



Riesgos económicos globales: Un mundo cada vez más pequeño

Vittorio Corbo L.
Presidente



Agenda

- I. ¿Por qué interesa una visión global?
- II. Escenario externo reciente
- III. Principales riesgos económicos globales
- IV. Impacto en estabilidad financiera
- V. Comentarios finales



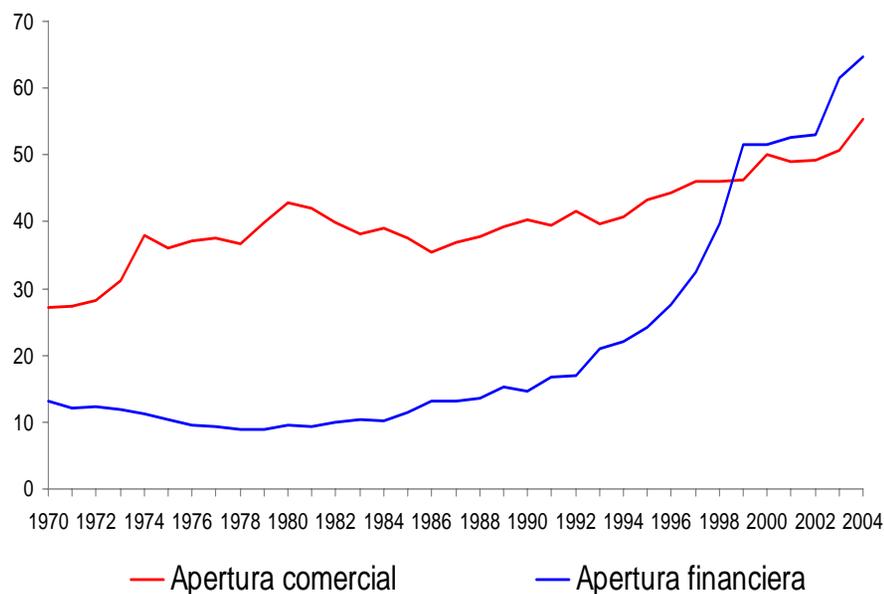
I. ¿Por qué interesa una visión global?



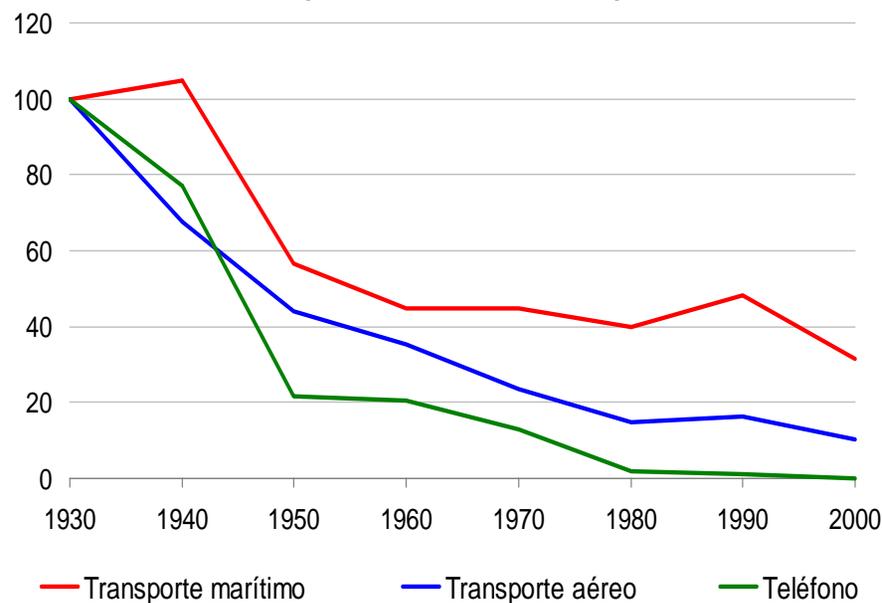
¿Por qué una visión global?

Creciente globalización comercial y financiera

Integración comercial y financiera



Costos de transporte y comunicación (índice 1930 = 100)



Nota: Apertura comercial se mide como la suma de exportaciones e importaciones sobre el PGB mundial. Apertura financiera es la suma de stocks de activos y pasivos de inversión extranjera directa e inversión de portafolio sobre PGB mundial.

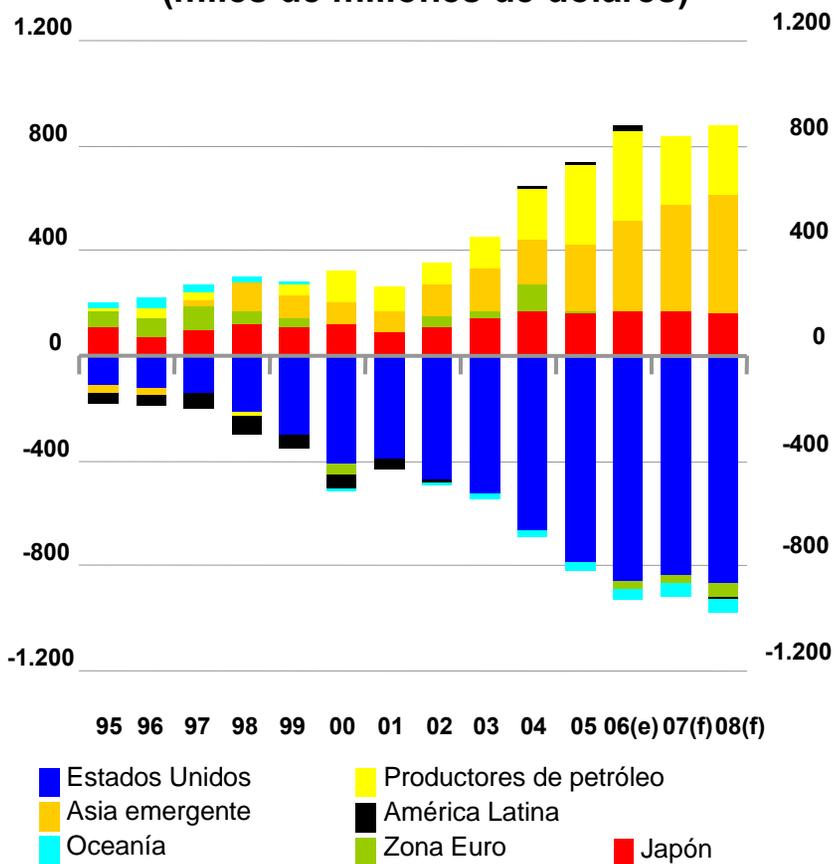
Fuentes: Banco Mundial, FMI, y Lane and Milesi-Ferretti (2006).

Fuente: Busse (2003).



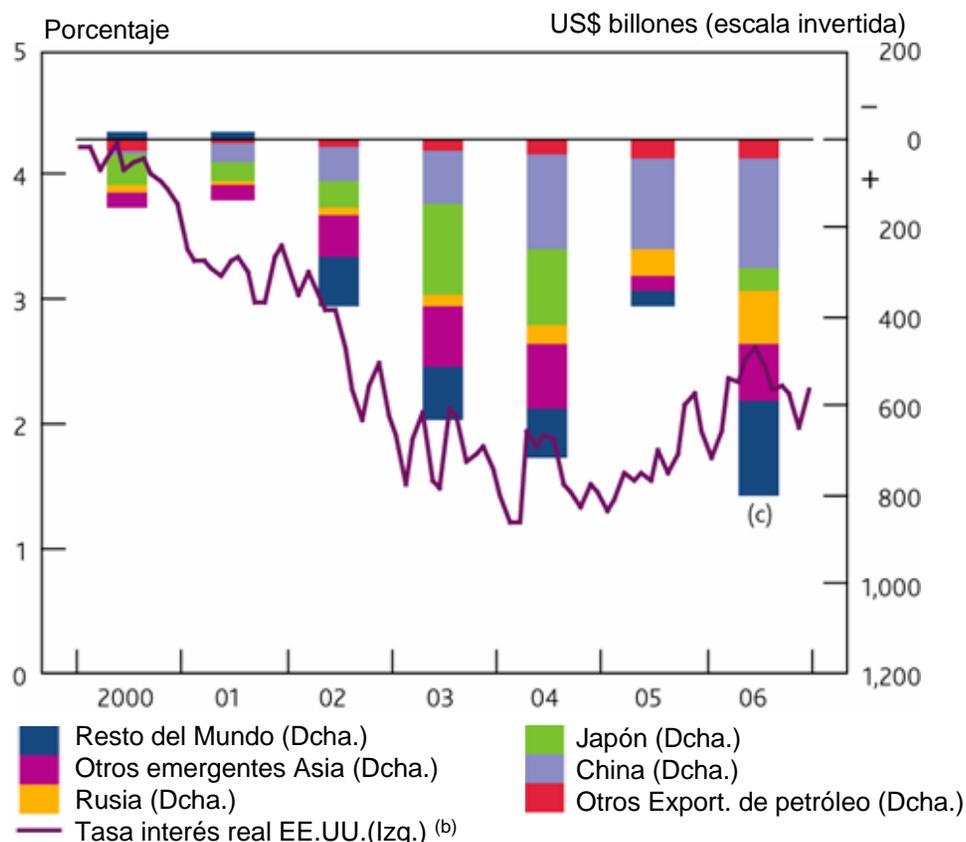
Importantes fuentes de tensiones

**Saldo en cuenta corriente
(miles de millones de dólares)**



Fuente: *World Economic Outlook* (abril 2007), FMI.
(e) Estimación. (f) Proyección.

Acumulación de reservas internacionales^(a) y tasas de interés real



Fuente: Bloomberg, FMI estadísticas financieras internacionales y cálculos bancarios.

(a) Definición FMI (Reservas totales menos oro).

(b) 7½ años tasa de interés real spot.

(c) Última información es a noviembre para 'Otros Export. de petróleo' y 'resto del mundo'.



Integración de mercados de bienes y financieros

- Creciente integración de mercados:
 - Aunque con desbalances.
- Aumenta la incidencia de movimientos globales en mercados locales.
- Shocks locales con efectos globales aumentan en probabilidad:
 - Esterilización incompleta de la acumulación de reservas genera presiones inflacionarias en Asia;
 - Alta liquidez mundial aumenta precios internacionales de acciones;
 - Crecimiento en países emergentes, impulsa auge de recursos básicos.



II. Escenario externo reciente

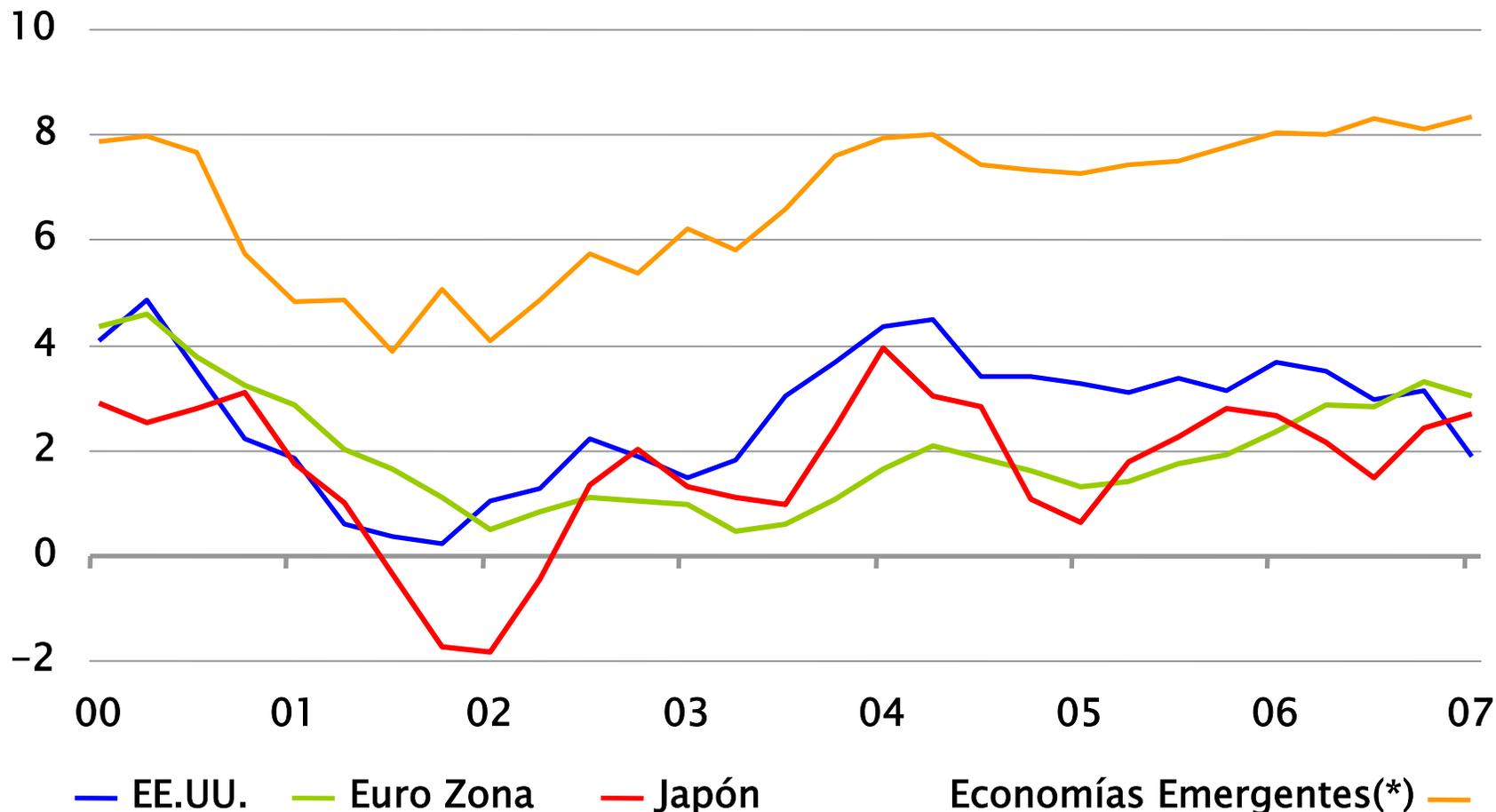


Actividad

- Economía mundial continúa mostrando una vigorosa expansión.
 - En el 2007 completará el quinquenio de mayor crecimiento de las últimas cuatro décadas.
 - EE.UU. se desacelera como consecuencia del ajuste en el mercado de la vivienda y en los niveles de inventarios de bienes manufacturados.
 - Mientras EE.UU. se desacelera, el crecimiento en la zona Euro, Japón y los países emergentes se torna más dinámico.



Crecimiento (variación 12 meses, porcentaje)



(*) Corresponde a una muestra que abarca Asia Emergente, América Latina y Europa del Este, ponderados a PPC de cada año.

Fuentes: Bloomberg, Fondo Monetario Internacional y JPMorgan Chase.



Estados Unidos

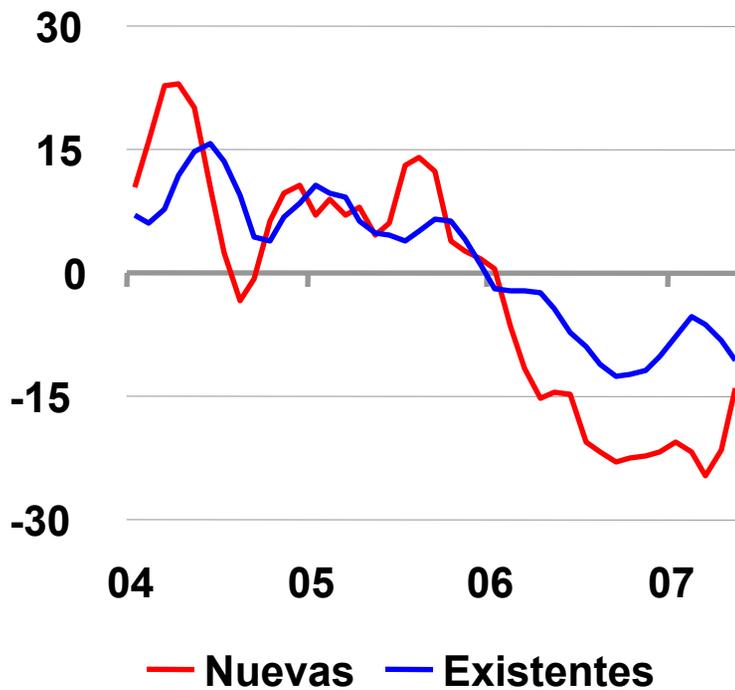
- El ajuste del sector vivienda ha resultado más profundo de lo inicialmente anticipado:
 - Las ventas siguen cayendo y los precios comienzan a caer;
 - Los permisos de construcción y los inventarios de viviendas sin venta anticipan que el ajuste todavía no ha terminado;
 - El ajuste del sector de hipotecas de baja calidad crediticia continúa profundizándose con potenciales efectos en la demanda por viviendas.
- El consumo privado ha perdido algo de dinamismo afectado por el ajuste en el precio de las viviendas y los altos precios de la gasolina.
 - Sólido desempeño del mercado laboral continúa dando fuerza al consumo.
- Inversión continúa con trayectoria incierta.



Mercado inmobiliario en EE.UU.

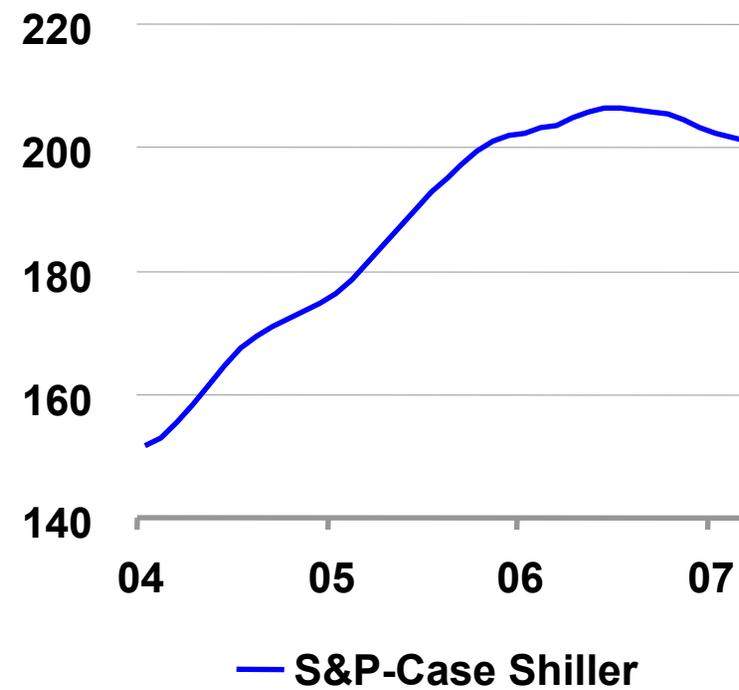
Venta de casas

(variación anual, porcentaje)



Precio de viviendas

(índice, 2000=100)

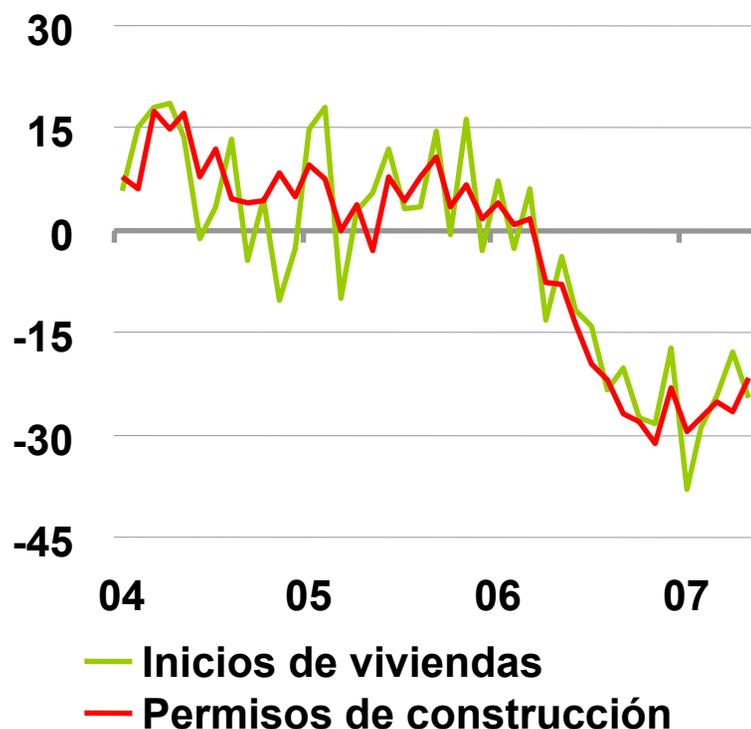


Fuente: Bloomberg.

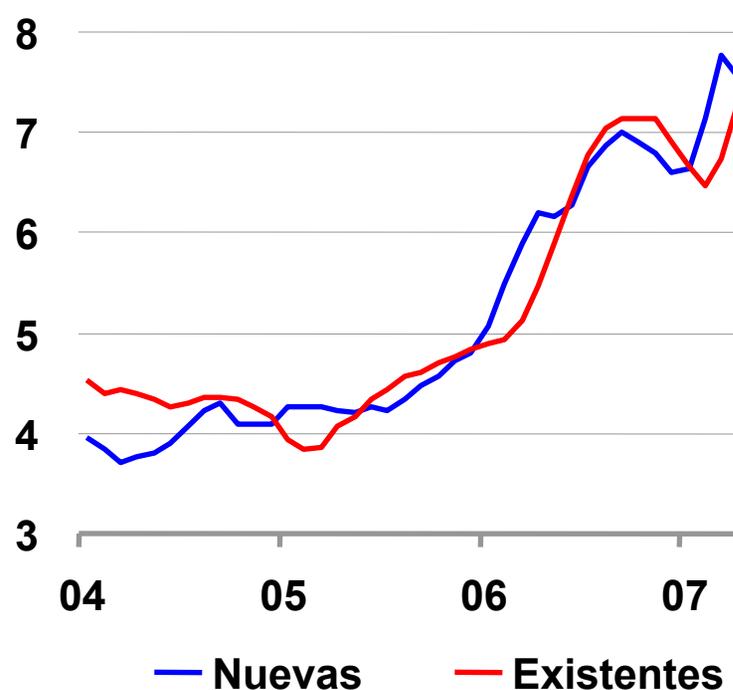


Mercado inmobiliario en EE.UU.

Inicios y permisos de construcción
(variación anual, porcentaje)



Inventarios de viviendas
(meses)

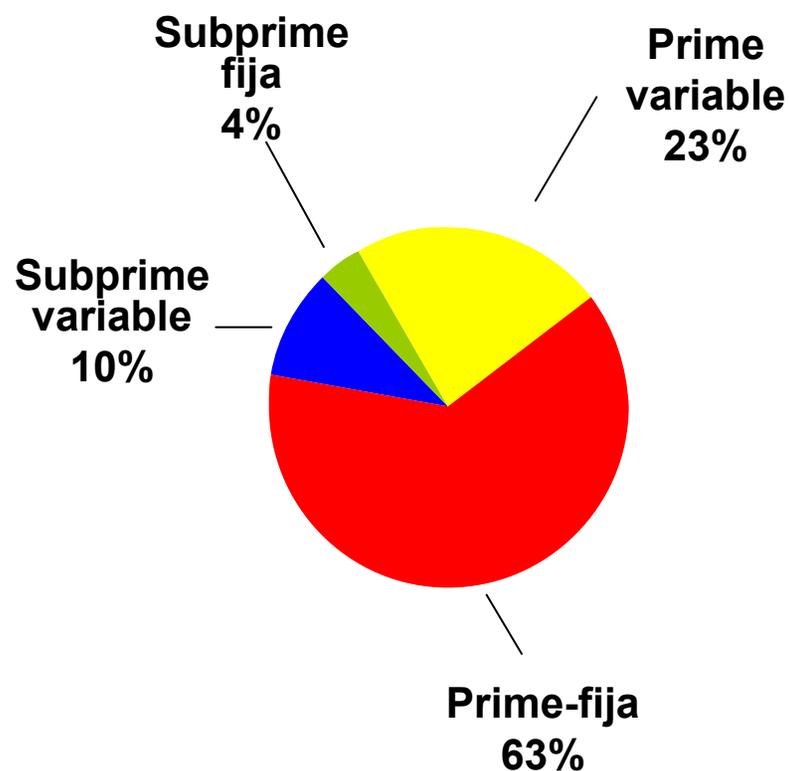
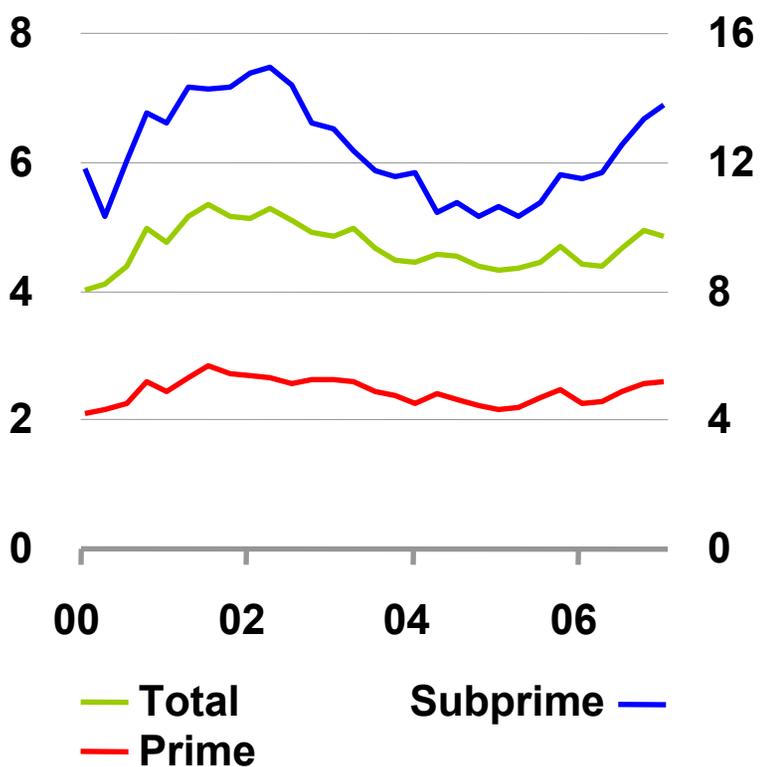


Fuente: Bloomberg.



Mercado inmobiliario en EE.UU.

Morosidad en hipotecas y composición de la deuda hipotecaria
(porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Deutsche Bank.



Economías industrializadas

- En la zona Euro destaca el dinamismo de la economía alemana. Italia, en tanto, pierde fuerza y el dinamismo Francés es menor que el Alemán.
- En Japón las buenas noticias surgen del mercado laboral –con una tasa de desempleo que alcanzó 3,8% por primera vez en 8 años- y de un consumo privado que comienza a tomar fuerzas luego de un largo período de estancamiento.
- Asia emergente continúa mostrando altas tasas de crecimiento liderada por China e India.



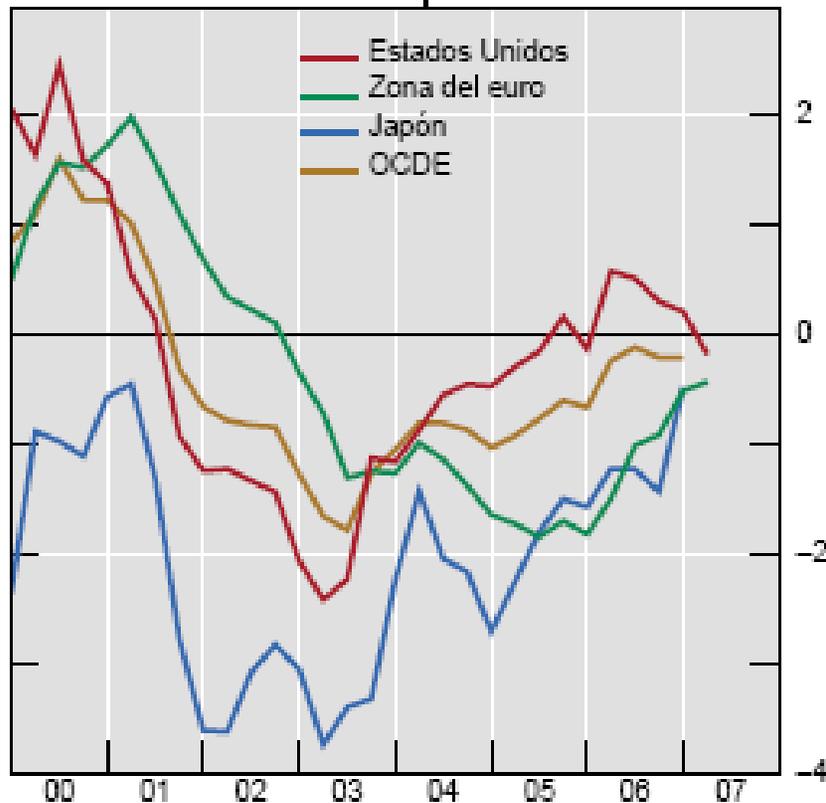
Holguras de capacidad

- Como consecuencia del prolongado ciclo de crecimiento mundial, la utilización global de recursos -capacidad productiva y trabajo- está en su nivel más alto en 25 años.

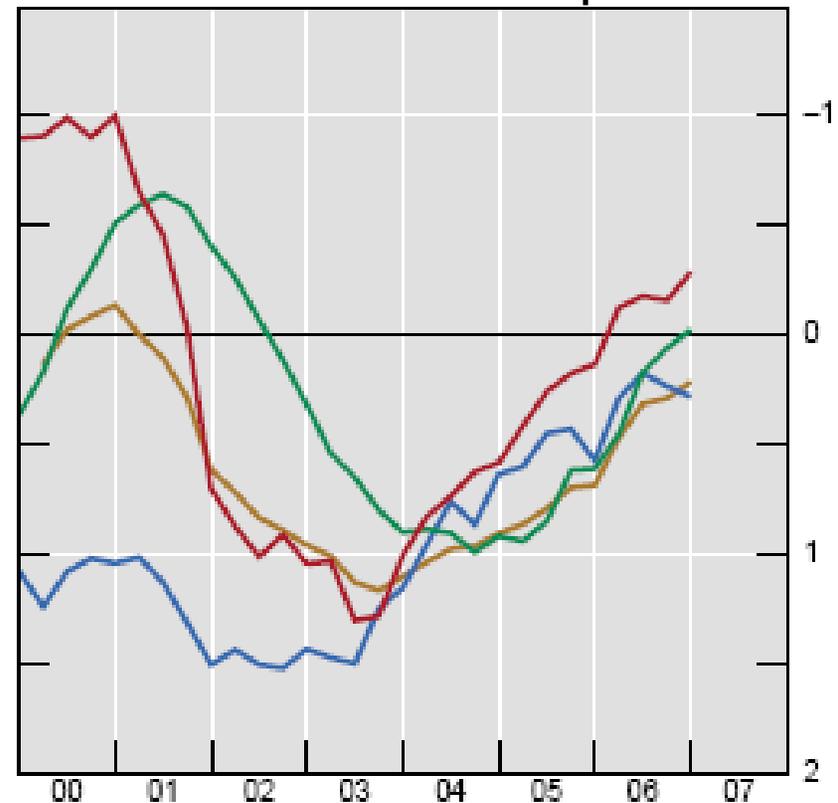


Reducción de las holguras de las economías

Brecha del producto¹



Brecha del desempleo²



¹ En porcentaje del producto potencial. ² Tasa de desempleo menos NAIRU, en puntos porcentuales; escala invertida.

Fuentes: BIS, sobre la base de datos de OCDE y nacionales.

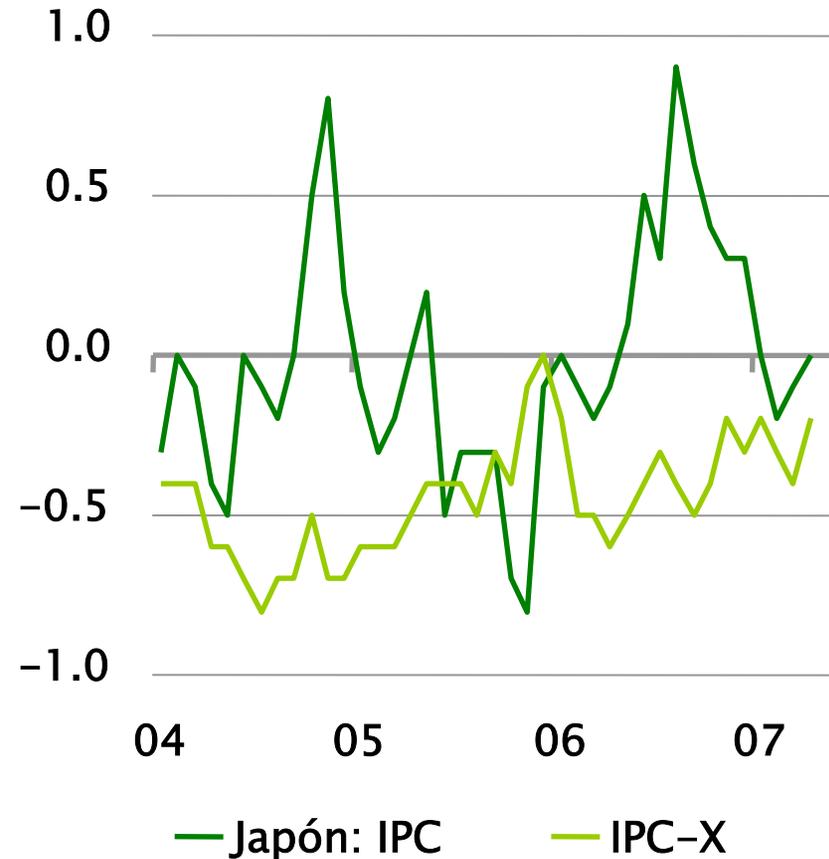
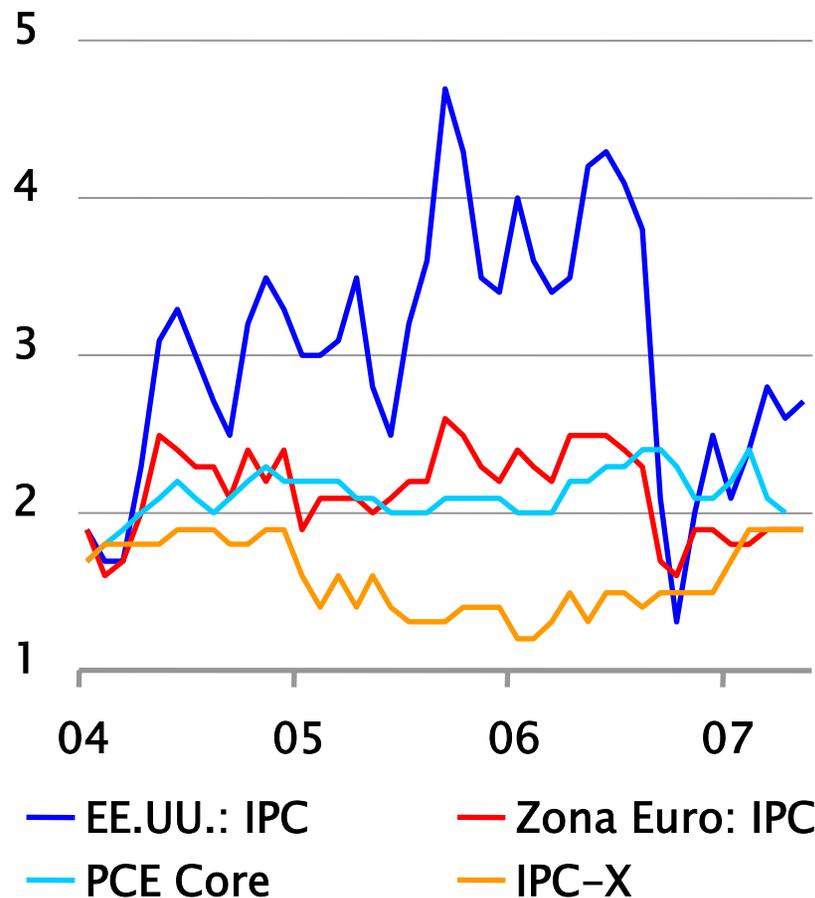


Inflación y tasas de política

- Las presiones inflacionarias se mantienen contenidas, aunque con aumentos en lo más reciente.
- Sin embargo, surge riesgo inflacionario de la combinación de:
 - Elevadas tasas de utilización de recursos;
 - Aumentos recientes en precios de alimentos y de combustibles;
 - Amplia liquidez.



Inflación efectiva y subyacente(*) (variación anual, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg.



Inflación y tasas de política

- En EEUU, la inflación debiera converger al límite superior de la zona de confort de la FED, validando la mantención de tasas que ha impulsado desde mediados del año pasado y el escenario de mantención hacia delante que está comunicando.
- El mercado proyecta un mantenimiento de la tasa de política acercándose al escenario central de la FED:
 - La desaceleración moderada en el crecimiento y la reducción en la inflación han apoyado esta proyección, aunque persisten grupos que anticipan movimientos en ambas direcciones.



Inflación y tasas de política

- En la Zona Euro, el crecimiento del producto por sobre el del producto potencial, unido a la desaparición de las holguras de capacidad y a un alto crecimiento del crédito, llevó al BCE a reducir considerablemente el grado de expansividad de su política monetaria.
- Lo más probable es que para mantener la inflación proyectada en torno a su meta, el BCE requiera continuar su proceso de normalización monetaria:
 - Los mercados financieros anticipan para los próximos 12 meses un par de alzas adicionales de la tasa de política.

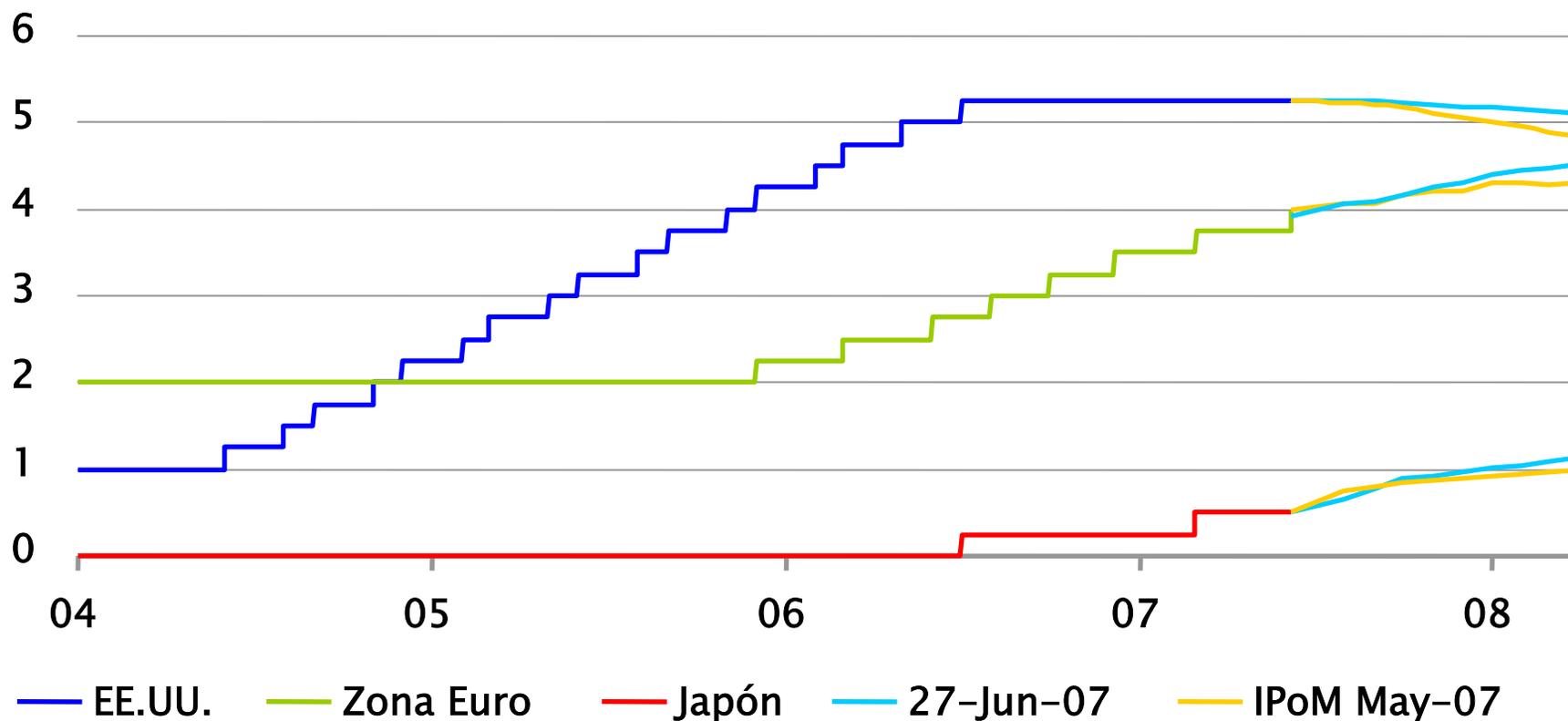


Inflación y tasas de política

- En Japón, aunque la inflación continúa baja, el Banco de Japón introdujo dos aumentos en su tasa de política para reducir las distorsiones y vulnerabilidades asociadas a una liquidez excesiva.
- En Asia Emergente, la aparición de presiones inflacionarias ha llevado también a introducir políticas monetarias y crediticias más restrictivas.



Expectativas de TPM (contratos futuros, porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

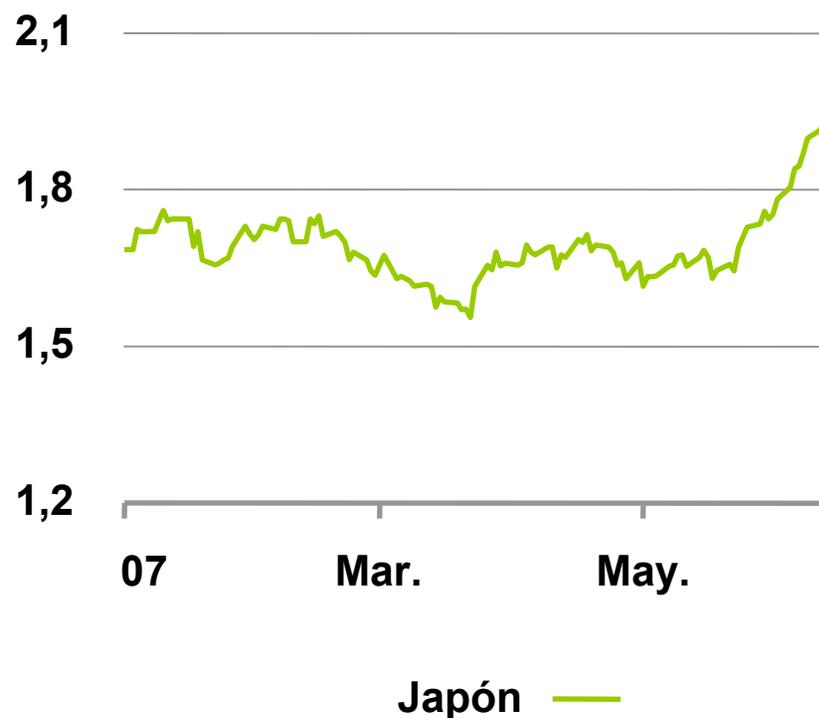
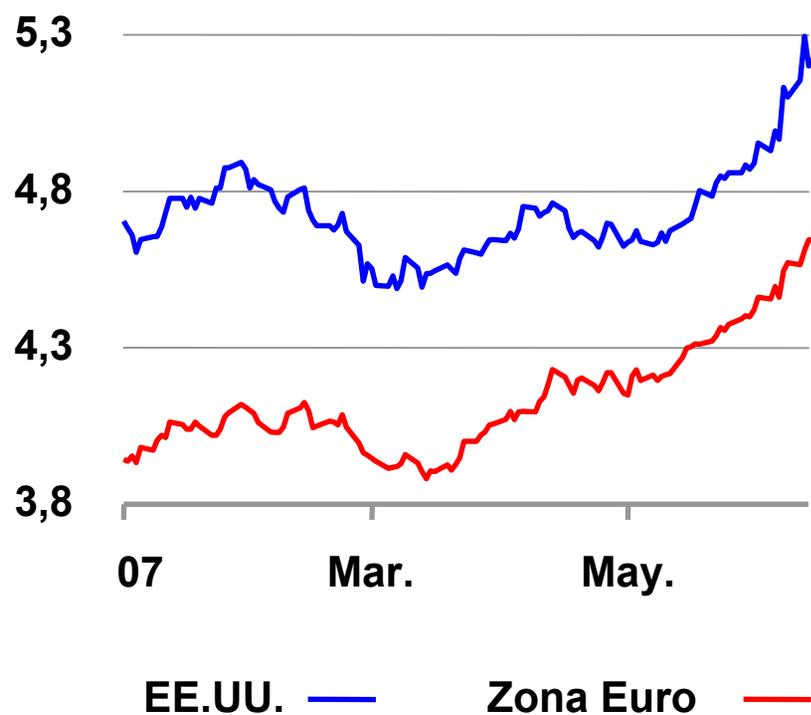


Mercados financieros

- Las tasas de interés de largo plazo aumentan en los países industriales, luego de haber permanecido en niveles bajos:
 - Principalmente por aumento en las tasas reales más que un aumento en las expectativas de inflación o en los premios por duración.
- Estos aumentos en las tasas reales pueden reflejar una mejor perspectiva de crecimiento de EE.UU. ahora que aumenta la probabilidad de un aterrizaje suave.
- También contribuyen el buen desempeño de la la Zona Euro y Japón, y las mejores perspectivas de mediano plazo.



Tasas de interés de largo plazo (porcentaje)



Fuente: Bloomberg.



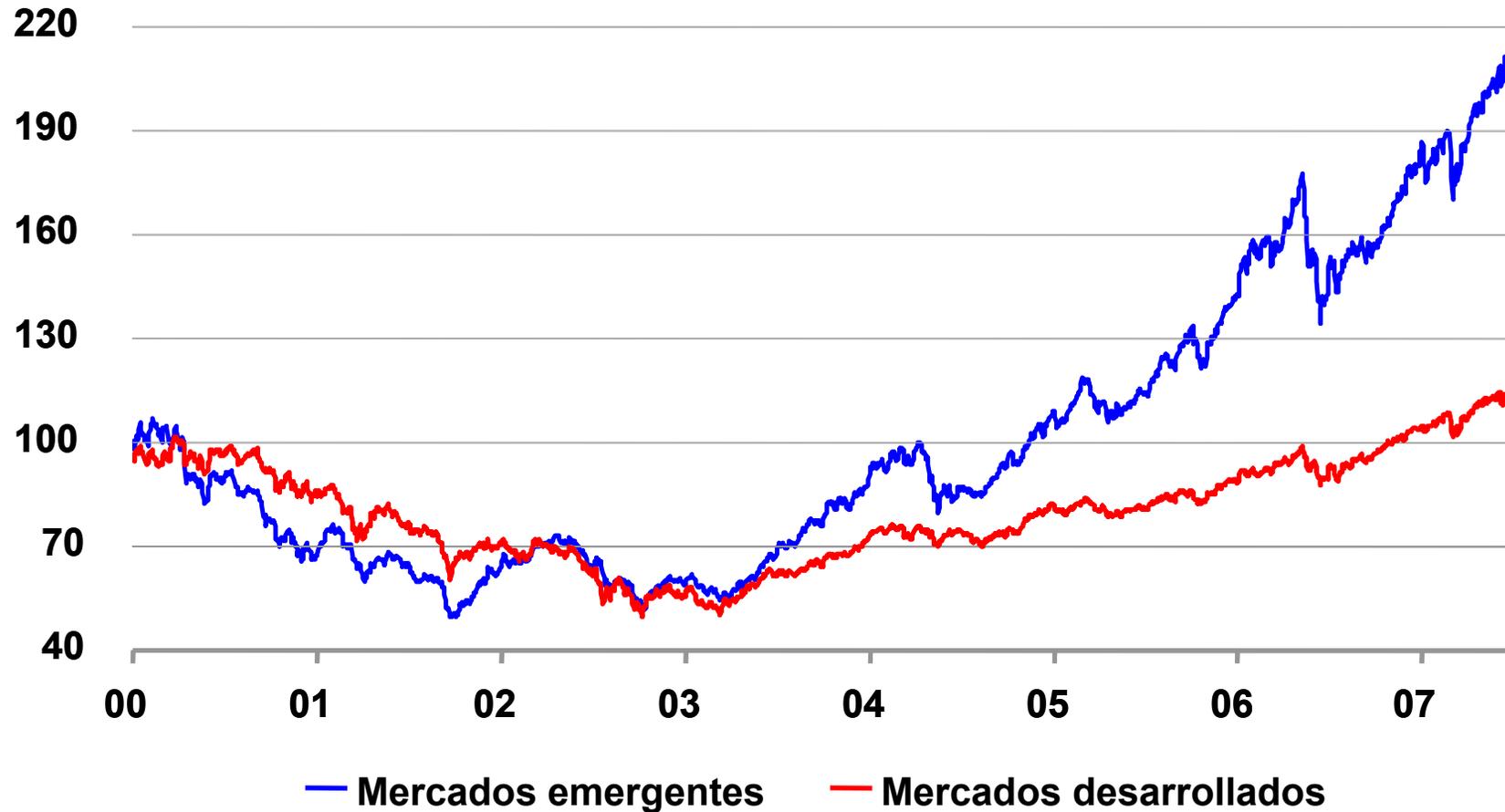
Mercados financieros

- Los precios de activos han tenido un gran auge en los últimos cinco años, favorecidos por:
 - Alto crecimiento económico;
 - Buenas utilidades de las empresas;
 - Amplia liquidez internacional;
 - Alta brecha ex ante entre ahorro e inversión de Asia y de los países productores de petróleo;
 - Explosivo desarrollo de los mercados e instrumentos financieros que facilitan la transferencia de riesgos.
- En general, las condiciones financieras globales se mantienen muy acomodaticias con premios por riesgo históricamente bajos.
- Los inversionistas perciben un riesgo muy acotado, por su confianza en mercados de cobertura y en la liquidez de los mercados.



Índices bursátiles

(dólares, enero 2000=100)



Fuente: Morgan Stanley Capital International (MSCI).



Indicador de liquidez (*) (puntos base)



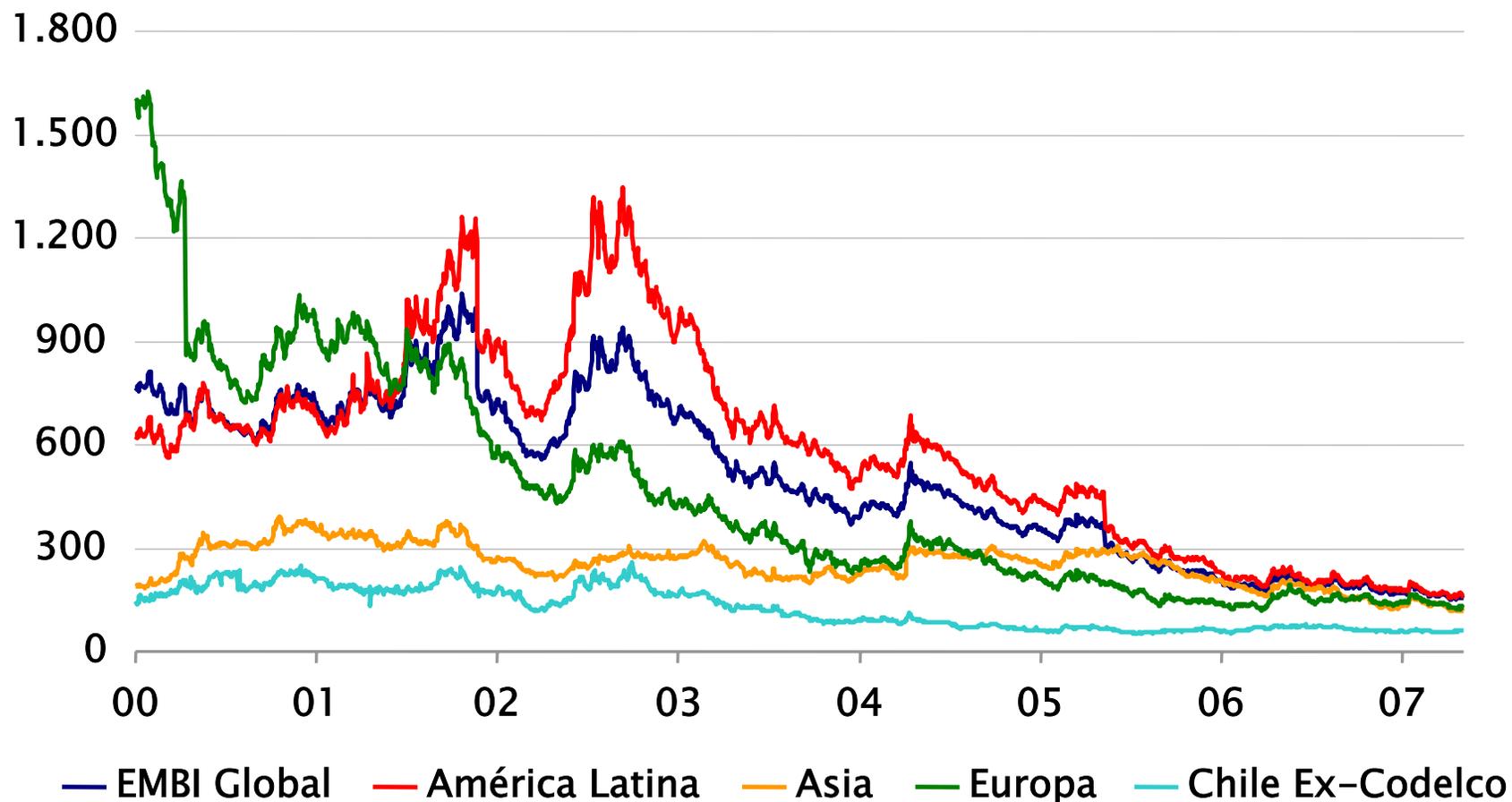
..... promedio 2000-2006

(*) Diferencia entre tasa swap a 10 años y bono del tesoro de EE.UU. a igual plazo.

Fuente: Bloomberg.



Premios por riesgo soberano (puntos base)



Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase.



Premio por riesgo *High Yield* (*) (puntos base)

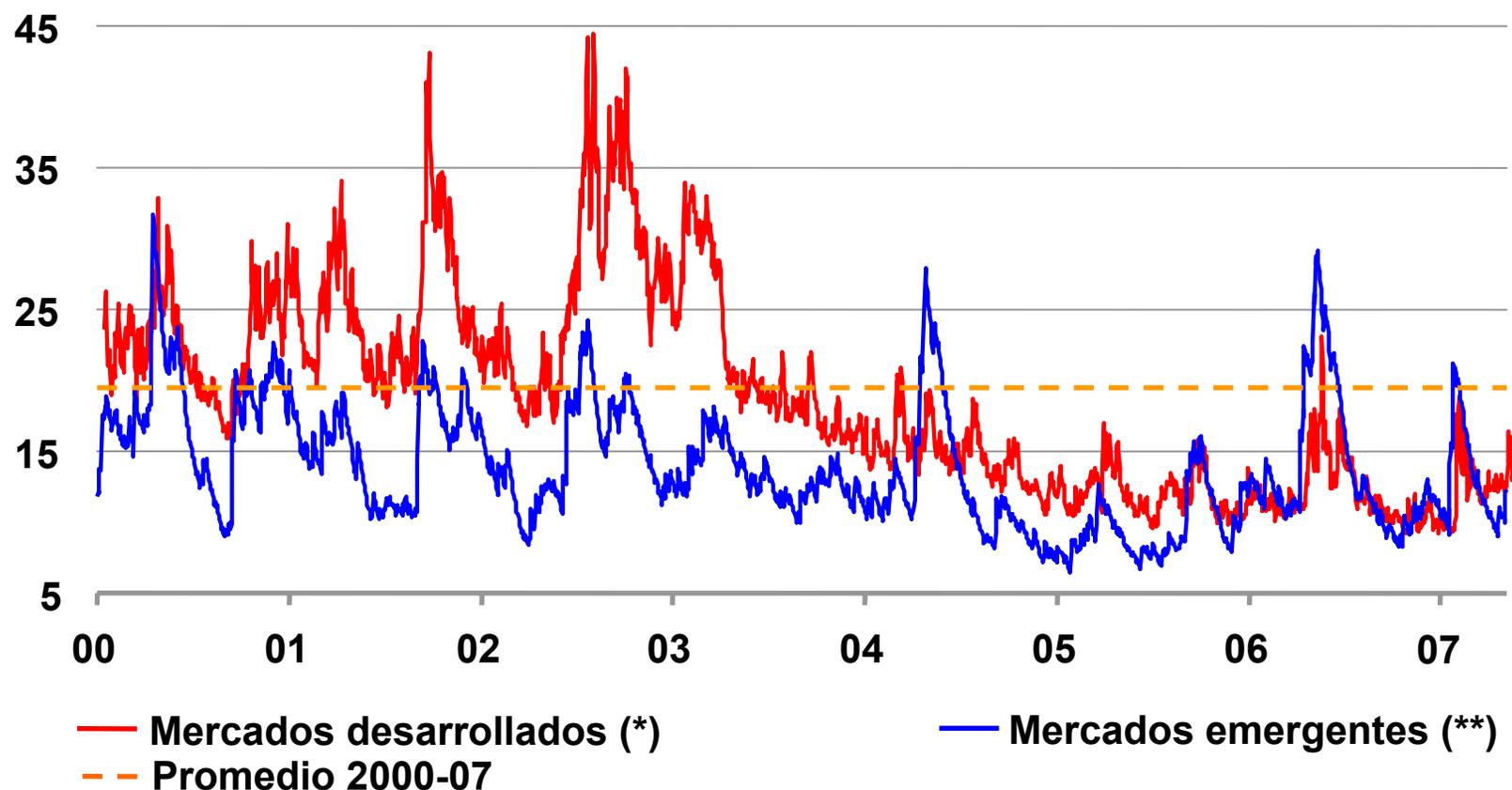


(*) Corresponde al premio por riesgo de bonos corporativos de mercados desarrollados con clasificación de riesgo inferior a grado de inversión (CCC a BB), de acuerdo con la clasificación de S&P.

Fuentes: Bloomberg y JP Morgan Chase.



Percepción de riesgo de mercado (porcentaje anualizado)



(*) Corresponde a volatilidad implícita de opciones del índice S&P 500 de EE.UU.

(**) Corresponde a la desviación estándar del retorno del índice MSCI denominado en dólares.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.



Monedas internacionales

- El dólar siguió experimentando una depreciación gradual en términos multilaterales.
- El yen tuvo una depreciación más pronunciada, alimentada por los flujos de salida de capitales.
- El euro continuó apreciándose.
- Las monedas de los países exportadores de bienes primarios experimentaron un fortalecimiento, en particular, los países que tuvieron que incrementar sus tasas de interés para mantener la inflación bajo control.



Paridades cambiarias (*)

(variación acumulada, porcentaje, moneda local por dólar)

	Diciembre					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Argentina	207,6	-8,5	5,0	3,5	1,5	0,5
Brasil	-17,2	-46,0	-33,9	-28,0	-18,1	-10,5
México	17,7	3,9	-4,0	-3,3	1,3	-0,4
Chile	-20,6	-27,1	-11,4	-5,5	2,6	-1,5
Japón	-6,2	3,9	15,1	20,3	4,8	3,7
Zona Euro	-33,6	-21,6	-5,9	1,2	-11,5	-1,4
Reino Unido	-26,4	-18,5	-9,6	-2,9	-12,8	-0,9
Noruega	-32,7	-13,1	-9,5	-0,8	-10,6	-3,3
Suecia	-32,9	-19,0	-2,1	5,7	-11,4	2,7
Australia	-39,5	-33,3	-10,7	-7,3	-13,0	-6,4
N. Zelanda	-44,8	-30,5	-13,2	-4,9	-9,5	-6,8
Sudáfrica	-40,3	-16,7	6,9	26,1	12,9	1,9
Canadá	-33,0	-32,1	-17,7	-11,2	-8,1	-8,4
Corea del Sur	-29,4	-21,8	-22,2	-10,4	-8,1	-0,2
Indonesia	-13,1	1,0	7,4	-2,5	-8,0	0,5
Tailandia	-26,6	-24,8	-18,1	-16,6	-20,9	-8,5
Multilateral US (**)	39,2	26,2	6,9	0,1	8,3	2,7

(*) 15 de junio respecto de las fechas indicadas. Para diciembre de cada año se considera el último día hábil. Aumento indica depreciación. (**) Considera principales monedas.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.



Proyecciones 2007-2008

- La proyección de consenso para el año 2007 muestra una continuación de la expansión económica global aunque a una tasa algo menor que la alcanzada en el año 2006:
 - Importante desaceleración en EE.UU.;
 - Crecimiento por encima del de su producto potencial en la Zona Euro y Japón;
 - Leve desaceleración en las economías emergentes.



Proyecciones 2007-2008

- Para el año 2008, el crecimiento proyectado es similar al del 2007 pero con un repunte en el crecimiento de EE.UU. y una leve desaceleración en la Zona Euro y los países emergentes.
- Se proyecta también que la inflación se mantendría bajo control y que el déficit en cuenta corriente de EE.UU. tendría una leve reducción.



Crecimiento mundial (variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-05	2006 (e)	2007 (f)		2008 (f)	
				CF Ene. 07	CF Jun. 07(*)	CF Ene. 07	CF Jun. 07(*)
Mundo	3,2	4,1	5,4	4,7 ▲	4,9	4,9 ▲	5,0
Mundo a TC mdo.	2,4	2,9	4,0	3,3 ▲	3,5	3,5 ▲	3,6
EE.UU.	3,1	2,6	3,3	2,4 ▼	2,1	3,0 ▼	2,9
Zona Euro	2,2	1,8	2,9	2,0 ▲	2,7	2,1 ▲	2,3
Japón	1,5	1,6	2,2	1,8 ▲	2,3	2,3 ▼	2,2
Ec. Emergentes	4,8	6,3	8,1	7,2 ▲	7,6	7,0 ▲	7,3
China	10,0	9,4	10,7	9,6 ▲	10,4	9,4 ▲	9,8
Resto de Asia	5,4	4,8	5,4	4,9 ▲	5,0	5,2 ▲	5,4
América Latina	2,8	2,9	5,4	4,5 ▲	4,8	4,1 ▲	4,4
Exp. prod. básicos	2,7	3,1	2,7	2,5 ▲	3,0	3,0 =	3,0
Socios comerciales	3,2	3,2	4,5	3,7 ▲	4,1	3,8 ▲	4,1

(e) Estimación. (f) Proyección.

Fuentes: Consensus Forecast y Fondo Monetario Internacional.



Expectativas de inflación y cuenta corriente (porcentaje)

	Inflación			Cta. Cte (1)		
	2006	2007 (f)	2008 (f)	2006	2007 (f)	2008 (f)
Estados Unidos	3,2	2,6	2,4	-6,5	-6,0	-5,7
Zona Euro	2,2	2,0	2,0	-0,1	0,0	0,1
Japón	0,2	0,0	0,5	3,9	4,5	4,8
Noreste Asiático (2)	1,6	2,6	2,8	7,5	7,0	6,6
Sudeste Asiático (3)	7,1	3,8	3,9	8,2	7,8	7,2
América Latina	4,9	5,0	5,3	1,8	0,8	0,1
Europa del Este	6,9	6,6	5,7	0,0	-1,3	-2,0

(1) Porcentaje en base a PIB nominal de WEO abril 2007 y Cuenta Corriente de Consensus Forecast. (2) Incluye a China, Corea del Sur, Taiwán y Singapur. (3) Incluye a Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia y Filipinas.

(f) Proyección.

Fuente: Consensus Forecast junio 2007 y Fondo Monetario Internacional.



III. Principales riesgos económicos globales



Principales riesgos

- Este favorable escenario global puede continuar pero también se puede deteriorar por la manifestación de una serie de riesgos que se mantienen latentes:
 - (1) Desaceleración más pronunciada de EE.UU.;
 - (2) Aceleración de la inflación;
 - (3) Reversión del benigno escenario financiero;
 - (4) Desbalances globales y proteccionismo;
 - (5) Tensiones geopolíticas.



Riesgos en la actividad

- En EE.UU., un ajuste más profundo del mercado de la vivienda tendría efectos en la riqueza de los hogares y el consumo, llevando a una desaceleración más intensa.
- Por ahora, el alza del mercado bursátil compensa este efecto en las familias.
 - Sin embargo, la reciente alza de tasas de largo plazo pone mayor presión sobre los deudores más riesgosos.
- Este ajuste se podría propagar a otros mercados crediticios, afectando la liquidez global.
- Este escenario podría tener efectos en las demás regiones, en especial en las economías emergentes.



Riesgos inflacionarios

- Actualmente, el mercado está suponiendo un escenario benigno de inflación en los países desarrollados.
- Pero las fuentes de riesgo inflacionario persisten frente a potenciales *shocks* de oferta o de demanda en un mundo con escasas holguras de capacidad.
- De acelerarse la inflación se generaría un aumento importante y no anticipado en las tasas de política de los países industriales, especialmente en EE.UU. y en la Zona Euro.
- Preocupan también los aumentos observados en:
 - Precio del petróleo y derivados.
 - Precios de otros productos básicos, como granos y alimentos.



Reversión del benigno escenario financiero

- Aumento no anticipado en las primas por riesgo y una estrechez de liquidez con efectos en la precios de activos y en la actividad mundial como resultado de:
 - Alza en la inflación de los países industriales;
 - *Shock* inesperado en los mercados financieros en momentos en que las primas por riesgo están en niveles inusitadamente bajos.
- Hay una gran incertidumbre sobre los potenciales efectos de un *shock* de este tipo dado que la resiliencia de los nuevos instrumentos financieros e intermediarios a este tipo de *shocks* no ha sido testeada.



Riesgo de desbalances globales

- A pesar de la leve reducción de los desbalances globales en 2006 y en lo que va del 2007, persiste el riesgo de ajuste desordenado, con efectos potenciales en:
 - Ajuste desordenado en las paridades frente a cambios abruptos en los flujos de capitales que financian estos desajustes con efectos en los mercados financieros y en los precios de activos;
 - Proteccionismo.



Riesgo de desbalances globales

- Indicios globales que anticipan un ajuste no traumático:
 - Menor dinamismo de EE.UU. y mayor actividad en Europa y Japón, liderada por la demanda interna.
 - Tendencia a la depreciación del dólar en el último tiempo.
 - Profundidad, liquidez y globalización de los mercados financieros internacionales facilita financiamiento.
 - Avance en consultas multilaterales.



IV. Impacto en estabilidad financiera



Evaluación de riesgos sistémicos: Los ejercicios de tensión del IEF

- En el contexto del último *Informe de Estabilidad Financiera* se ha evaluado el impacto de la materialización de dos escenarios de riesgo sobre el riesgo de crédito y los riesgos de mercado (tasas de interés y tipo de cambio):
 1. Cambio abrupto en la valoración de riesgos;
 2. Debilitamiento cíclico de la economía global.



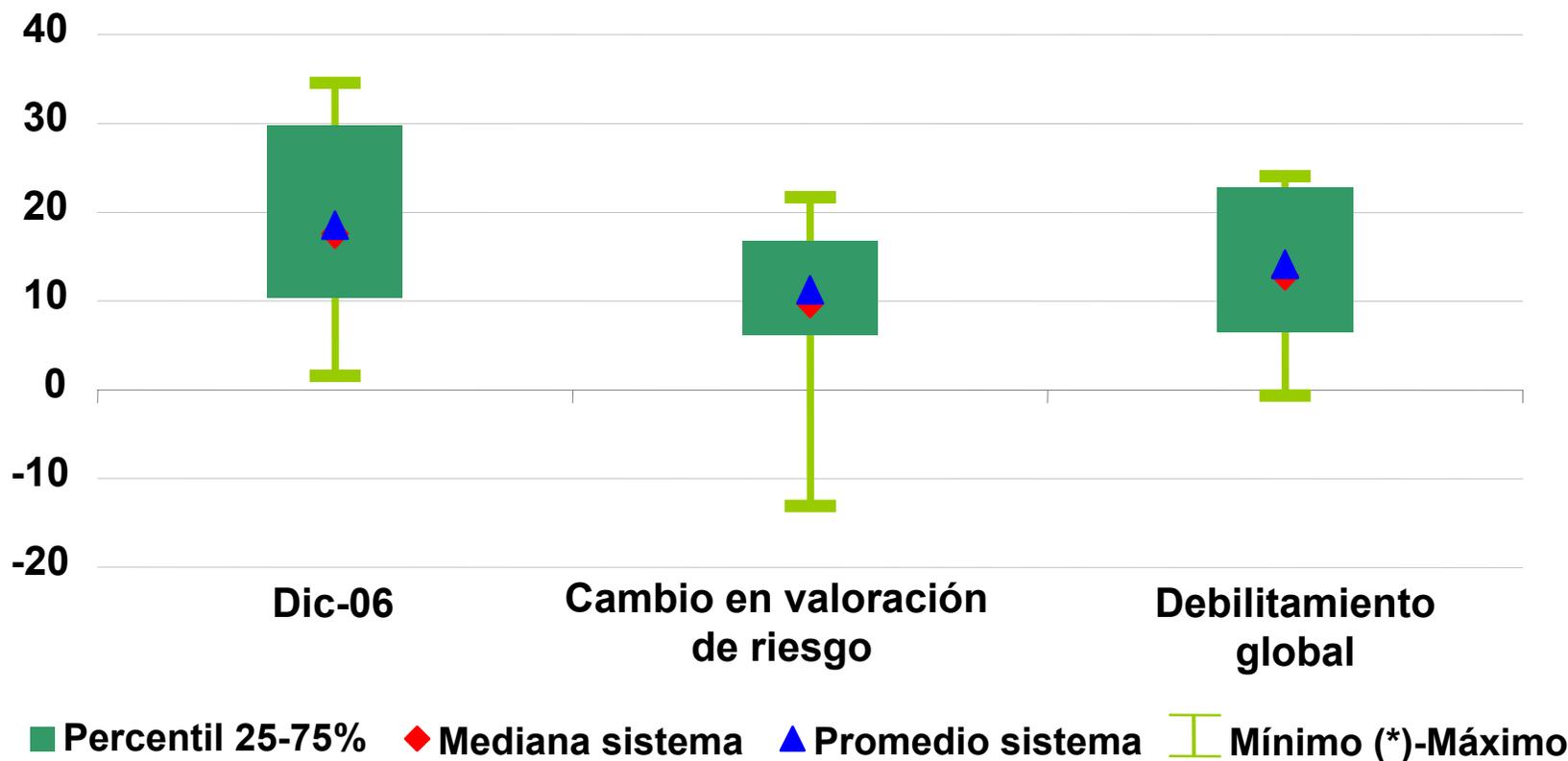
Impacto en mercado interno

1. Un cambio abrupto en la valoración de riesgos tendría efectos significativos pero transitorios en la forma de:
 - Caída del crecimiento;
 - Alza de la tasa de interés;
 - Depreciación cambiaria.
2. Un debilitamiento cíclico de la economía global generaría respuestas similares a las anteriores, pero de menor tamaño y más persistentes en el tiempo.



Las mayores pérdidas ocurrirían por el impacto del riesgo de crédito en bancos pequeños orientados a créditos de consumo...

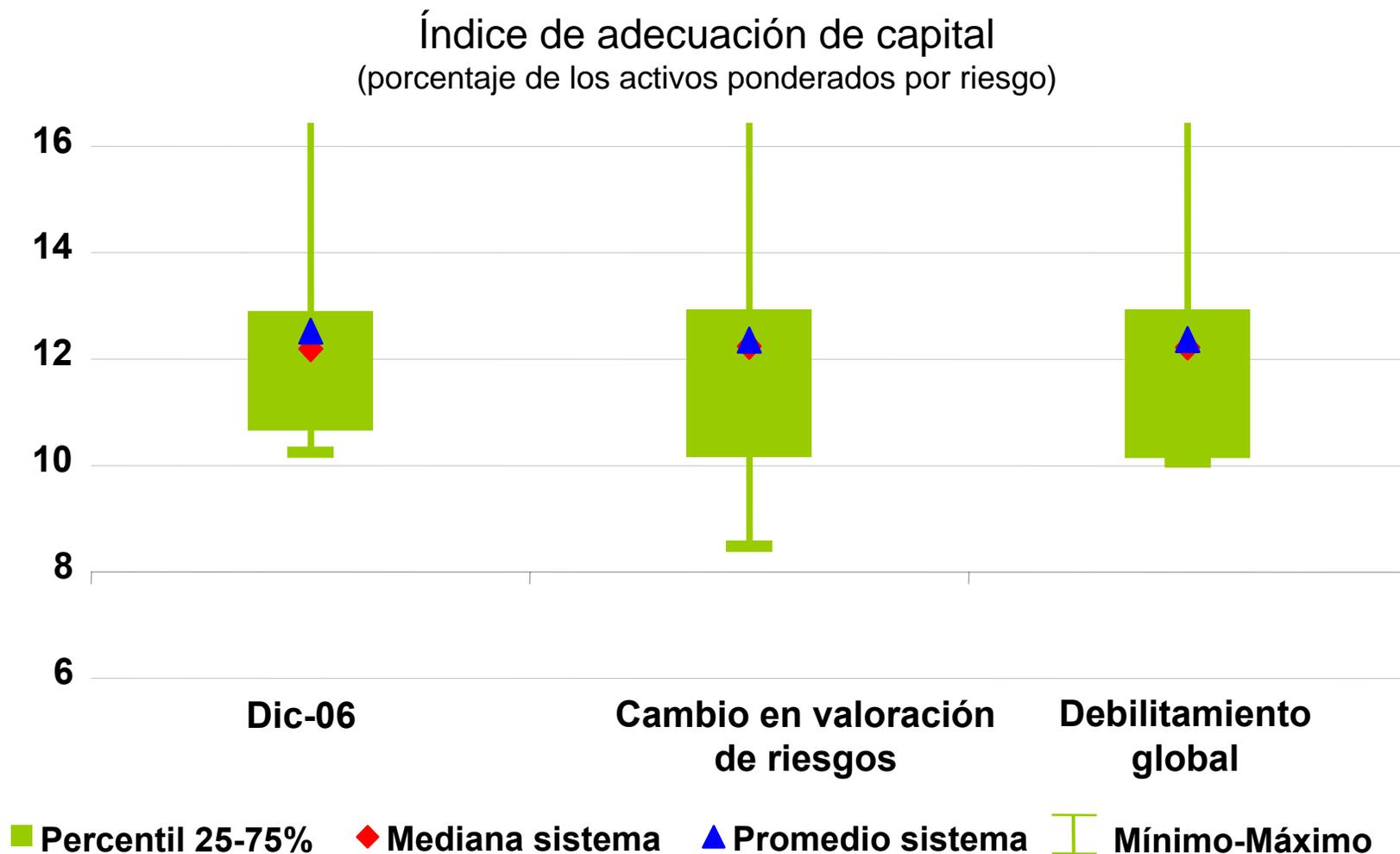
Rentabilidad del capital
(utilidad después de impuestos sobre capital básico)



(*) El mínimo corresponde al percentil 1.



...pero todos los bancos mantienen índice de adecuación de capital sobre 8%.





V. Comentarios finales



Comentarios finales

- El escenario internacional que enfrenta la economía chilena continúa siendo muy favorable.
- Nuevamente se espera un año de alto crecimiento de la economía mundial.
- Persisten los elevados precios de los principales productos de exportación.
- Surgen riesgos que, si bien son algo menores en el balance global comparados con lo observado a fines del 2006, se presentan más marcados para algunas economías y sectores.



Comentarios finales

- Vivimos en un entorno más integrado, donde eventos locales tienen repercusiones globales.
- Marco de política económica facilita la resiliencia de la economía chilena a *shocks* inevitables pero no esperados:
 - Política fiscal que ahorra ganancias transitorias nos deja mejor preparados para tiempos difíciles.
 - Política monetaria madura de metas de inflación con tipo de cambio flotante facilita el uso de PM contracíclica y el ajuste del tipo de cambio real.
 - Sistema financiero seguro y sólido.
- Compromiso del BCCh es estar vigilante y responder adecuadamente en la medida en que *shocks* inesperados se materialicen.



Riesgos económicos globales: Un mundo cada vez más pequeño

Vittorio Corbo L.
Presidente