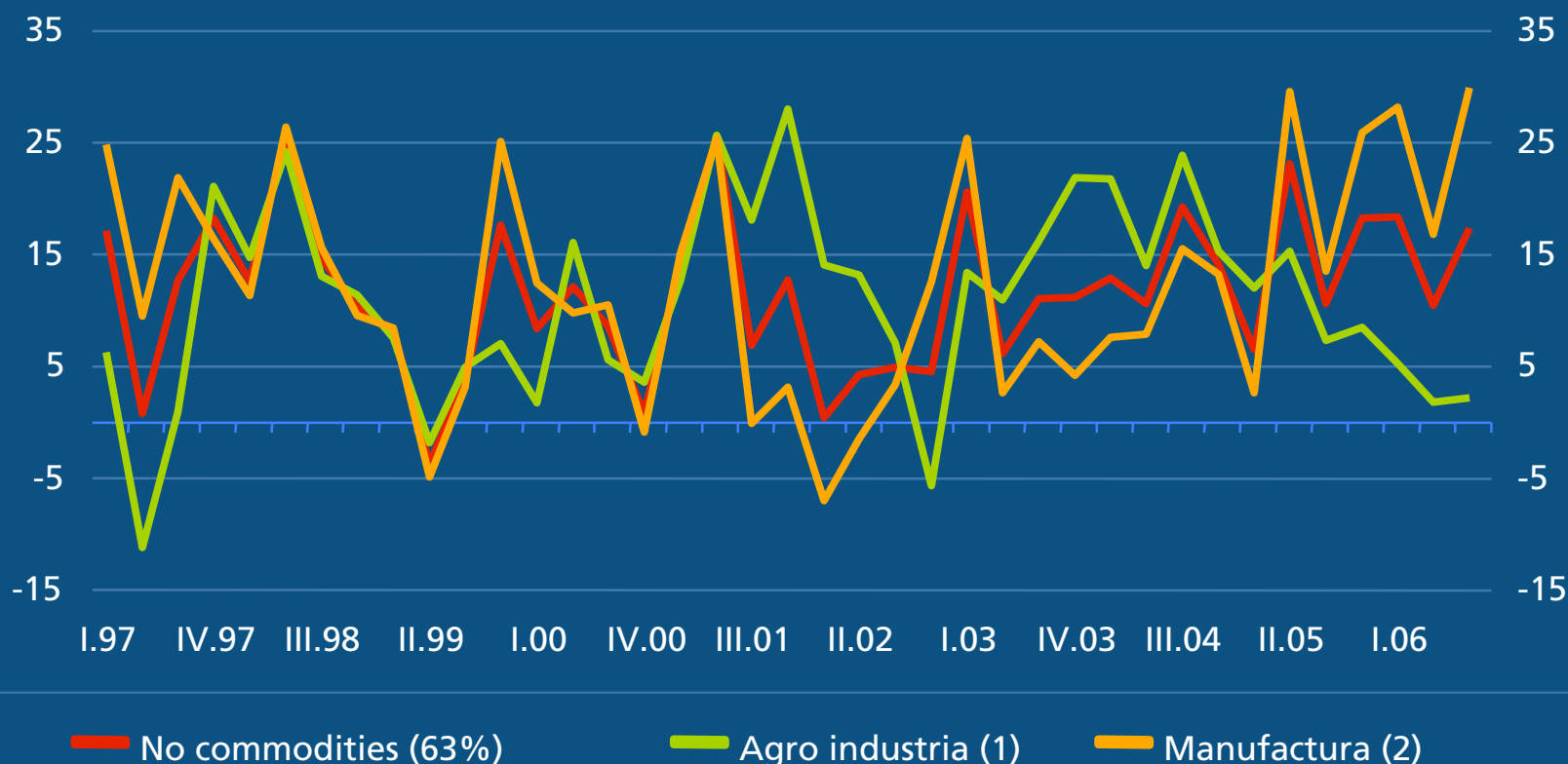
— Tendencia cíclica

— Desestacionalizado (*)

II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios



Crecimiento de Exportaciones Industriales no Commodities (variación real anual, porcentaje)



(1) Alimentos preparados distintos de Harina Pescado y salmón y truchas; mas vinos
(2) Productos químicos, Industria metálica básica y elaborados, maquinaria y equipos, textiles, etc.

Fuentes: Cámara Chilena de la Construcción y Banco Central de Chile.

II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios

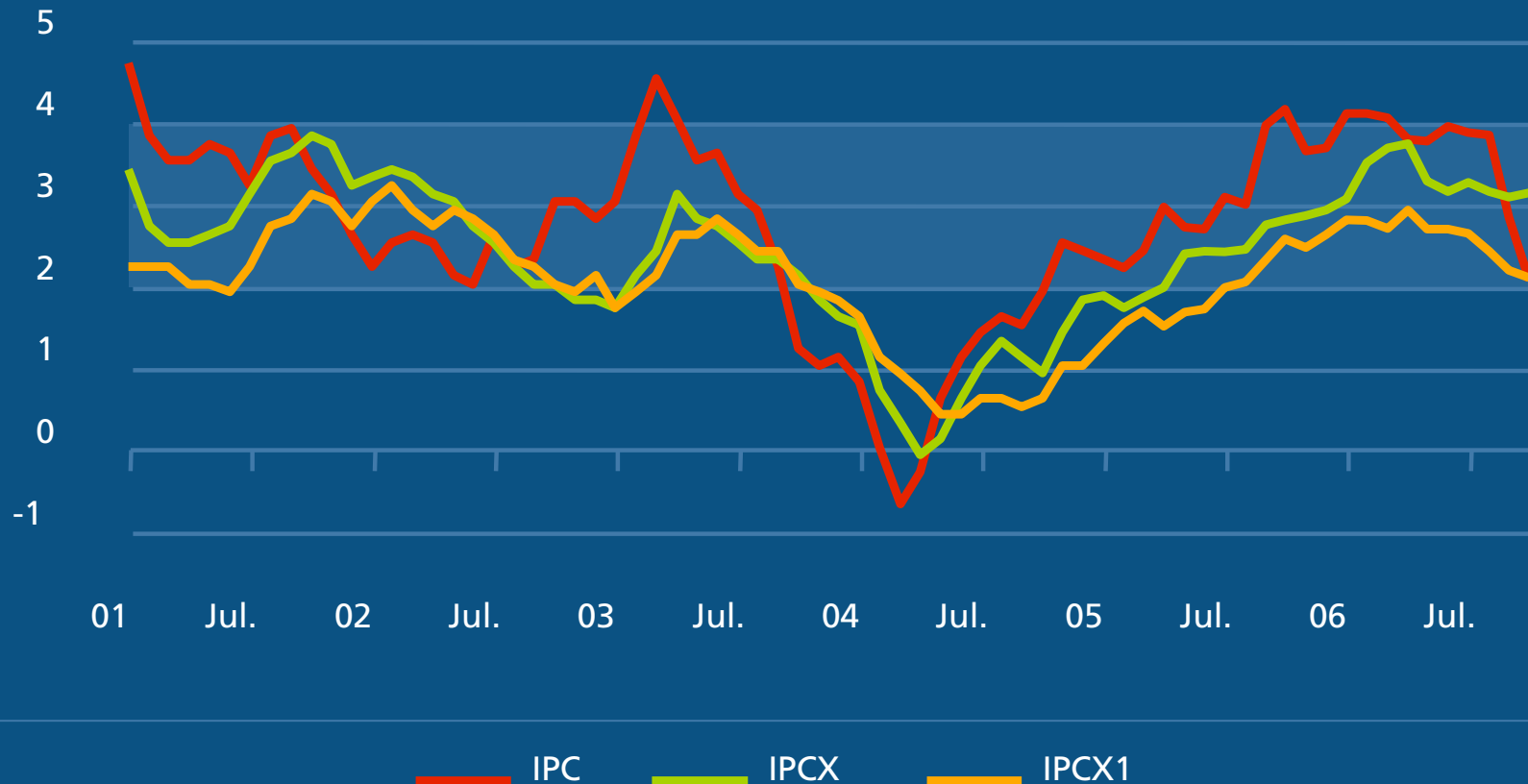
- En materia de precios, las presiones inflacionarias se han suavizado significativamente.
- Ello, al igual que en el resto del mundo, ha tenido una importante contribución de la reducción del precio del petróleo.
- Sin embargo, la inflación subyacente IPCX1 (que excluye combustibles, perecibles, y tarifas reguladas) también ha sido inferior a lo previsto, algo que sin duda está relacionado con la desaceleración que está experimentando la economía.

II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios



Inflación, IPC, IPCX, IPCX1

(variación anual, porcentaje)



II.2 Escenario Interno: Actividad, Demanda Agregada y Precios

- No se observan, por otra parte, presiones inflacionarias provenientes del mercado laboral o de los márgenes de las empresas.

II.3 La Desaceleración y el Rol de la Política Monetaria



II.3 La Desaceleración y el Rol de la Política Monetaria

- La desaceleración que ha experimentado la economía chilena en los primeros 3 trimestres del año no puede explicarse exclusivamente sobre la base de factores puntuales, que afecten a sectores específicos.
- Detrás de ella habría, en mi opinión, también factores más persistentes.
- Entre estos factores cabe considerar:
 - a) factores de carácter cíclico, y
 - b) factores más permanentes, de carácter estructural, y que inciden sobre el crecimiento potencial.

II.3 La Desaceleración y el Rol de la Política Monetaria

- Este diagnóstico es importante, porque la forma de enfrentar la desaceleración depende de su naturaleza.
- Si el menor dinamismo de la economía chilena fuera exclusivamente *puntual*, no hay ningún rol para las políticas macroeconómicas.
- Del mismo modo, si una parte de la desaceleración tiene una *raíz estructural*, el problema estaría radicado en la oferta agregada, y la forma de enfrentarla es a través de políticas en el ámbito microeconómico.
- Sin embargo, la política monetaria -en un esquema de metas de inflación- sí podría tener un rol, si se concluye que una parte de la debilidad tiene un origen *cíclico*.

II.3 La Desaceleración y el Rol de la Política Monetaria

- El Rol de la Política Monetaria en la Coyuntura:
 - ▲ La política monetaria opera a través de los movimientos de la Tasa de Política Monetaria (TPM), y a través de la información que entrega al mercado por medio de sus informes y comunicados.
 - ▲ Estos procuran describir la visión del Banco Central acerca del entorno económico y su reacción más probable frente a los diferentes variables que afectan la tasa de inflación proyectada.
 - ▲ Parte importante de los efectos de la política monetaria surge de la interpretación que hace el mercado acerca de la evolución futura de la TPM, y no de su nivel actual.

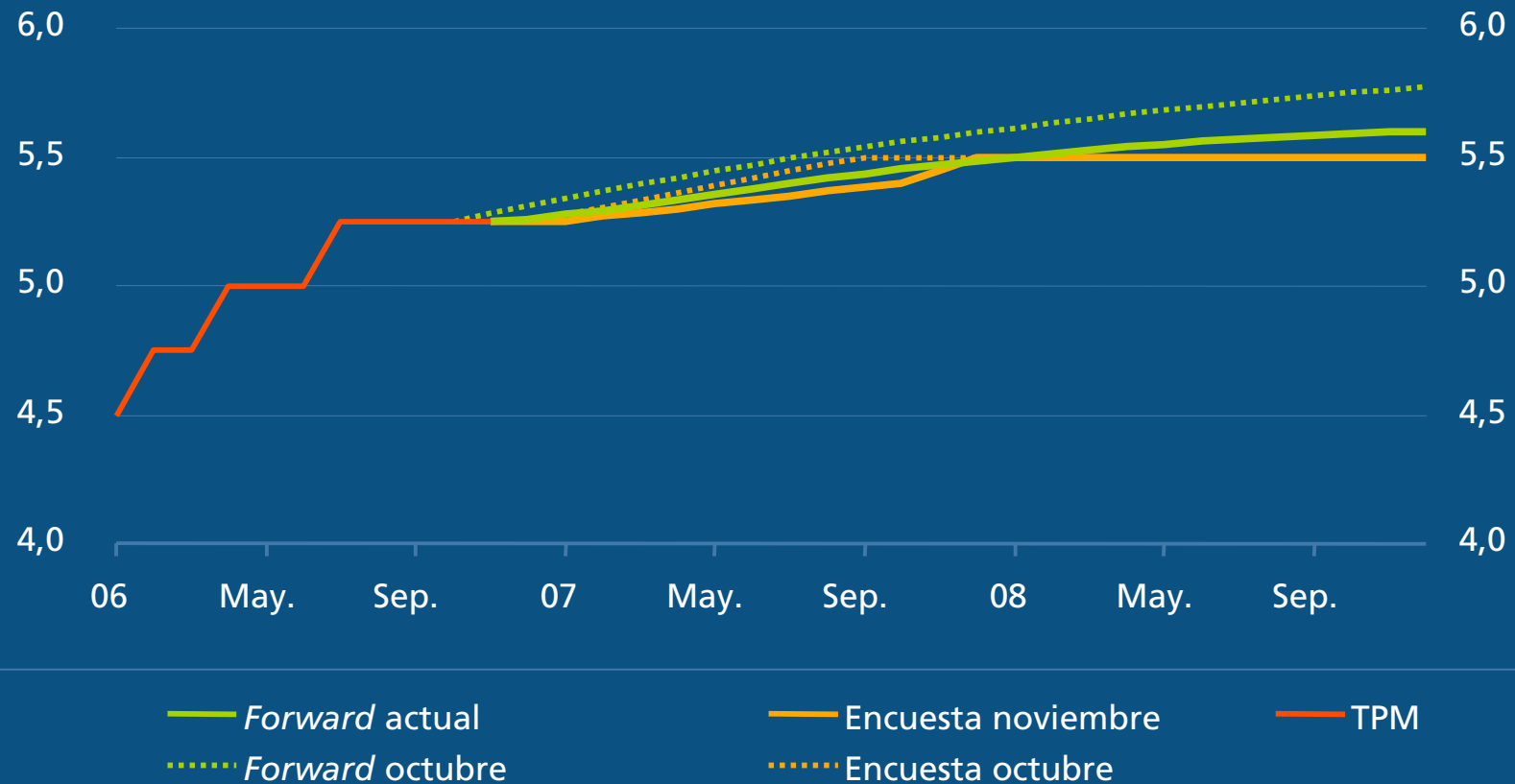
II.3 La Desaceleración y el Rol de la Política Monetaria

- Así, el mercado reacciona endógenamente frente a la nueva información que pueda afectar la inflación proyectada, anticipando la magnitud y oportunidad de futuros movimientos de la TPM, a través de cambios en la pendiente de la curva de retorno.
- Una inflación subyacente persistentemente más baja de lo proyectado llevó al Banco Central, en la RPM de agosto pasado, a introducir un cambio en el lenguaje de su comunicado, enfatizando el aplanamiento de la trayectoria futura de la TPM.
- Ello tuvo un reflejo en el mercado, a través de un ajuste a la baja en las tasas de interés de mediano y largo plazo.

II.3 La Desaceleración y el Rol de la Política Monetaria



Expectativas para la TPM (porcentaje)



Forward: 5,3% a diciembre del 2006, 5,5% a diciembre del 2007 y 5,6% a diciembre del 2008.

Fuente: Banco Central de Chile.

II.3 La Desaceleración y el Rol de la Política Monetaria

- En suma, la política monetaria es mucho más que el nivel de la TPM en cada momento del tiempo.
- De manera que, aún cuando el Banco Central no ha modificado su TPM, desde julio pasado, la política monetaria no ha permanecido de brazos cruzados.
- Las señales del Banco Central -incluyendo aquella del jueves pasado, que eliminó el sesgo de la política monetaria- ha tenido las repercusiones esperadas en el mercado, afectando los precios de los activos financieros, y por esa vía, la expansividad de las condiciones monetarias y financieras.

III. Perspectivas Futuras



III. Perspectivas Futuras

- Los antecedentes disponibles sugieren, en mi opinión, que, pese a la presencia de factores más persistentes en la desaceleración de la economía chilena, el crecimiento de 2007 debería ser mayor que aquel de 2006.
- Ello, en primer lugar, porque las condiciones externas continúan siendo favorables.
- A ello se ha sumado una reducción significativa en el precio del petróleo, que redundará en menores presiones inflacionarias y un mayor ingreso disponible.
- Del mismo modo, las condiciones monetarias y financieras internas siguen siendo expansivas.

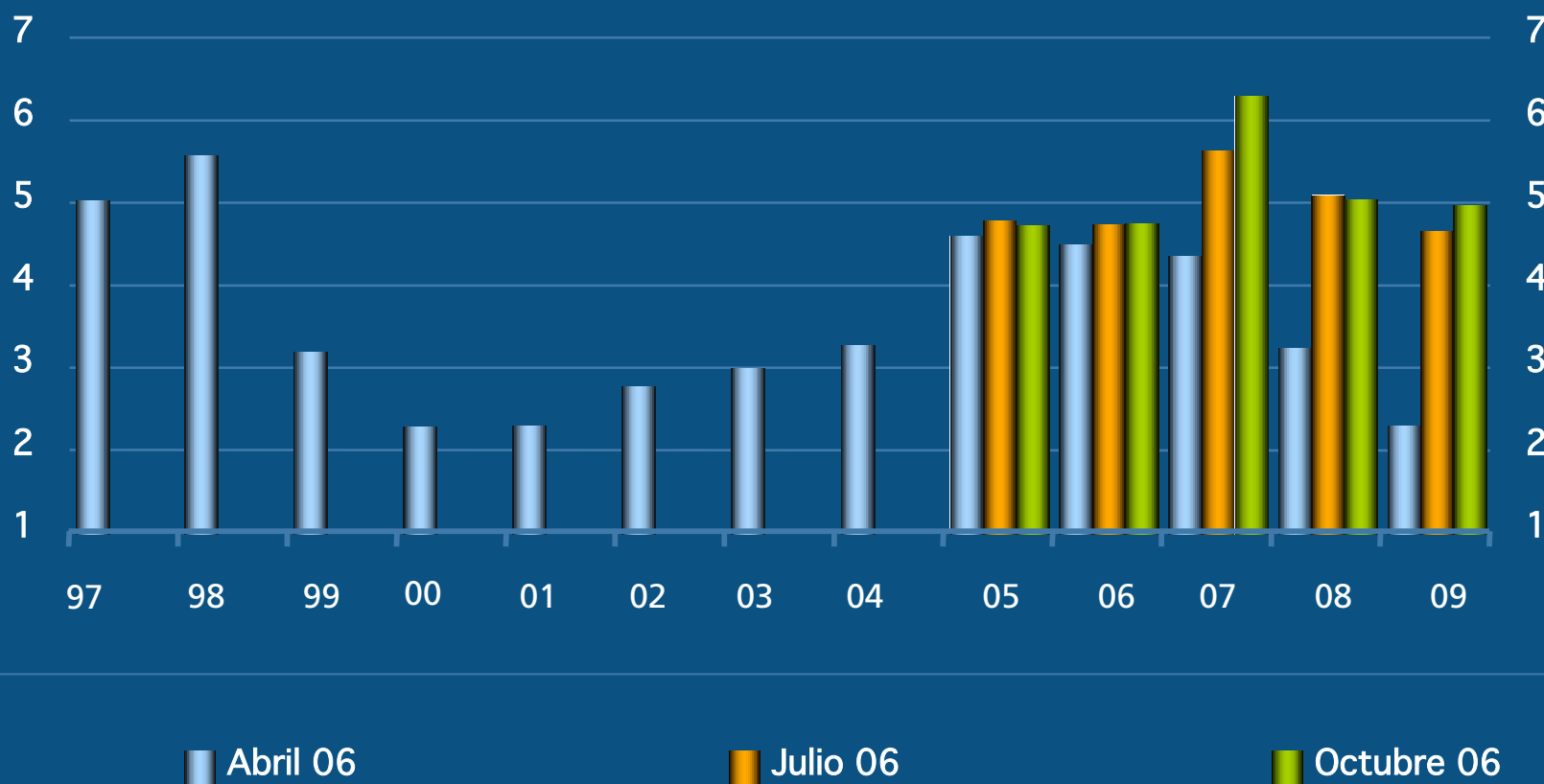
III. Perspectivas Futuras

- Esto se suma a antecedentes que muestran que la inversión topó fondo y está evidenciando una recuperación , especialmente la de maquinaria y equipo.
- También muestra un panorama optimista el catastro de proyectos de la Corporación de Bienes de Capital, mientras la inversión en vivienda evoluciona a tasas similares a aquellas del PIB potencial.
- La rentabilidad de las empresas, medida a través de FECUS, permanece estable en 10%, si excluimos las empresas mineras.
- Las expectativas empresariales, por su parte, permanecen estables en niveles optimistas.

III. Perspectivas Futuras



Catastro de Inversión (miles de millones de dólares)



(*) Excluye los sectores telecomunicaciones e inmobiliario.

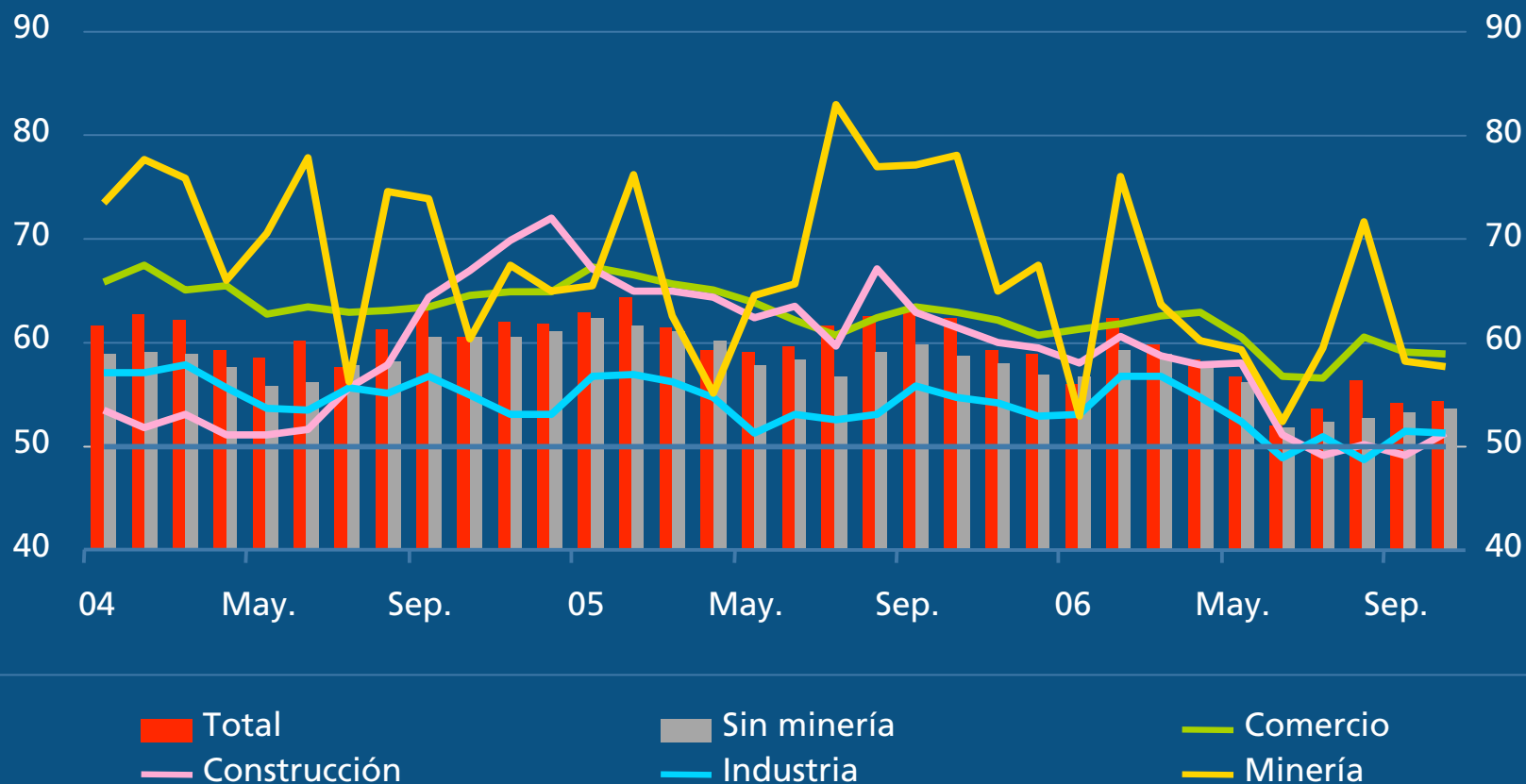
Fuente: Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital.

III. Perspectivas Futuras



IMCE: Expectativas Empresariales*

(valor sobre (bajo) indica optimismo (pesimismo))



(*) Respuestas positivas por sobre las negativas.

Fuentes: Banco Central de Chile, Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

III. Perspectivas Futuras

- Por el lado del consumo, la percepción de los consumidores permanece estable en un nivel neutral, y la masa salarial crece a un ritmo de 5% real anual.
- Ello, unido a las favorables condiciones financieras, sugieren que el consumo seguirá siendo una fuente de dinamismo en 2007.
- Por último, está el mayor impulso de la política fiscal previsto para 2007, que contempla una expansión del gasto público de 8,9% real anual.

The chart displays the evolution of the Consumer Price Index (CPI) for Chile from 1999 to 2009. The left Y-axis represents the U. de Chile CPI (2) on a scale of 30 to 130. The right Y-axis represents the IPEC CPI (3) on a scale of 10 to 60. The X-axis shows the years from 99 to 06, with specific months (May, Sep.) marked for 03, 04, 05, and 06. The U. de Chile CPI (2) is shown as blue bars, and the IPEC CPI (3) is shown as an orange line. Both indices show a general upward trend, with a significant peak in late 2006 followed by a decline and then a recovery.

Year	Month	U. de Chile (2)	IPEC (3)
99			25
00			55
01			25
02		45	35
03	May	45	35
03	Sep	45	35
04		55	50
04	May	55	45
04	Sep	55	45
05		65	50
05	May	65	45
05	Sep	65	45
06		75	55
06	May	75	50
06	Sep	75	50
07		85	55
07	May	85	50
07	Sep	85	50
08		95	55
08	May	95	50
08	Sep	95	50
09		105	55

Fuentes: Adimark, U. de Chile.

IV. Riesgos



IV. Riesgos

- Este escenario de reaceleración del crecimiento está, sin embargo, sujeto a riesgos.
- Una parte de los riesgos se relaciona con el escenario externo:
 - ▲ La desaceleración de la economía de EE.UU. podría ser más profunda y prolongada, como resultado de un ajuste más severo en el mercado inmobiliario o una inflación más persistente, que obligue al FED a elevar sus tasas de interés.
 - ▲ Ello podría tener consecuencias adversas sobre la actividad mundial, así como sobre las condiciones financieras que enfrenta el mundo emergente.

IV. Riesgos

- ▶ Otro riesgo importante se relaciona con la evolución del precio del petróleo, que podría volver a elevarse, debido a la estrechez de oferta prevaleciente y los riesgos geopolíticos que afectan a este recurso.
- ▶ Por último, está el riesgo siempre vigente de que los desequilibrios globales (importante déficit en cuenta corriente de EE.UU.) puedan ajustarse de manera súbita y desordenada, dando lugar a fuertes correcciones en las paridades internacionales.

IV. Riesgos

- Sin embargo, también existen riesgos en el plano interno, los que, en mi opinión, se han acrecentado.
 - ▲ El escenario que he descrito supone que la inversión privada se recupera en 2007, fenómeno que podría no materializarse, particularmente si existen factores más persistentes detrás de la postergación de inversiones observada en 2006.
 - ▲ Otro supuesto del escenario central descrito es que el consumo se mantiene robusto en 2007, lo cual supone que la economía mantiene su dinamismo en la generación de empleos, y que el crédito de consumo sigue expandiéndose a tasas elevadas.

IV. Riesgos

- Estas consideraciones me llevan a la conclusión de que los sesgos a la baja en materia de actividad del IPoM de Septiembre se mantienen.
- En parte, ello es un reflejo de que no se ha identificado con precisión los factores que explican la importante caída que ha experimentado la inflación subyacente IPCX1.
- Alternativamente, no se han identificado del todo los factores que explican por qué las brechas de capacidad no se cerraron en 2006, como estaba previsto.

V. Conclusiones



V. Conclusiones

- El Escenario Internacional sigue siendo positivo.
- Reducción en el precio del petróleo ha aliviado presiones inflacionarias y tendrá un efecto favorable sobre el ingreso disponible nacional.
- Condiciones financieras de la economía chilena continúan siendo favorables.
- Desaceleración de la economía chilena se acentuó en 3er. trimestre, afectando especialmente a la industria que sustituye importaciones y produce bienes de inversión.
- Por el lado del gasto, la desaceleración se concentró en la inversión, mientras el consumo permanece robusto.

V. Conclusiones

- Inflación se ha suavizado en forma apreciable, más allá del efecto atribuible a la reducción en el precio de los combustibles.
- La desaceleración de la economía chilena ha ido más allá de lo explicable en base a factores puntuales, lo que sugiere la existencia de un componente más persistente, de carácter cíclico y/o estructural.
- La política monetaria tiene un rol que jugar en caso de que la debilidad de la economía chilena tenga un componente cíclico.

V. Conclusiones

- Las señales que el Banco Central ha entregado al mercado han aplanado la curva de rendimiento, y por esa vía han aumentado la expansividad de las condiciones financieras.
- Pese a la presencia de factores más persistentes en la desaceleración de la economía chilena, el crecimiento de 2007 debería ser mayor que aquel de 2006.
- Ello se basa en las favorables condiciones externas, la caída en el precio del petróleo, las favorables condiciones financieras internas, la expectativa de una recuperación de la inversión, la fortaleza del consumo y una política fiscal más expansiva.



Análisis de la Economía Chilena

21 NOVIEMBRE DE 2006

Jorge Desormeaux