



La Economía Chilena en el Escenario Económico Global

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile



Introducción

- La magnitud y profundidad de la actual crisis financiera es significativa. Los desarrollos recientes han cambiado drásticamente el panorama macroeconómico para la economía mundial y, también, para Chile.
- La actividad interna se verá afectada por el menor crecimiento mundial, pero al mismo tiempo se verá favorecida por menores presiones inflacionarias que permitirán una convergencia más rápida de la inflación a la meta.
- Chile está bien preparado para afrontar la crisis financiera internacional. Sólidas políticas macroeconómicas y un fuerte sistema financiero son elementos claves para ello.



Contenidos

- **Desarrollos del Escenario Internacional y su Impacto en Chile**
- **Escenario Actual y Perspectivas**

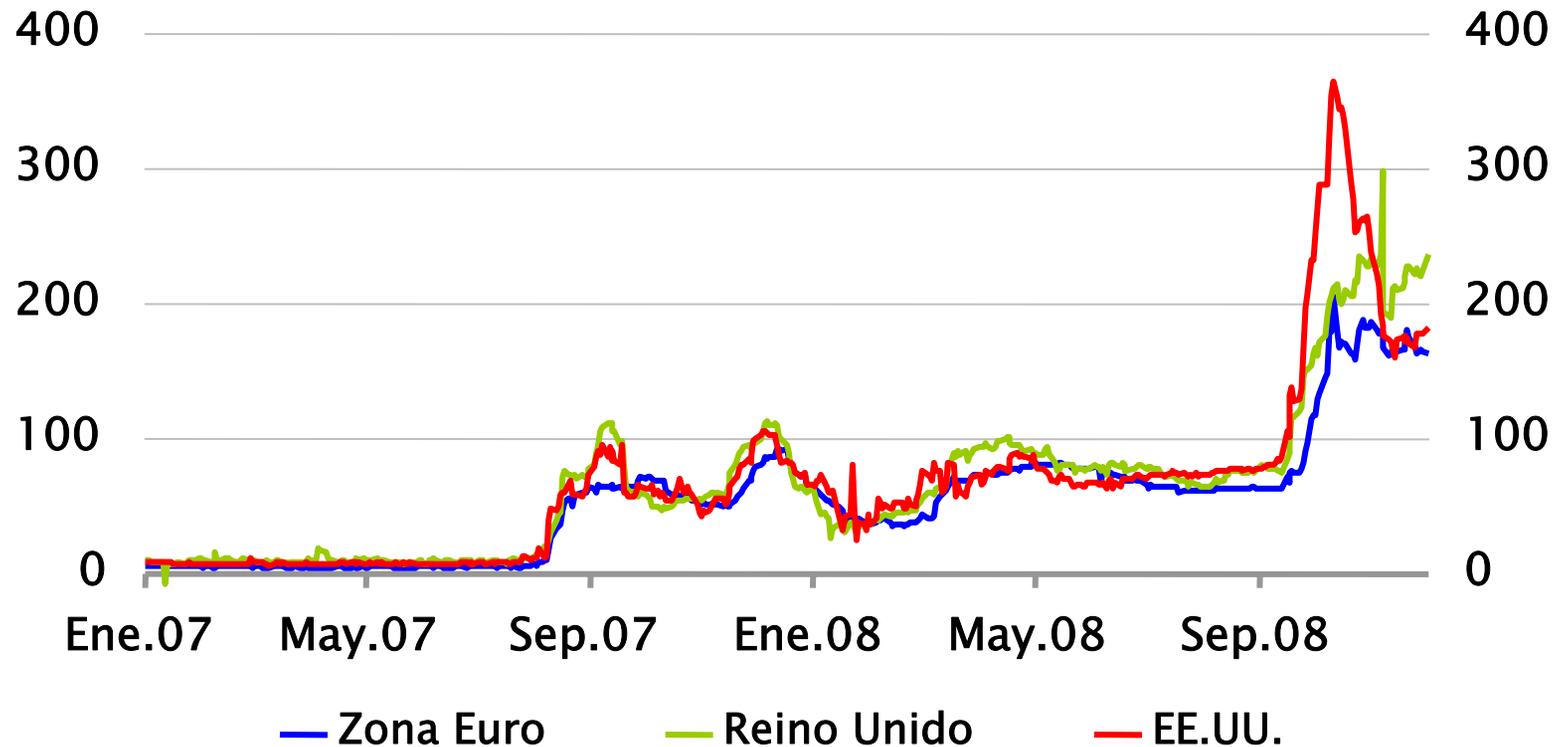


Desarrollos del Escenario Internacional y su Impacto en Chile



Las tensiones en los mercados financieros desarrollados se han reducido en lo más reciente, aunque aún persisten condiciones más restrictivas que a comienzos de septiembre.

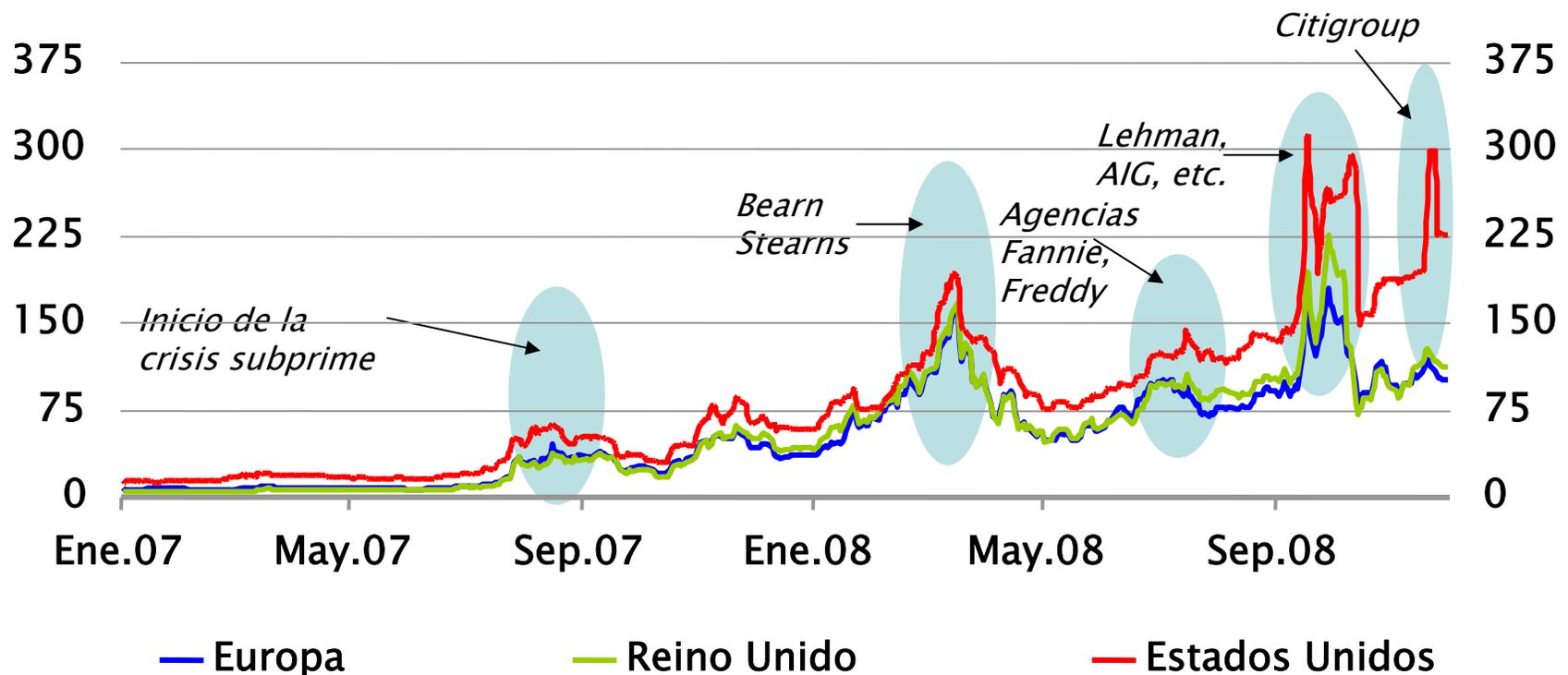
Spread Libor – OIS a 3 meses
(puntos base)





Las primas por riesgo de los bancos han caído, pero todavía hay dudas de la solvencia de algunas instituciones. La intervención de los gobiernos ha sido clave en dar mayor tranquilidad a los mercados.

Credit default swap spread de bancos (*)
(puntos base, valores diarios)



(*) *Credit Default Swap*: seguro de cobertura de no pago de deuda.

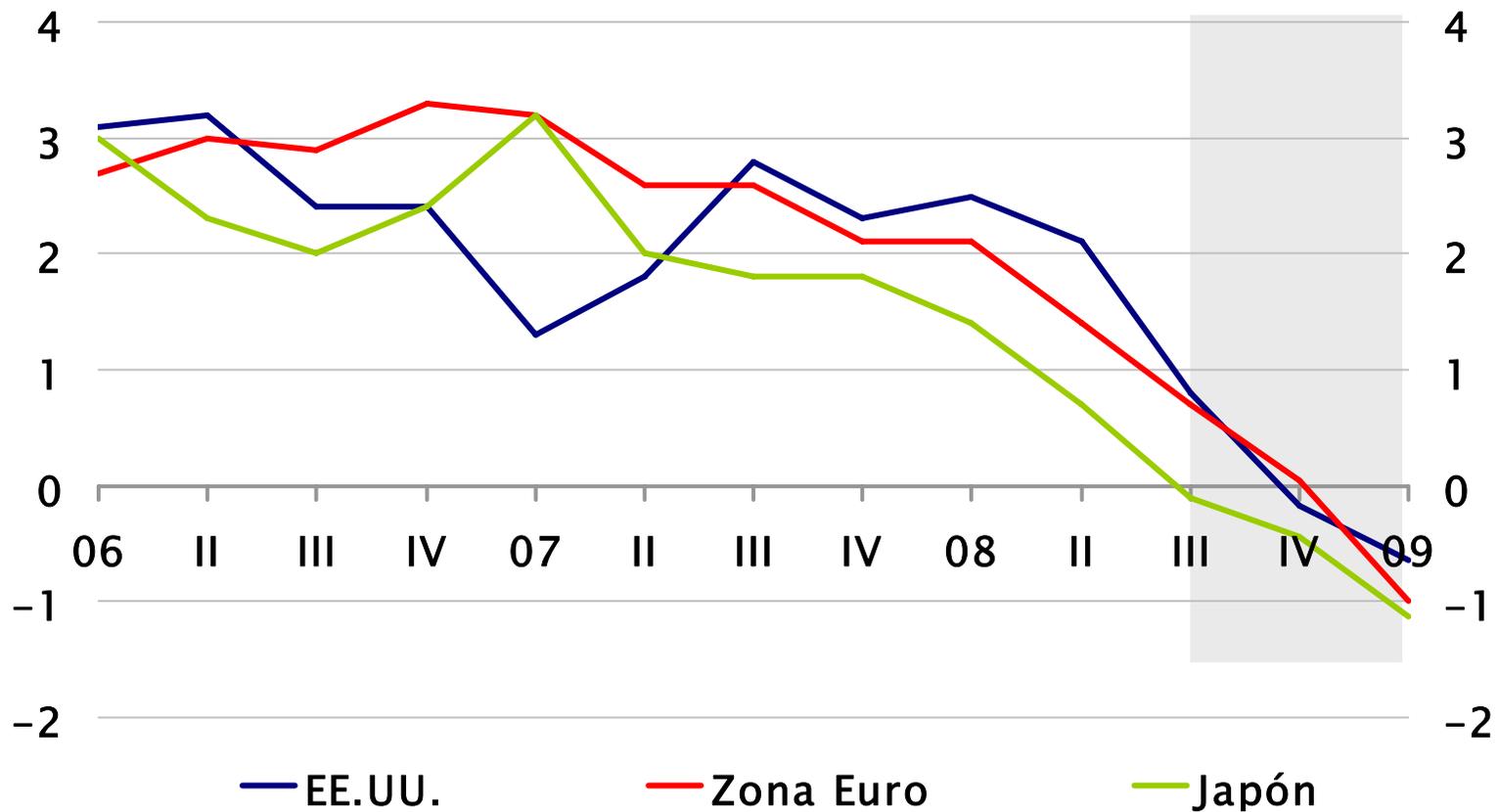
Nota: promedio simple de principales bancos. Estados Unidos incluye: Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan y Bank of America. Europa: BNP Paribas, Société Générale, Deutsche Bank y UBS AG. Reino Unido: HSBC Bank, Barclays Bank, Lloyds TSB Bank y Royal Bank Scotland.

Fuentes: Bloomberg y Morgan Stanley Capital International.



Los efectos en el sector real de la crisis financiera comienzan a verse, con varias economías desarrolladas que ya se encuentran en recesión.

PIB economías desarrolladas
(variación real anual, porcentaje)



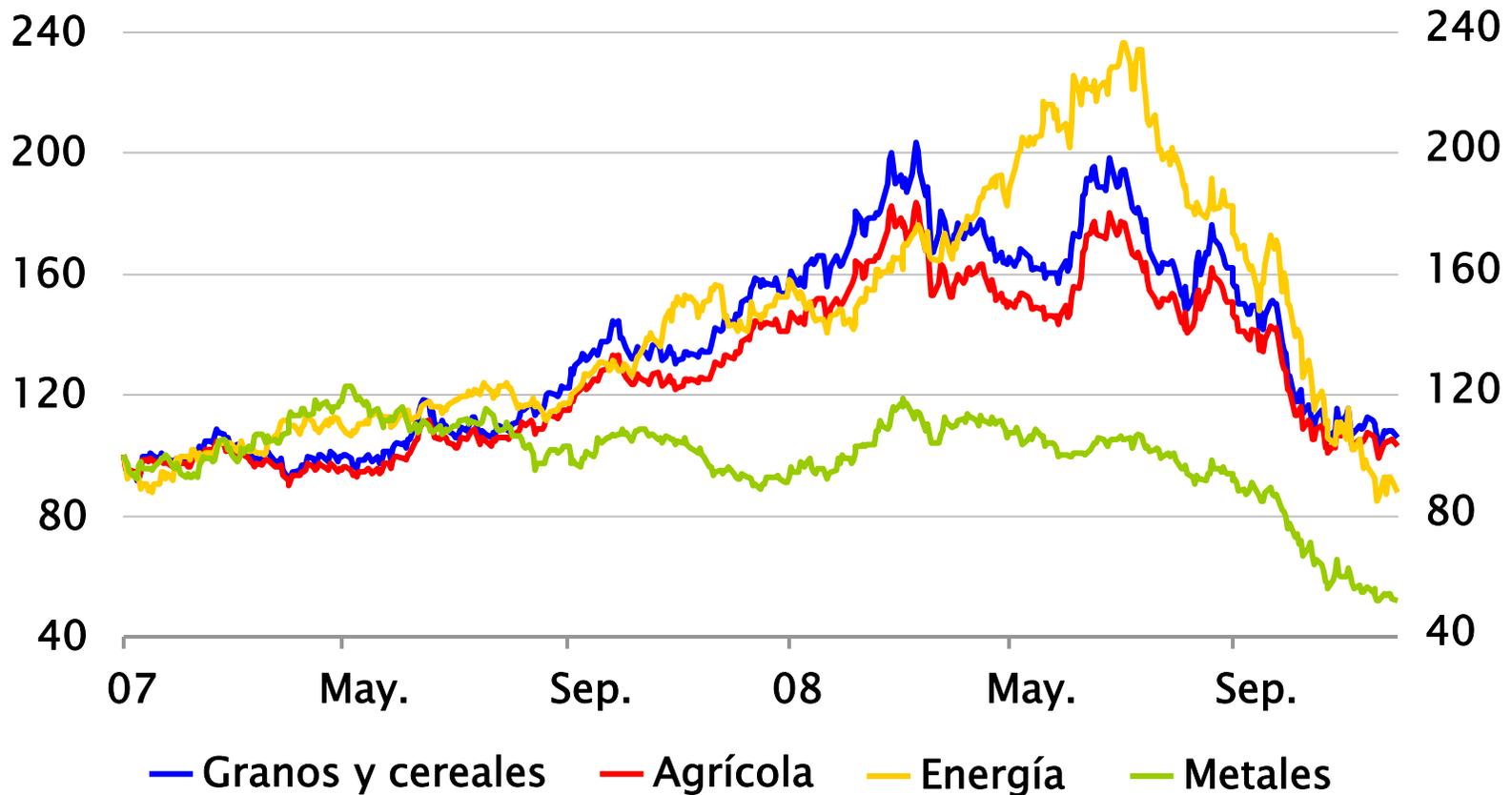
Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecast y Fondo Monetario Internacional.



Esta caída en la actividad de las economías desarrolladas, junto con los menores precios de los *commodities*, han reducido las presiones inflacionarias.

Índice de precios de *commodities* Goldman Sachs

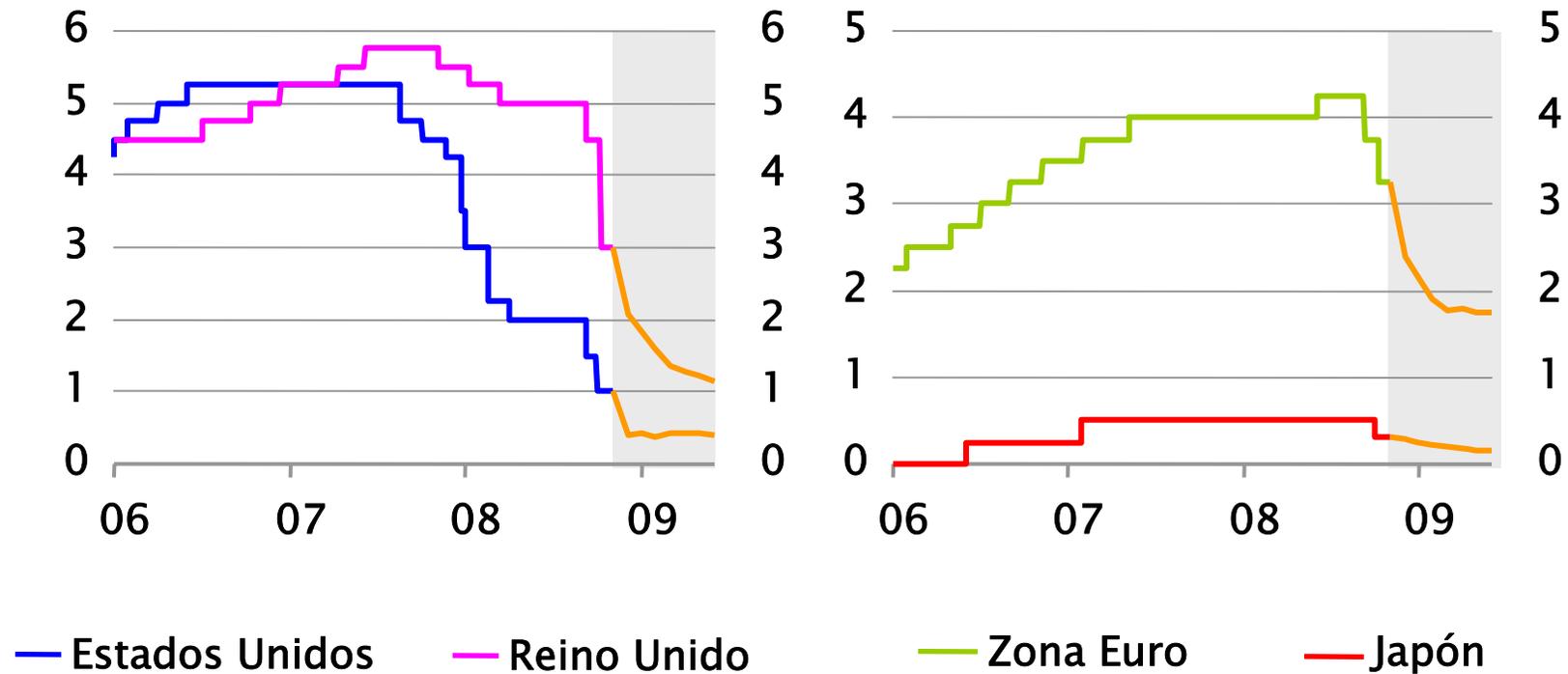
(índice 02.01.07=100)





Los gobiernos y los bancos centrales de las economías desarrolladas han reaccionado con fuertes medidas de política económica.

Expectativa de cambio en TPM (*)
(porcentaje)



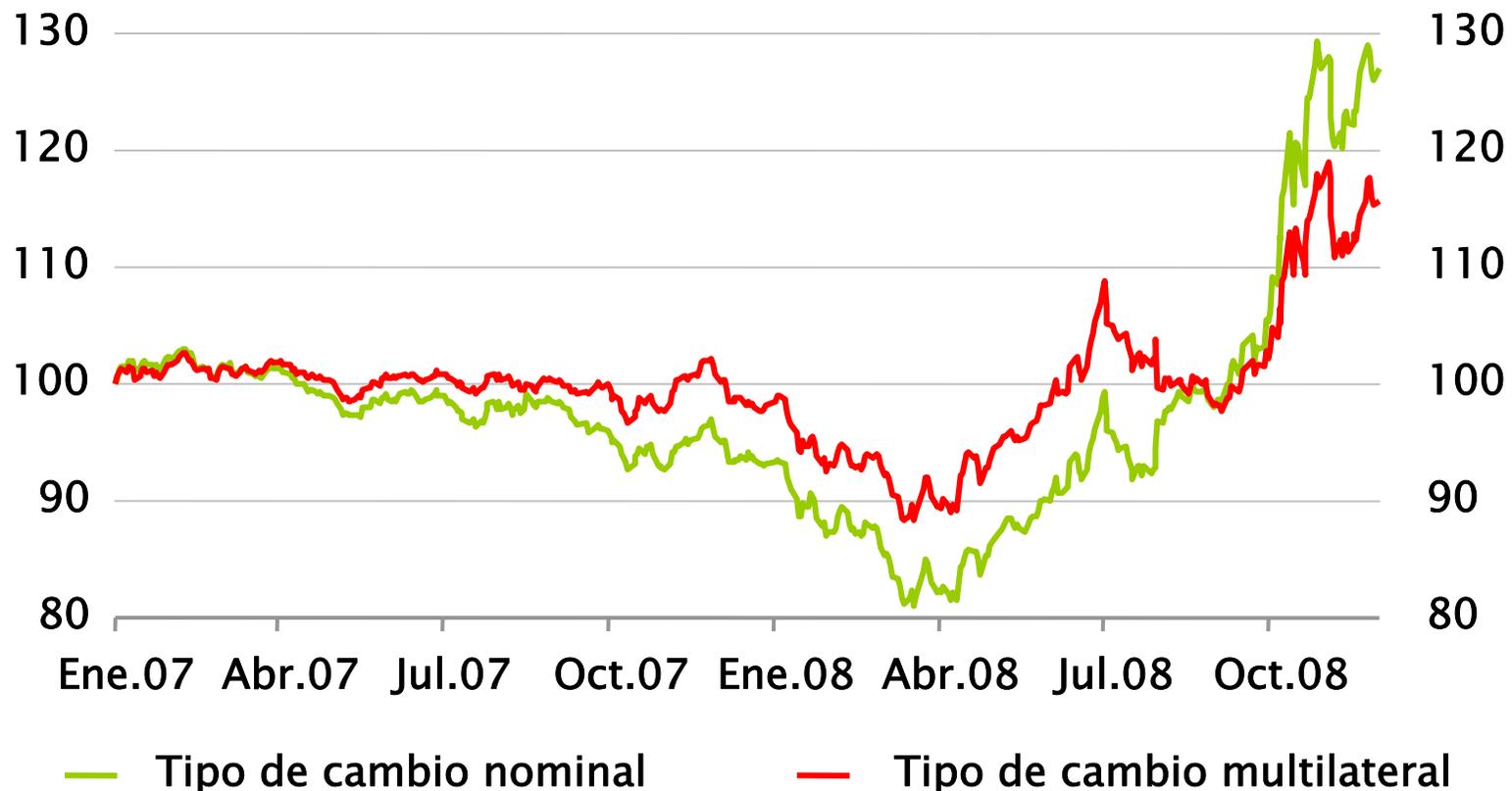
(*) Elaborado por el Banco Central de Chile en base a futuros de tasa de interés. Valores *spot* al 01 de diciembre.

Fuente: Bloomberg.



Internamente, el principal ajuste se ha dado en la significativa depreciación del peso: 30% desde comienzos de septiembre.

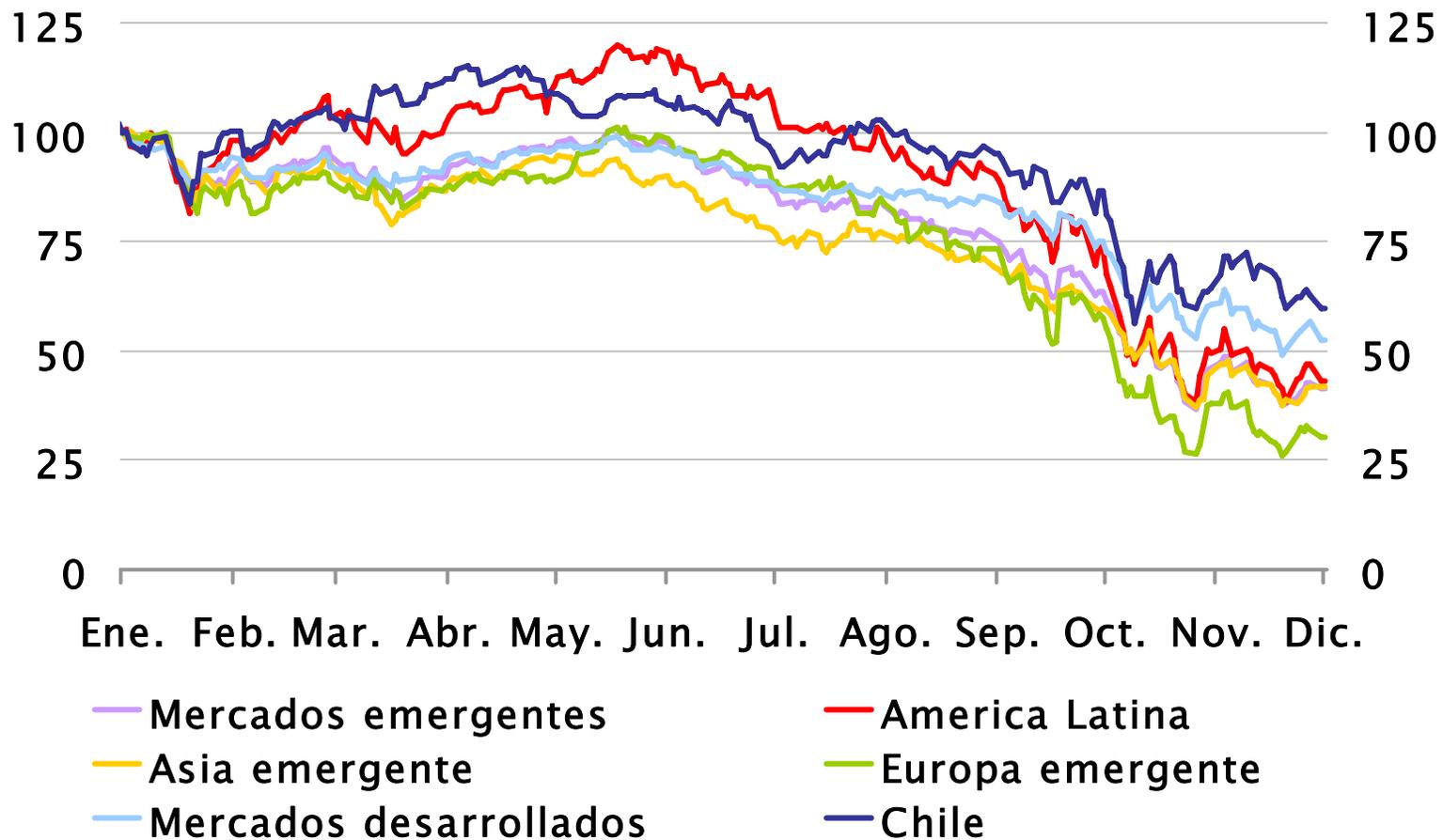
Tipo de cambio nominal
(índice, 02.01.2007=100)





La bolsa local también ha recibido parte del impacto, pero su caída ha sido comparativamente menor que en otras economías.

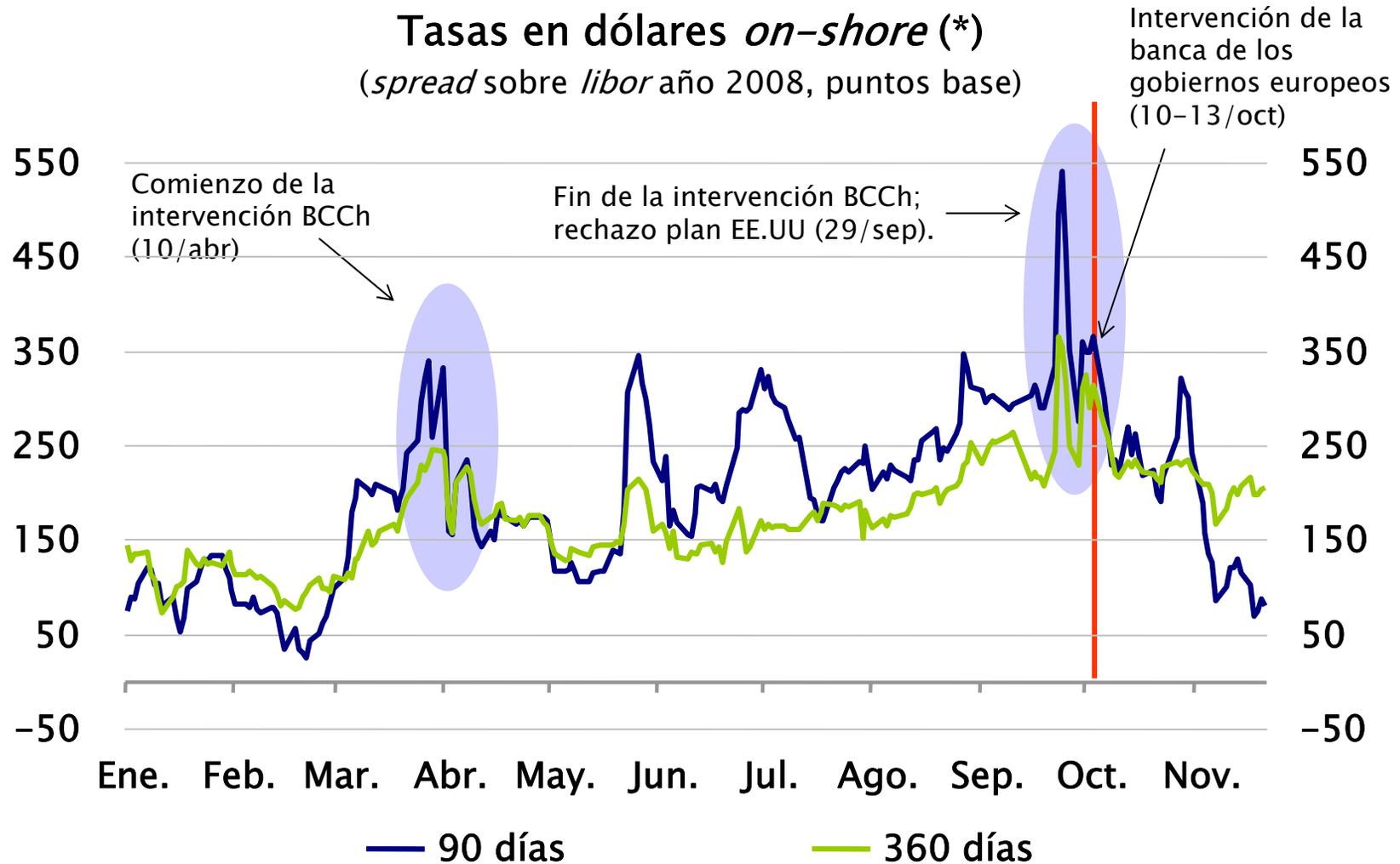
Índices bursátiles
(02.01.08=100, año 2008)



(*) Corresponde al índice MSCI para cada conjunto de países.
Fuente: Bloomberg.



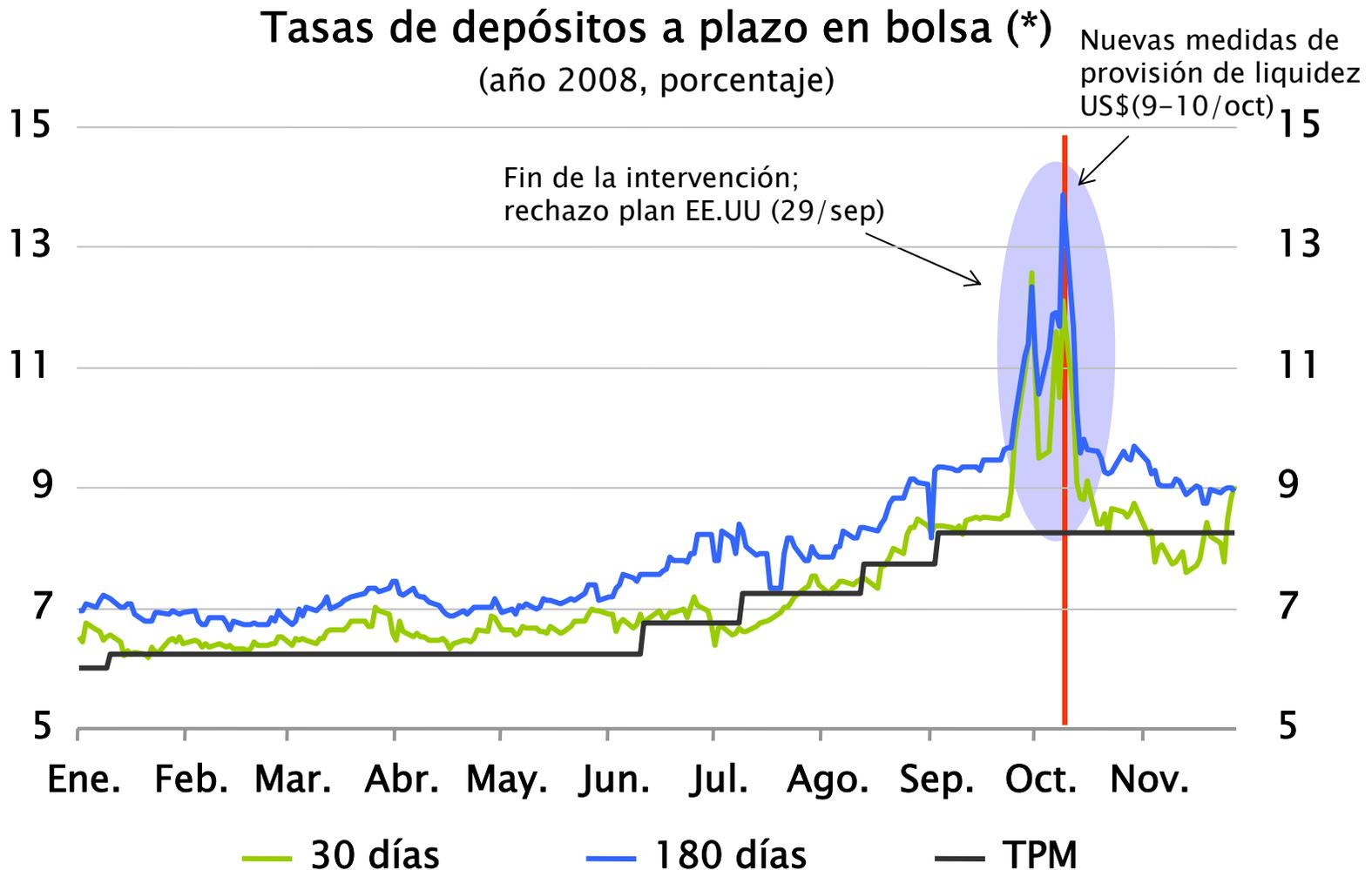
Los mercados monetarios estuvieron bajo tensión entre fines de septiembre y comienzos de octubre, pero hoy ya funcionan con normalidad.



(*) La línea roja indica el 10 de octubre de 2008.
Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.



En ese período el Banco tomó diversas acciones para asegurar el normal funcionamiento de los mercados y la provisión de liquidez.

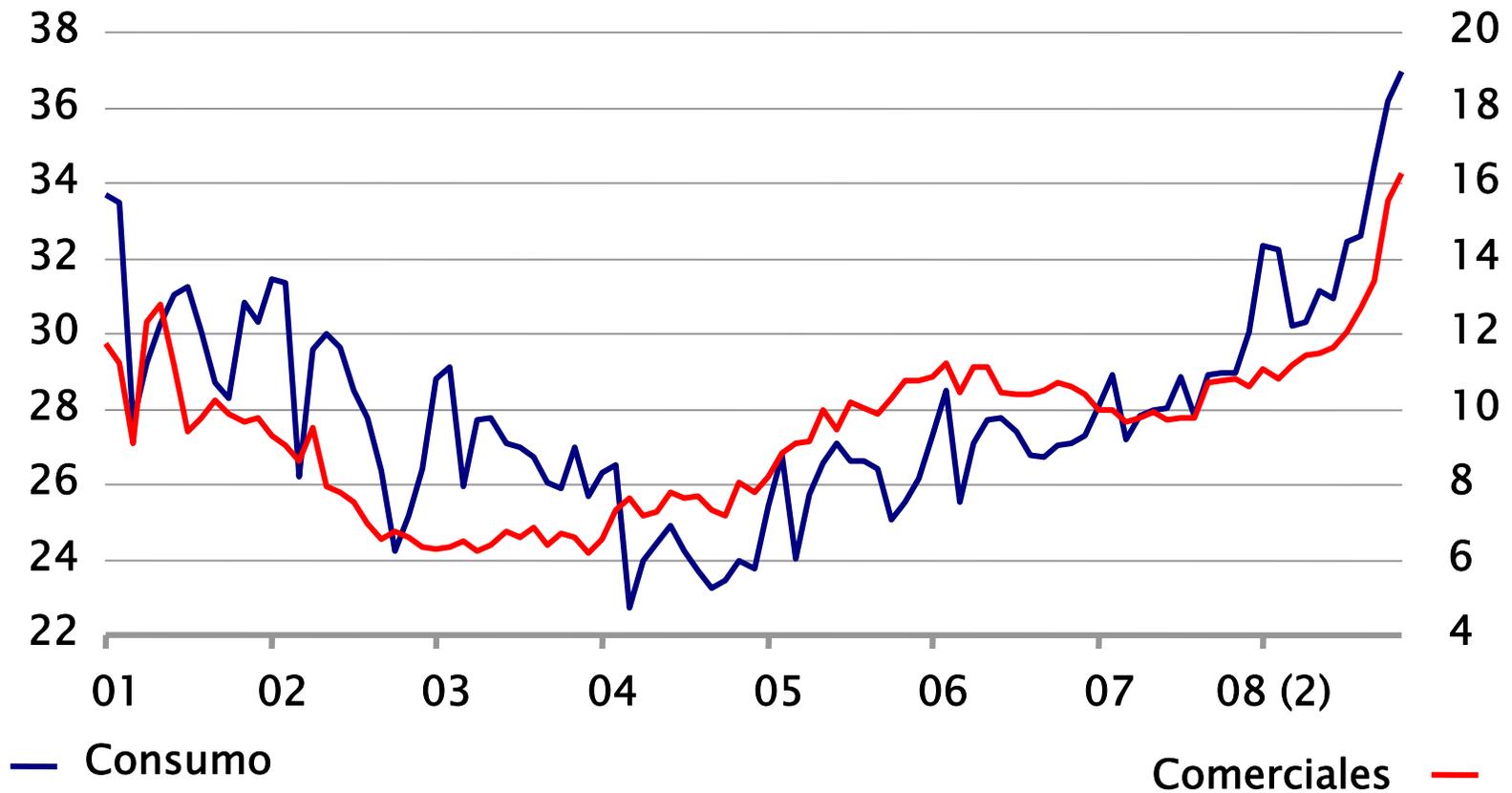


(*) La línea roja indica el 10 de octubre de 2008.
Fuente: Banco Central de Chile.



Con todo, la mayor percepción de riesgo y el deterioro de las perspectivas sobre la economía han estrechado las condiciones crediticias.

Tasas de interés de colocación en pesos (2)
(porcentaje)



(1) Tasa promedio ponderada.
(2) Considera datos provisorios a noviembre.
Fuente: Banco Central de Chile.



A pesar de un ajuste sano en términos generales a las recientes turbulencias, el mercado local no se ha mantenido totalmente inmune

- La evaluación es que más que un corte concreto en el acceso al crédito externo, las tensiones en el mercado local fueron provocadas por el temor a un repentino cese en el financiamiento externo al sistema bancario y potencialmente al sector corporativo, llevando a un elevado aumento en la demanda por liquidez de bancos y empresas.
- El Banco anunció un conjunto de medidas de forma de asegurar que proveerá la liquidez en pesos y dólares necesaria para el normal funcionamiento del sistema financiero.
- El sector público anunció un monto de depósito único por US\$ 700 millones al sector bancario, licitados por el BCCh como agente fiscal.
- No toda la liquidez en dólares ha sido demandada. Esto es señal de que Chile aún mantiene un normal acceso a financiamiento externo.



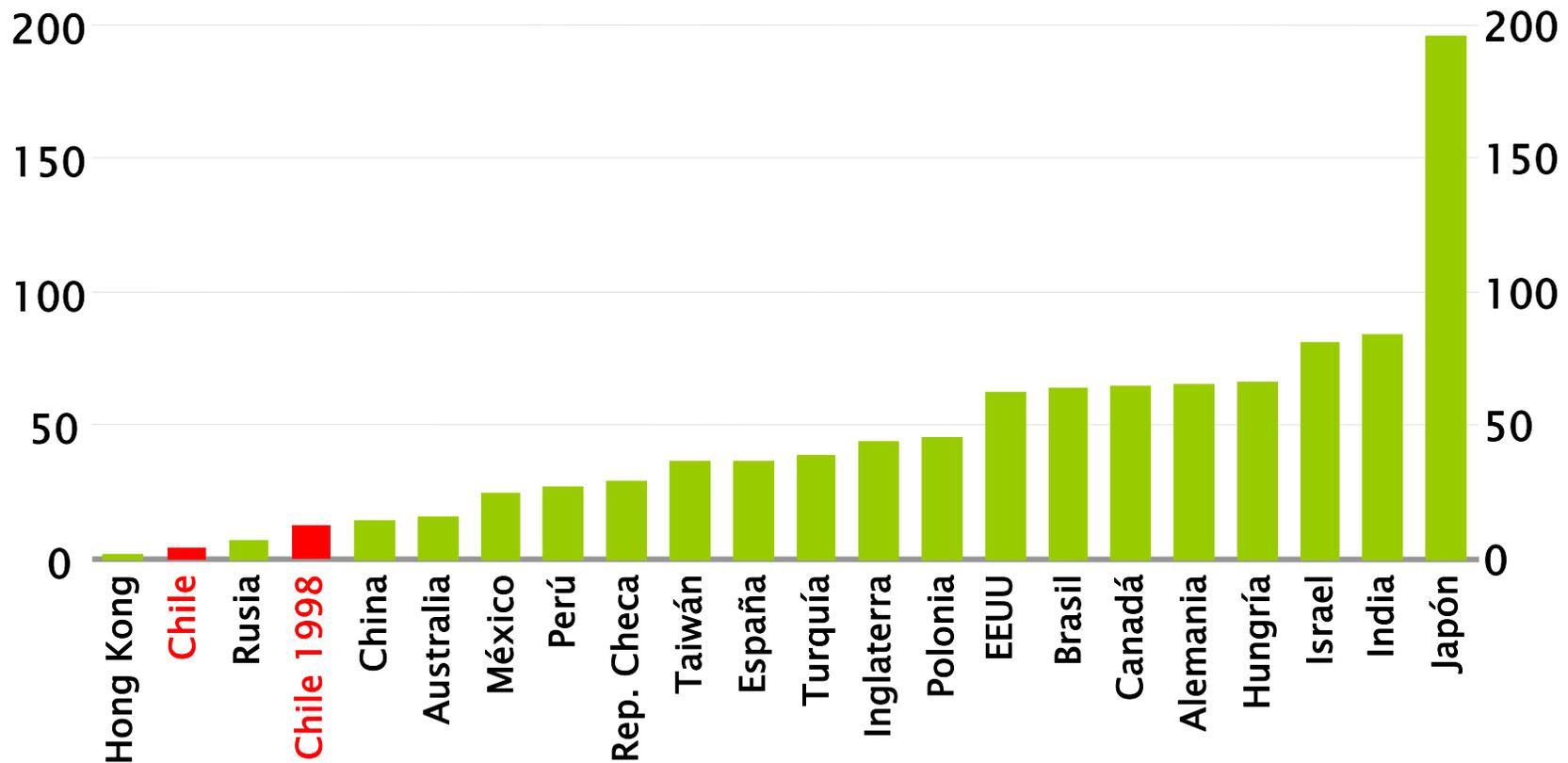
Chile no es inmune a los acontecimientos financieros externos, pero tenemos la convicción de que superará muy bien su impacto.

- El deterioro del escenario económico global es drástico y los efectos de ello en las economías emergentes aún no es posible de dilucidar con total claridad.
- Sin embargo, el esquema macroeconómico construido a mediados de los '80 y consolidado a fines de los '90 ha sido crecientemente efectivo para enfrentar *shocks* externos y proveer estabilidad macroeconómica.
- Los principales elementos son:
 - Política fiscal responsable y predecible que garantiza la solvencia del sector público y suaviza el gasto de los ingresos del cobre. Una política varias veces cuestionada por ser demasiado estricta está demostrando sus méritos;
 - Política monetaria conducida por un Banco Central independiente con un régimen de metas de inflación y tipo de cambio flexible;
 - Creciente apertura comercial que permite la diversificación de mercados importados y exportados;
 - Un sistema financiero sólido, con bancos competitivos y bien capitalizados, con una apropiada regulación y supervisión.



La regla de superávit estructural ha permitido al Fisco generar superávit de los mayores ingresos del cobre y reducir su deuda.

Deuda del gobierno general 2007 (*)
(porcentaje del PIB)

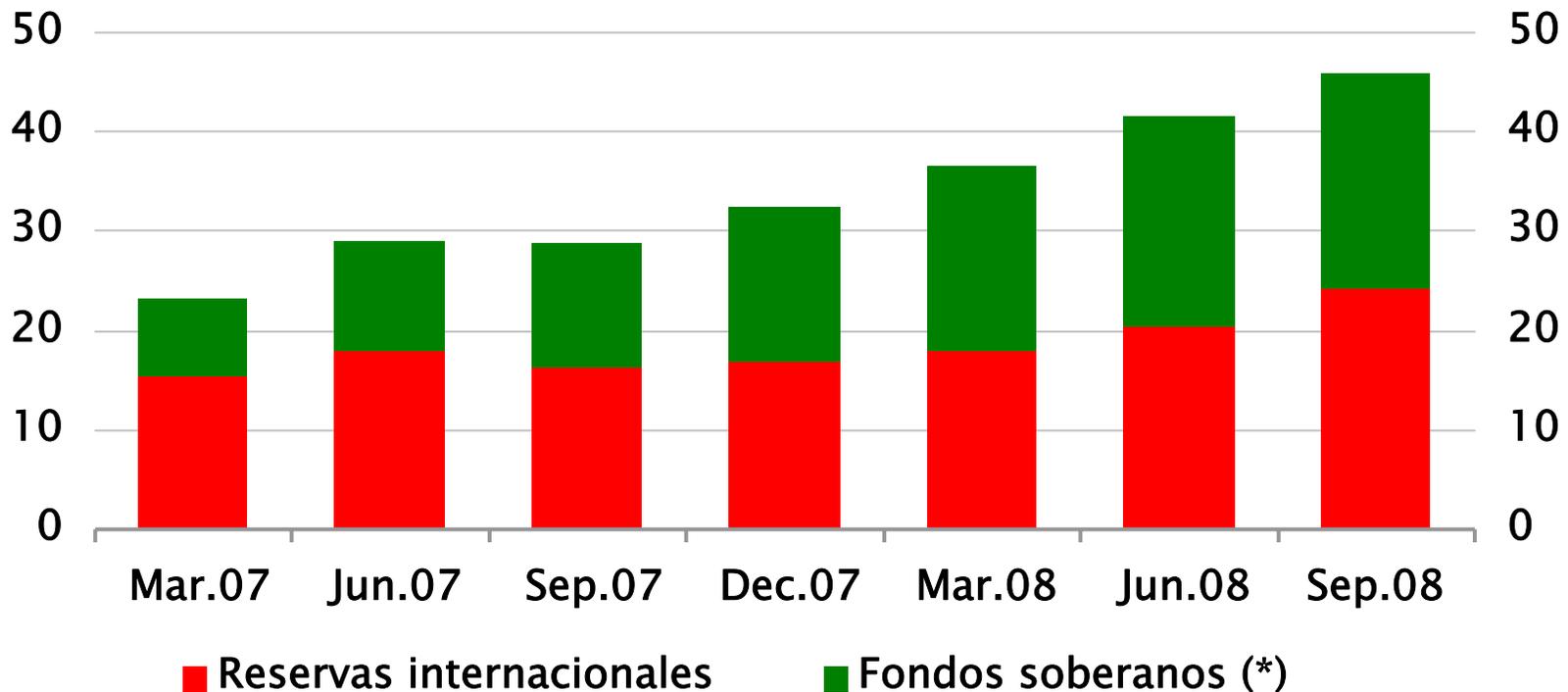


(*) Corresponde a la deuda bruta.
Fuente: Moody's Statistical Handbook 2008.



Junto con ello, los activos en moneda extranjera del Banco Central y del Gobierno han crecido 59% anual a septiembre, alcanzando US\$46.000 millones.

Reservas internacionales netas y fondos soberanos
(miles de millones de dólares)

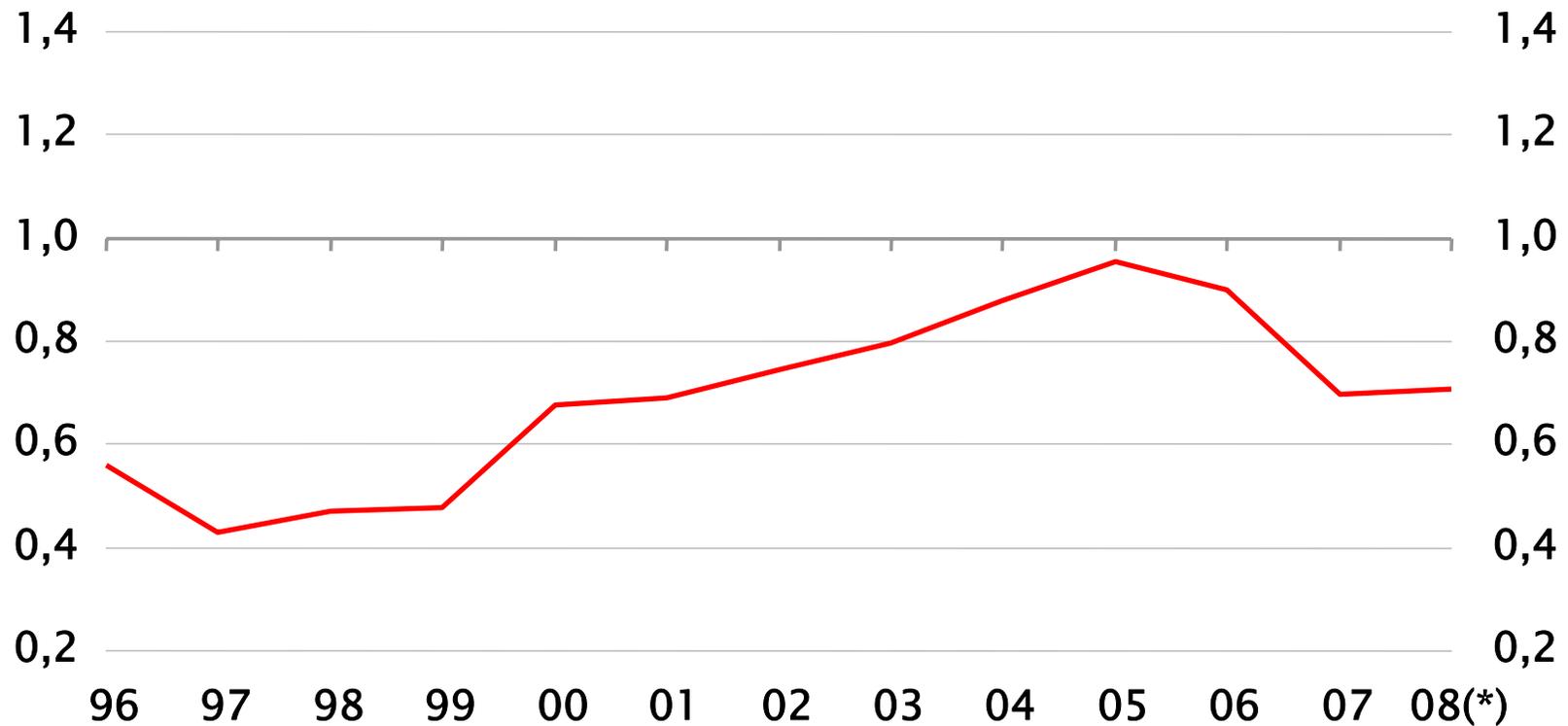


(*) Considera el Fondo de Reserva de Pensiones y el Fondo de Estabilización Económica y Social.
Fuentes: Banco Central de Chile y Ministerio de Hacienda.



El valor de la deuda externa de corto y largo plazo que vence en un año es menor que los fondos acumulados en moneda extranjera.

Deuda externa bruta residual de corto plazo/reservas y FS
(razón)



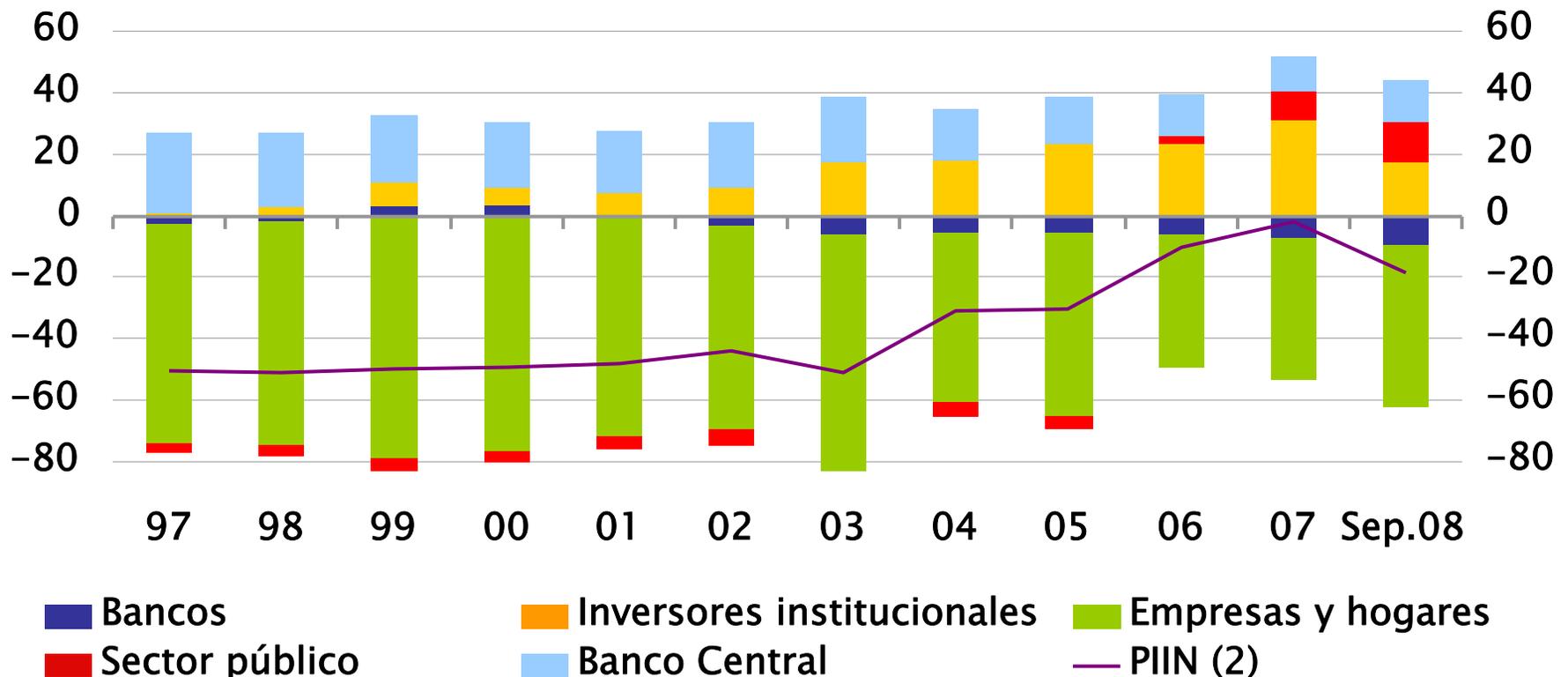
(*) A septiembre del 2008.

Fuentes: Banco Central de Chile y Ministerio de Hacienda.



La posición de inversión internacional neta de la economía es visiblemente fuerte, gracias a la acumulación de reservas, ahorro público y la diversificación de los fondos de pensiones al exterior.

Posición de inversión internacional neta (1)
(porcentaje del PIB)



(1) PIB a tipo de cambio real constante (índice base septiembre 2008=100).

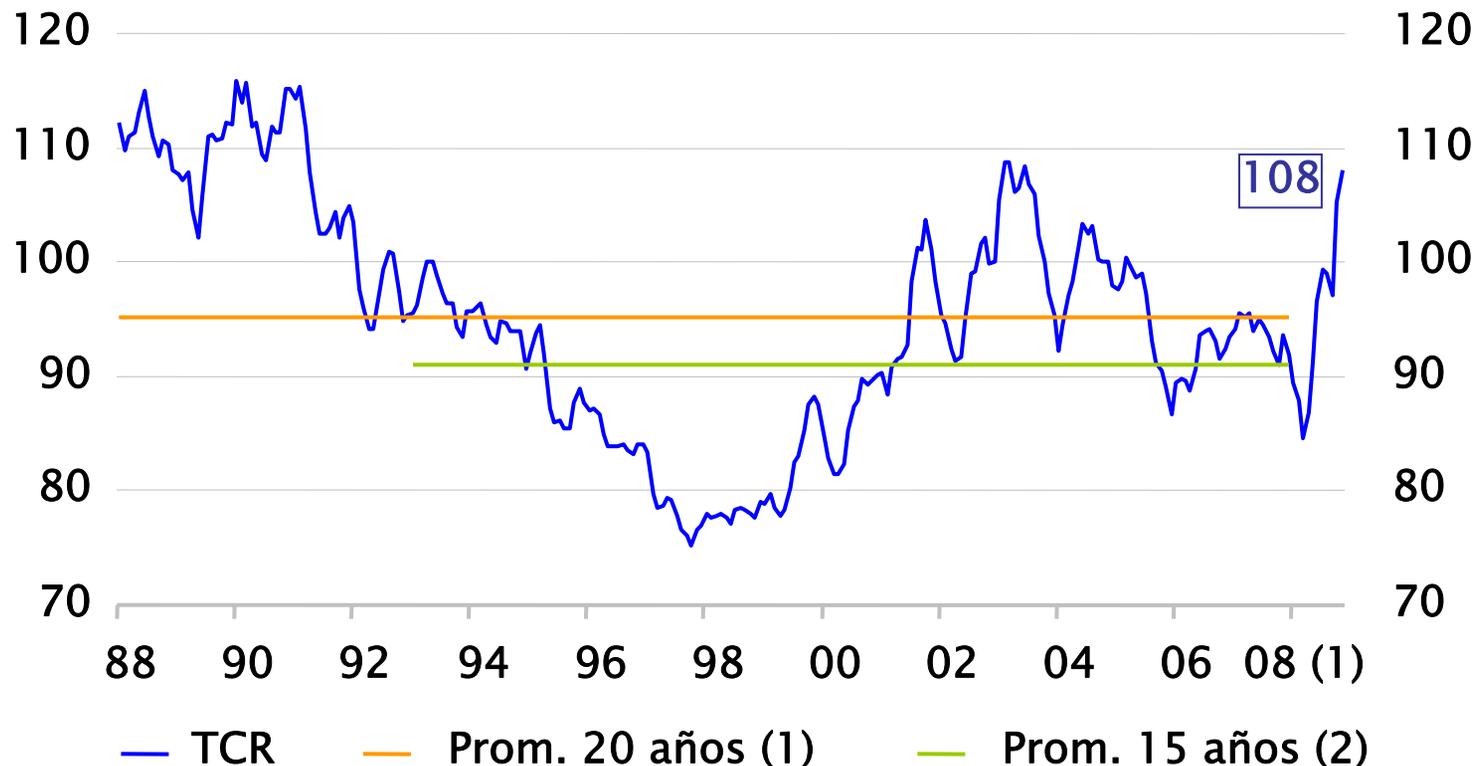
(2) Posición de inversión internacional neta.

Fuente: Banco Central de Chile.



Al contrario de episodios anteriores, el tipo de cambio ha hecho gran parte del ajuste, sin que se perciban efectos financieros relevantes.

Tipo de cambio real (TCR)
(índice 1986=100)



(1) Considera datos estimados a noviembre.

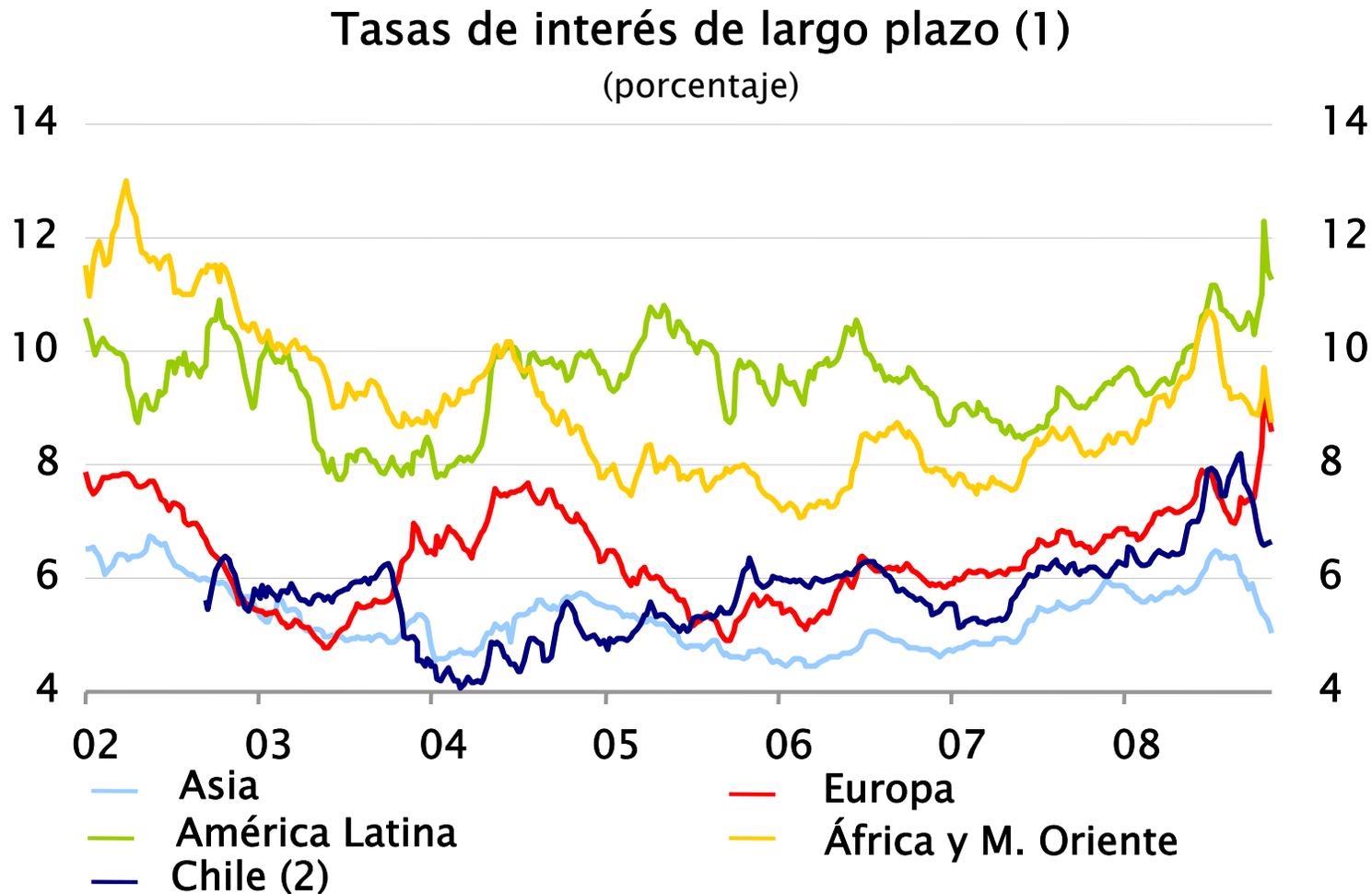
(2) Corresponde al promedio enero de 1988 a diciembre del 2007.

(3) Corresponde al promedio enero de 1993 a diciembre del 2007.

Fuente: Banco Central de Chile.



A diferencia de otras economías, las tasas de interés han disminuido ante el deterioro previsto de la actividad y las menores presiones inflacionarias.



(1) Corresponde al Government Bond Index–Emerging Markets (GBI–EM) de JP Morgan.

(2) Corresponde a la tasa del BCP–5.

Fuente: Bloomberg.



Chile aprendió las lecciones del pasado, y construyó un sólido sistema financiero. Los negocios de la banca en otros países no son posibles en Chile.

- La Ley General de Bancos que se promulgó después del colapso económico y bancario de 1982, aunque con varios cambios en el tiempo, tiene características básicas que garantizan el desarrollo de un sistema bancario dinámico y sólido en el contexto de una adecuada regulación prudencial.
- Las hipotecas originadas en Chile están adecuadamente reguladas. La responsabilidad del deudor no se limita al valor de la garantía.
- Los créditos para la vivienda tienen, comparativamente, una menor participación en la cartera de colocaciones (cerca de 50% en EE.UU. v/s 22% en Chile).
- Existe una escasa participación de entidades no reguladas por el supervisor bancario en el otorgamiento de créditos para la vivienda (más del 50% en EE.UU. v/s 13% en Chile).



Existen diferencias en la regulación y la práctica de la industria que distinguen al sistema bancario local.

- Mercado de bonos securitizados más convencional y menos profundo.
- Más del 50% de los créditos a la vivienda en EE.UU. son securitizados v/s poco más del 1% en Chile.
- La SVS mantiene un registro detallado de cada uno de los bonos securitizados que respaldan los créditos hipotecarios.
- La práctica de la industria local es respaldar estos bonos exclusivamente con mutuos endosables (que operan bajo un marco regulatorio más estricto), aunque la regulación vigente permite mutuos hipotecarios no endosables.

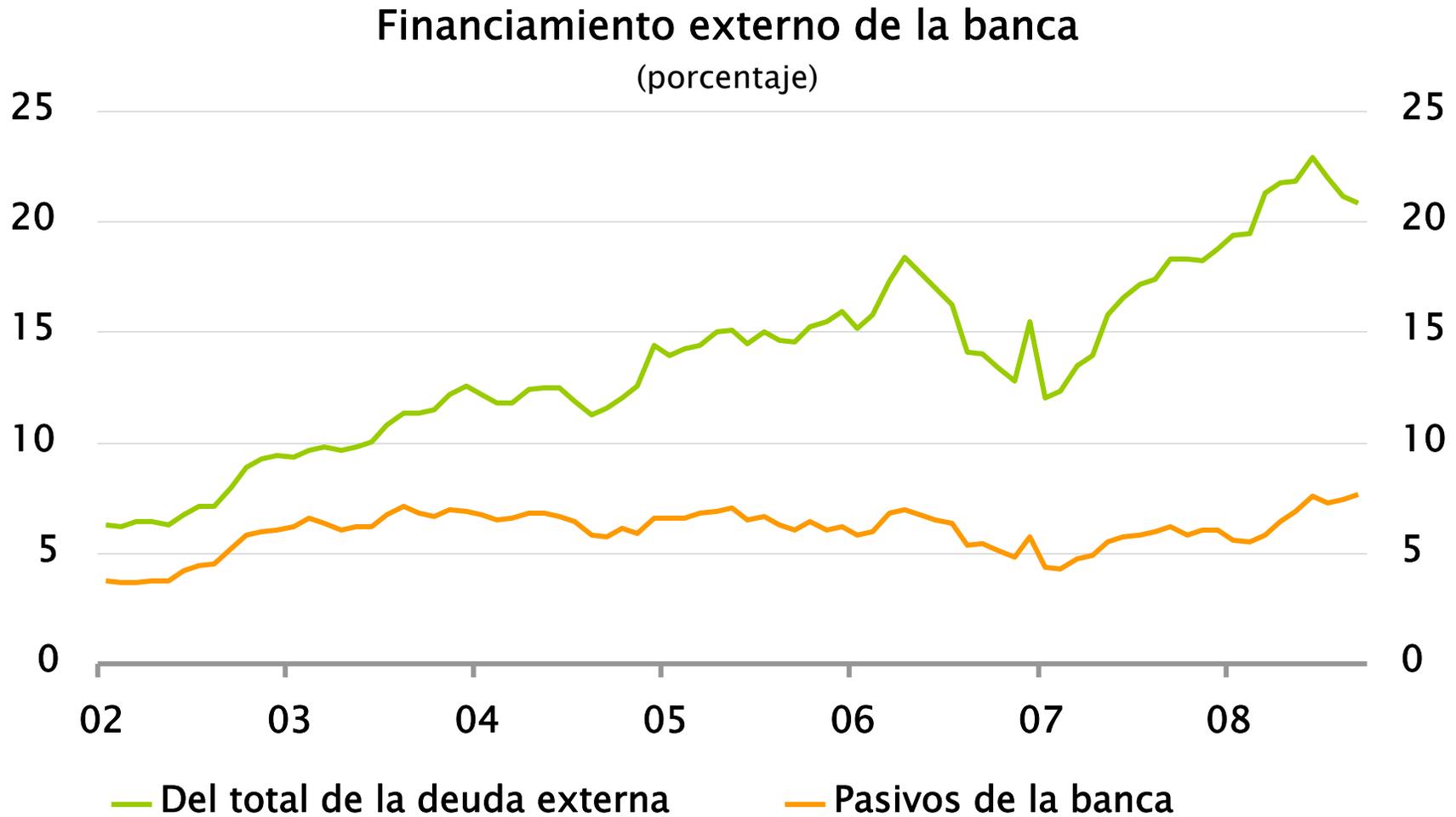


En Chile ha predominado un modelo de banca tradicional.

- La colocaciones representan el 70% de los activos del sistema, originadas y administradas dentro del balance y con bajos niveles de morosidad.
- La cartera de instrumentos financieros es un porcentaje bajo de los activos totales del sistema y se limita a productos tradicionales (14% en Chile v/s 23% para la banca comercial en EE.UU.)
- La securitización del riesgo de crédito está restringida y se mantiene en el balance. El Banco Central regula los bonos garantizados por hipotecas (límite máximo de préstamo a valor es de 75%).
- Los bancos pueden mantener posiciones solo en determinados contratos de derivados. Derivados de crédito no están autorizados. Para entrar en contratos de derivados de divisas o de tasas de interés las instituciones requieren un exhaustivo proceso de autorización de la SBIF.
- El costo de capital de una posición en divisas no cubierta es alta, y los bancos están obligados a evaluar los riesgos de divisas de sus clientes corporativos.



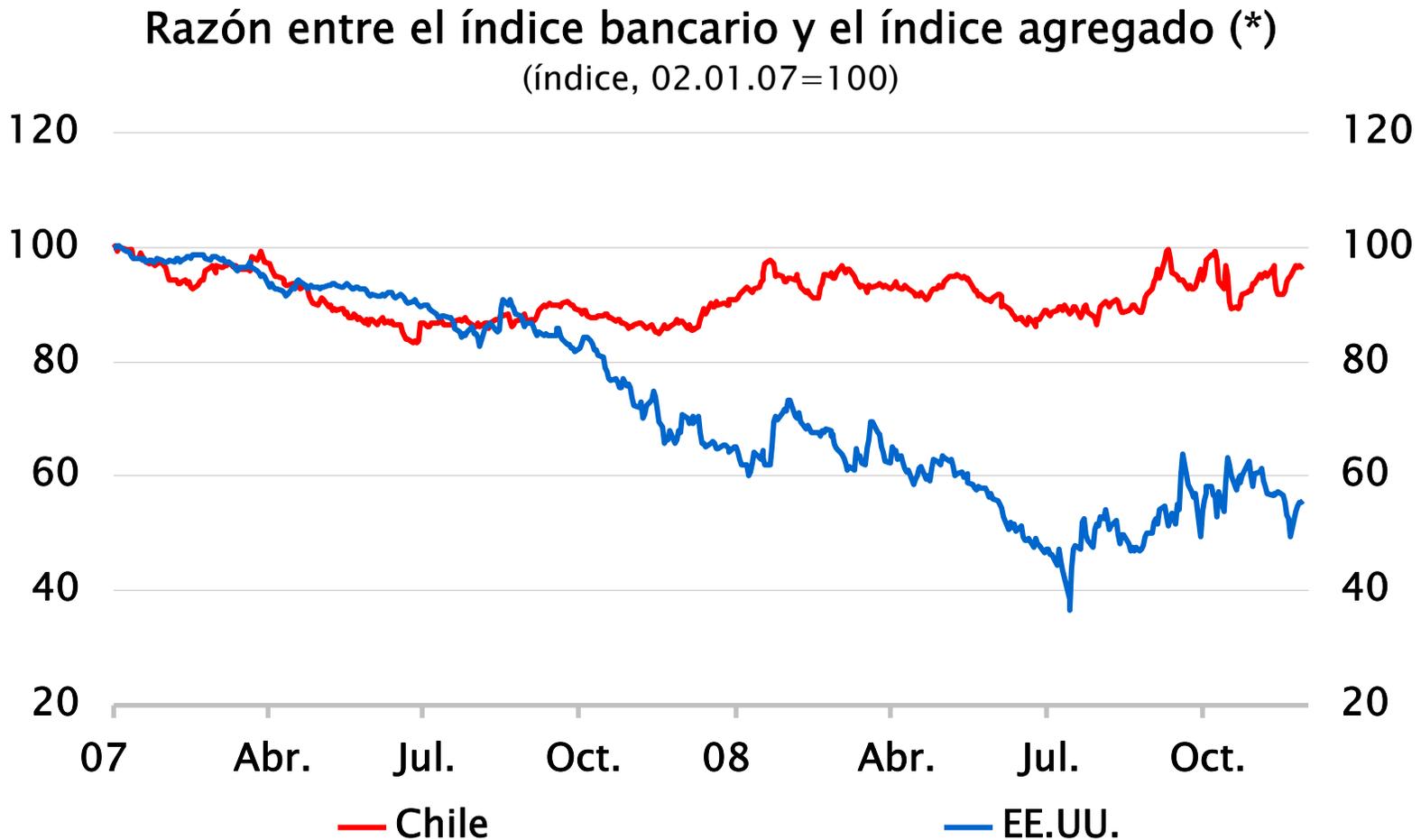
La dependencia del sector bancario del financiamiento externo es relativamente baja. La mayor parte de la deuda externa es a largo plazo y en manos de empresas no financieras.



Fuente: Banco Central de Chile.



La mejor posición relativa se refleja en que la valoración de mercado de los bancos locales no ha sufrido tanto como en las economías desarrolladas.



(*) Corresponde a la razón entre el índice bursátil de la banca/ índice bursátil total: S&P 500 para USA e IPSA para Chile.

Fuentes: Bloomberg y Banco Central de Chile.

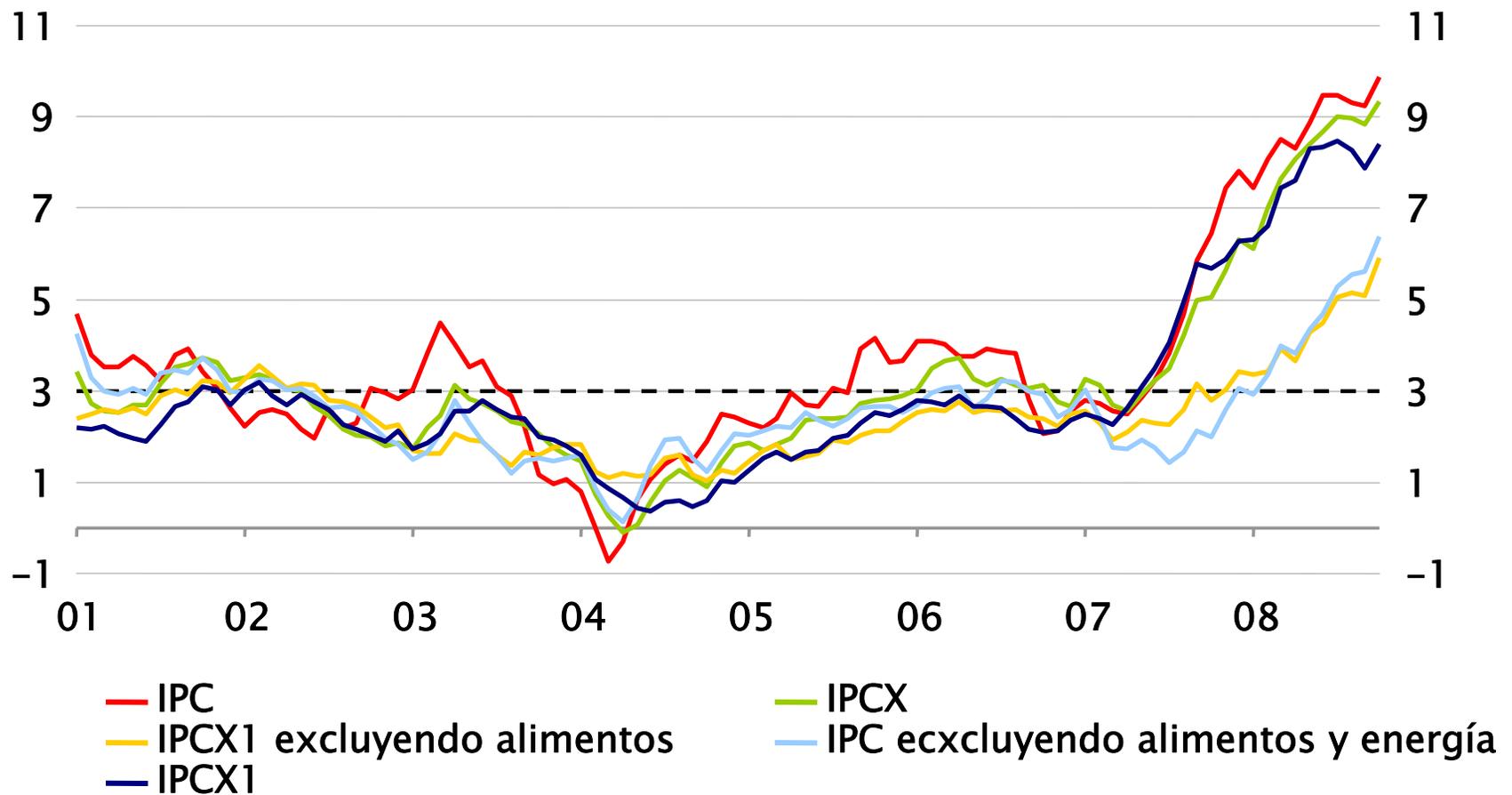


Escenario Actual y Perspectivas



Internamente, la inflación sigue siendo un problema importante, llegando a 9,9% en octubre, muy por sobre la meta de 3%.

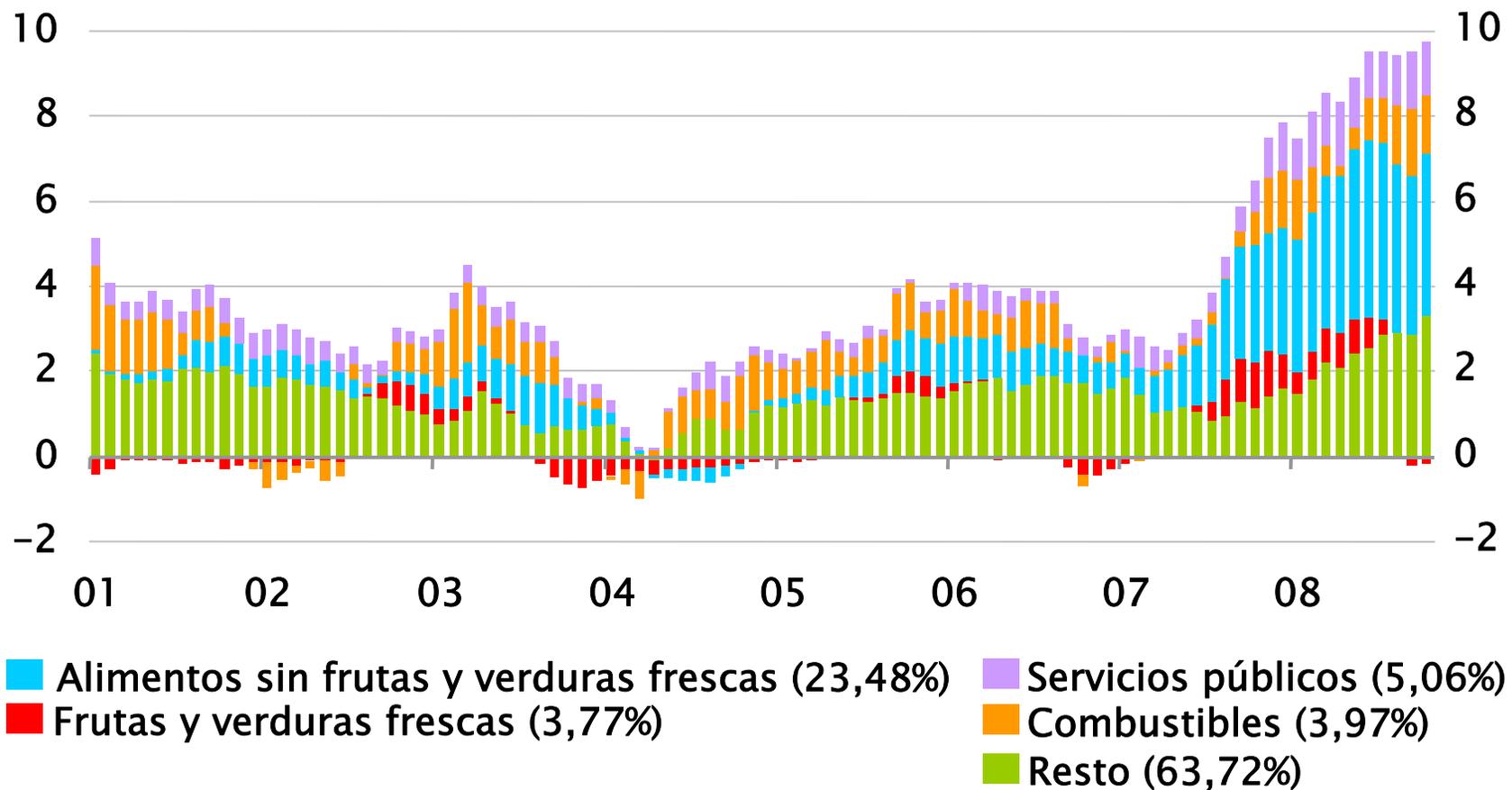
Indicadores de inflación
(variación anual, porcentaje)





La dinámica inflacionaria de los últimos meses ha estado determinada por la propagación de la inflación hacia otros precios.

Incidenias en la inflación anual del IPC (puntos porcentuales)

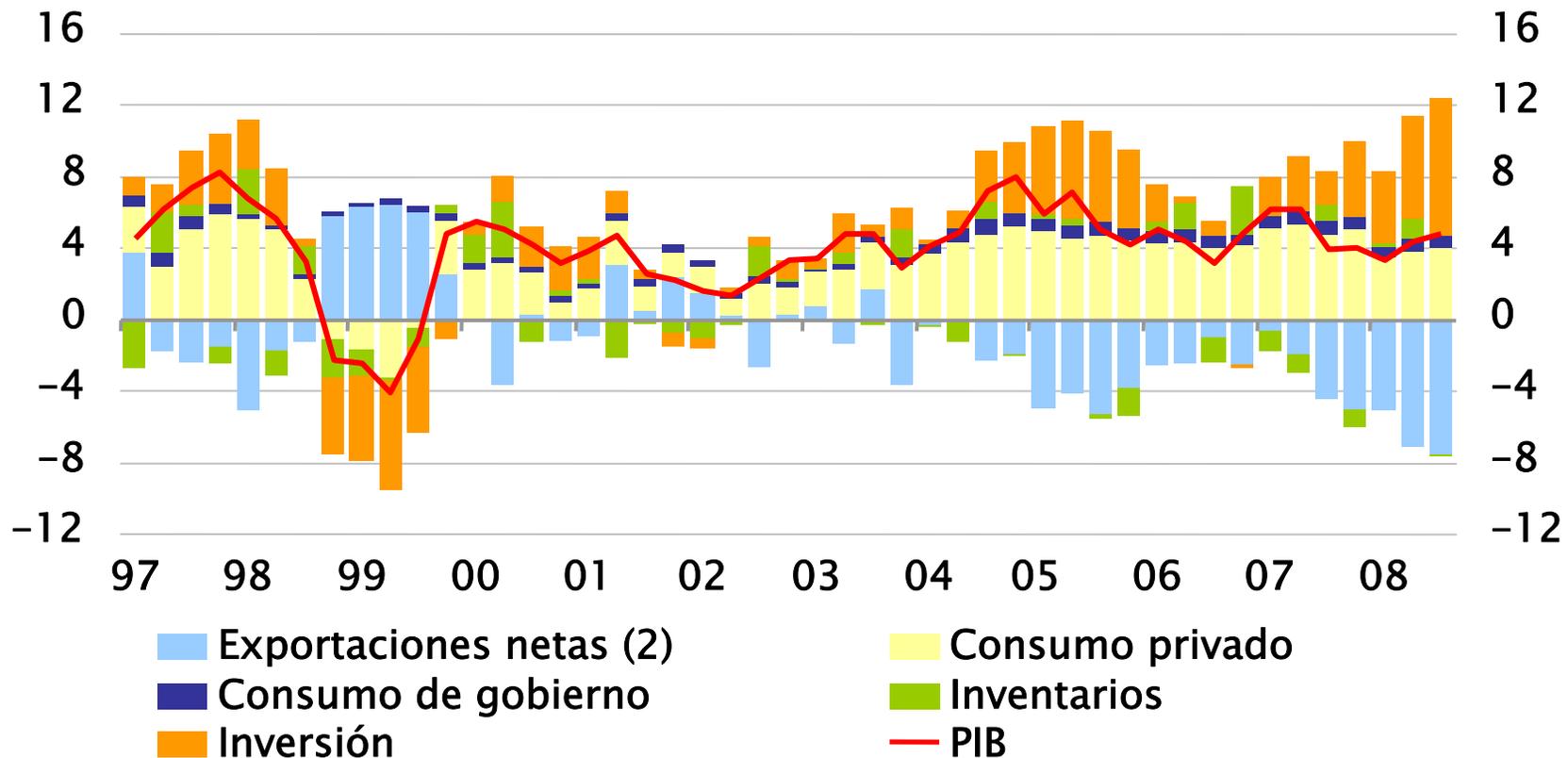


Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Al cierre del tercer trimestre el PIB creció 4,8% anual, con un aumento significativo de la demanda interna y en especial de la inversión: 30% anual

PIB y demanda interna (1)
(variación anual; puntos porcentuales)



(1) El PIB para el tercer trimestre corresponde al promedio de los Imacec del período.

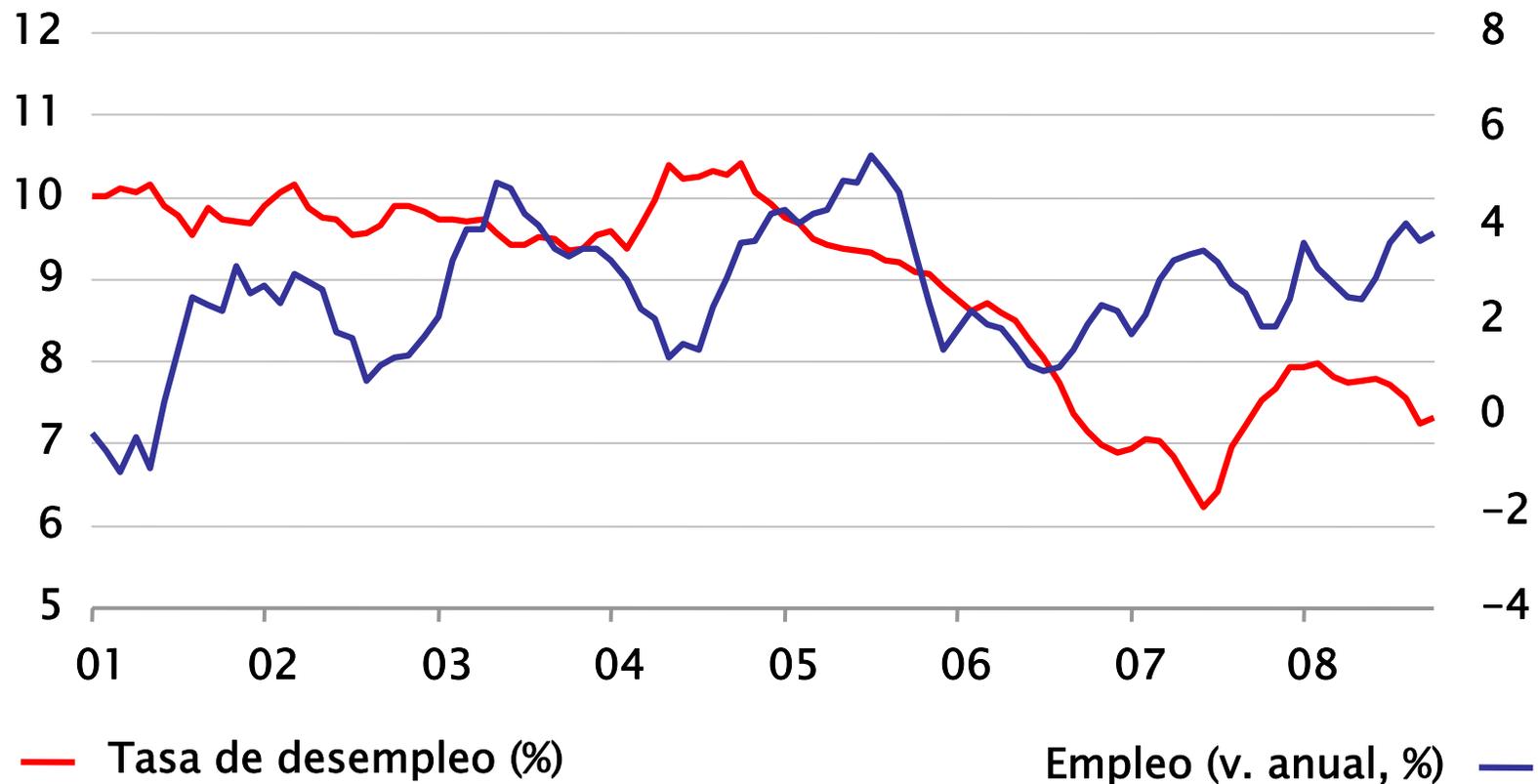
(2) Bienes y servicios exportados menos bienes y servicios importados.

Fuente: Banco Central de Chile.



El mercado laboral, en tanto, muestra a octubre cifras positivas, con una alta creación de empleo y un desempleo estable por varios meses.

Empleo nacional y tasa de desempleo
(porcentaje)



(*) Serie desestacionalizada.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



Con todo, la información más reciente da indicios de los efectos en el sector real del cambio en las condiciones crediticias internas.

- El aumento en la percepción de riesgo y el deterioro en el panorama económico interno han llevado a un estrechamiento de las condiciones crediticias para empresas y personas.
- Sus efectos reales, ya sea en la producción o las decisiones de gasto, comienzan a ser visibles en las cifras disponibles. Las expectativas de los consumidores y empresas se ubican en niveles que reflejan bastante incertidumbre. Las cifras de consumo y de producción industrial se debilitan.
- Basado en episodios pasados (*post* instauración de la flotación cambiaria) es posible estimar que el crecimiento de la economía podría afectarse en un rango de entre 0,5 a 1,0 puntos porcentuales por trimestre en el más corto plazo.
- A esto se agrega que la actividad de la minería se ha visto afectada por problemas técnicos, que están restando cerca de 0,3 puntos porcentuales de crecimiento al PIB en el último trimestre de este año.



Este escenario de mayores restricciones crediticias debiera causar una desaceleración del PIB y del crecimiento de la demanda interna.

**Crecimiento económico y cuenta corriente:
Actualización noviembre 2008**

	2006	2007	2008 (f)	2009 (f)
PIB (variación anual, porcentaje)	4,3	5,1	4,0-4,5	2,0-3,0
Demanda interna (variación anual, porcentaje)	6,4	7,8	9,2	0,6
Cuenta Corriente (% del PIB)	4,7	4,4	-2,7	-4,5

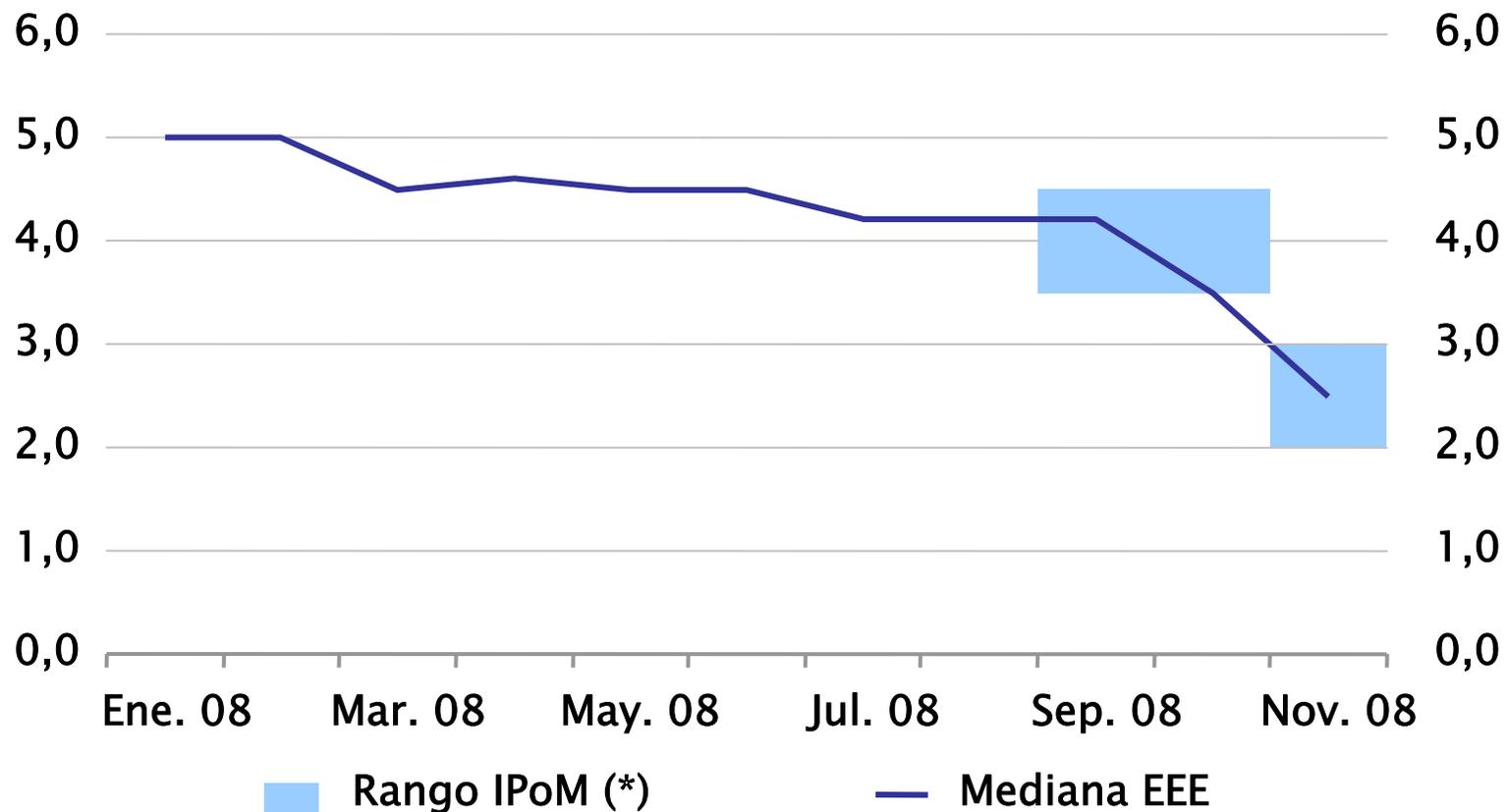
(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



El crecimiento previsto para el 2009 se corrige significativamente a la baja. El ajuste de las expectativas privadas es similar.

Proyección PIB 2009
(variación anual, porcentaje)



(*) Corresponde al punto máximo y mínimo del rango de crecimiento dado a conocer en el IPoM y en la actualización de noviembre.

Fuentes: Banco Central de Chile.



La mayor brecha de capacidad prevista, a diferencia de lo esperado en septiembre, estará en gran parte dada por el deterioro del escenario internacional.

Crecimiento mundial: actualización noviembre 2008 (*) (variación anual, porcentaje)

	2007 (e)	2008 (f)		2009 (f)		2010 (f)	
		IPoM Sep.08	Actual. Nov.08	IPoM Sep.08	Actual. Nov.08	IPoM Sep.08	Actual. Nov.08
Mundo	5,0	4,0 ▼	3,7	3,7 ▼	2,3	4,4 ▼	3,2
Mundo a TC de mercado	3,7	2,8 ▼	2,6	2,5 ▼	1,1	3,4 ▼	2,1
Estados Unidos	2,0	1,6 ▼	1,3	1,0 ▼	-0,7	2,8 ▼	1,0
Zona euro	2,6	1,2 ▼	1,0	0,4 ▼	-0,7	1,9 ▼	0,5
Japón	2,1	0,8 ▼	0,4	0,8 ▼	-0,1	2,0 ▼	0,6
China	11,9	9,9 ▼	9,6	9,0 ▼	8,5	8,9 ▼	8,5
Resto de Asia	5,8	4,6 ▼	4,5	5,0 ▼	2,4	5,2 ▼	3,2
América Latina	5,6	4,3 ▲	4,5	3,8 ▼	2,4	4,2 ▼	2,9
Exp. de prod. básicos	3,3	1,6 ▼	1,2	2,2 ▼	0,9	2,9 ▼	1,9
Socios comerciales	4,8	3,5 ▼	3,4	3,1 ▼	1,9	3,8 ▼	2,6

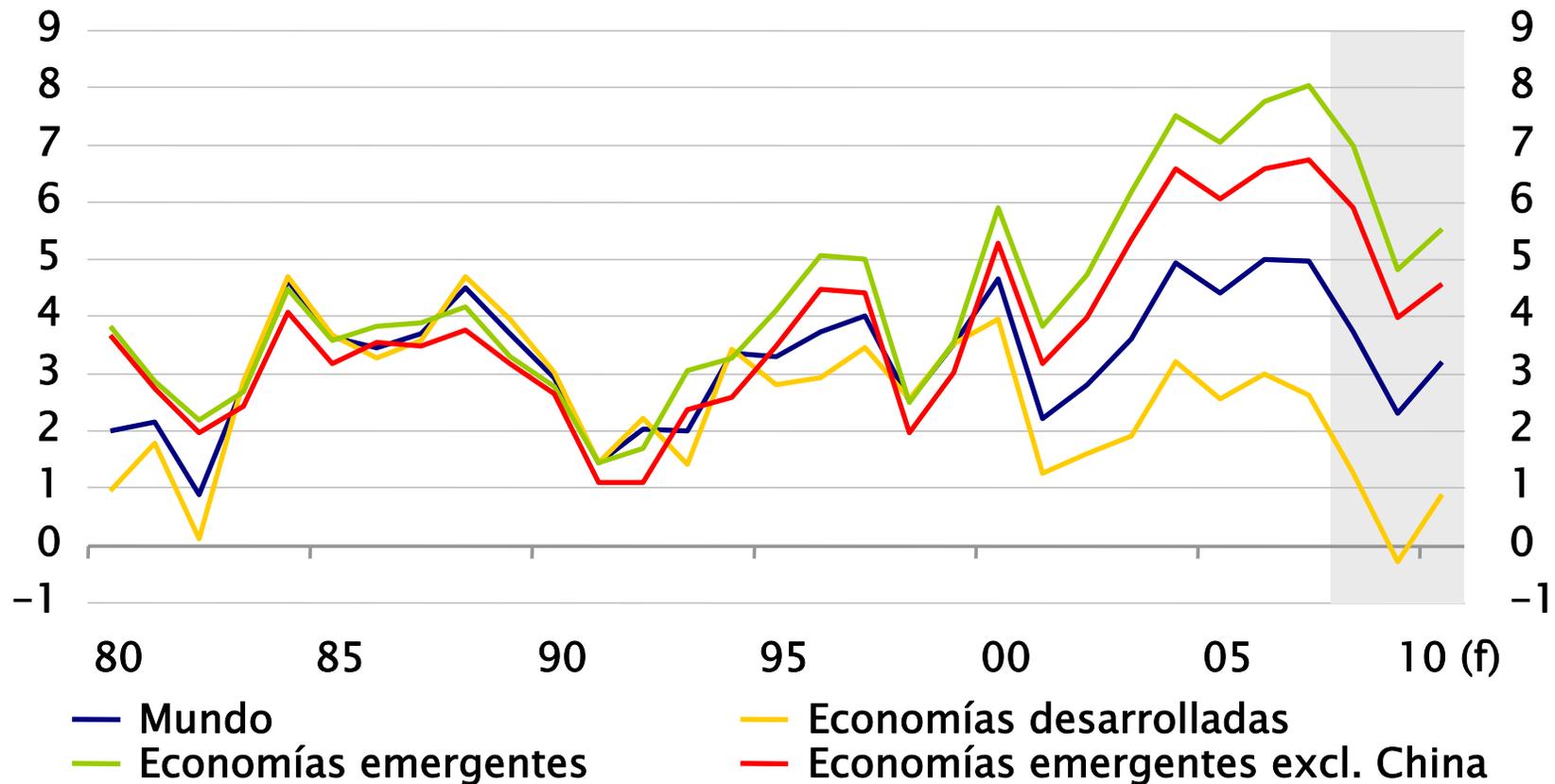
(*) Las clasificaciones por regiones y ponderaciones corresponden a las definidas por el FMI en el *World Economic Outlook*, Abril 2008. (e) Estimación; (f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecast y Fondo Monetario Internacional.



Hay una alta incertidumbre de la duración y profundidad de la recesión en las economías desarrolladas, lo que es clave para determinar las perspectivas en las economías emergentes.

Crecimiento mundial a PPC (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Las clasificaciones por regiones y ponderaciones corresponden a las definidos por el FMI. (f) Proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecast y Fondo Monetario Internacional.



En todo caso los menores precios de materias primas deberían proporcionar un poco de alivio a la inflación durante los próximos meses.

Principales supuestos del escenario internacional
(promedio anual)

	2007	2008 (e)		2009 (f)		2010 (f)	
		IPoM Sep.08	Actual. Nov.08	IPoM Sep.08	Actual. Nov.08	IPoM Sep.08	Actual. Nov.08
Términos de intercambio (*)	0,8	-5,9	-10,5	-7,2	-18,2	-4,3	-2,5
Precios externos (US\$) (*)	8,5	14,1	12,2	3,3	0,5	2,8	4,8
Precio del cobre BML (US\$ cent/lb)	323	350	320	310	165	300	190
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	115	105	116	70	115	80

(e) Estimación; (f) Proyección.

(*) Variación anual, porcentaje.

Fuente: Banco Central de Chile.



La caída en el precio del petróleo, más allá de la depreciación del peso, ha llevado a un descenso importante del precio interno de los combustibles.

Precio de la gasolina 97 octanos (*)
(pesos por litro)

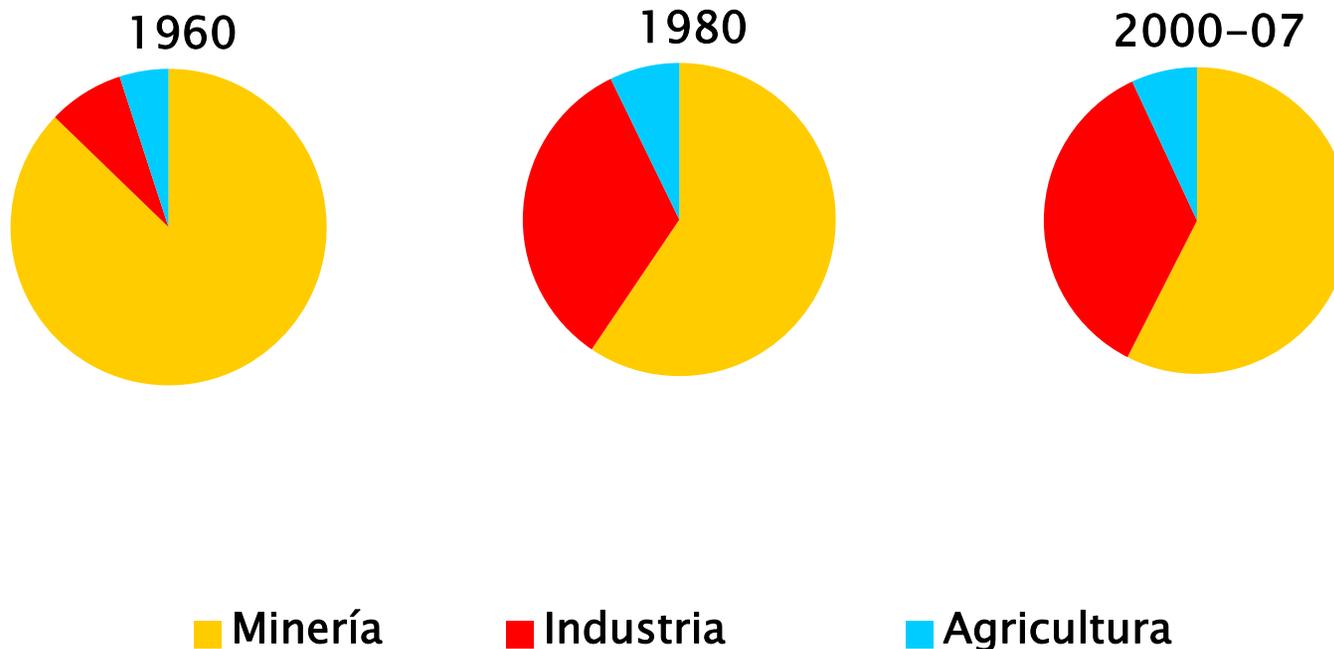


(*) Corresponde al precio promedio semanal en gasolineras de la Región Metropolitana.
Fuentes: Banco Central de Chile, Comisión Nacional de Energía y SERNAC.



El cobre aún es importante en la estructura exportadora de Chile, pero su menor precio no debería crear serios problemas.

Exportaciones chilenas por sector económico
(% participación del total exportado)



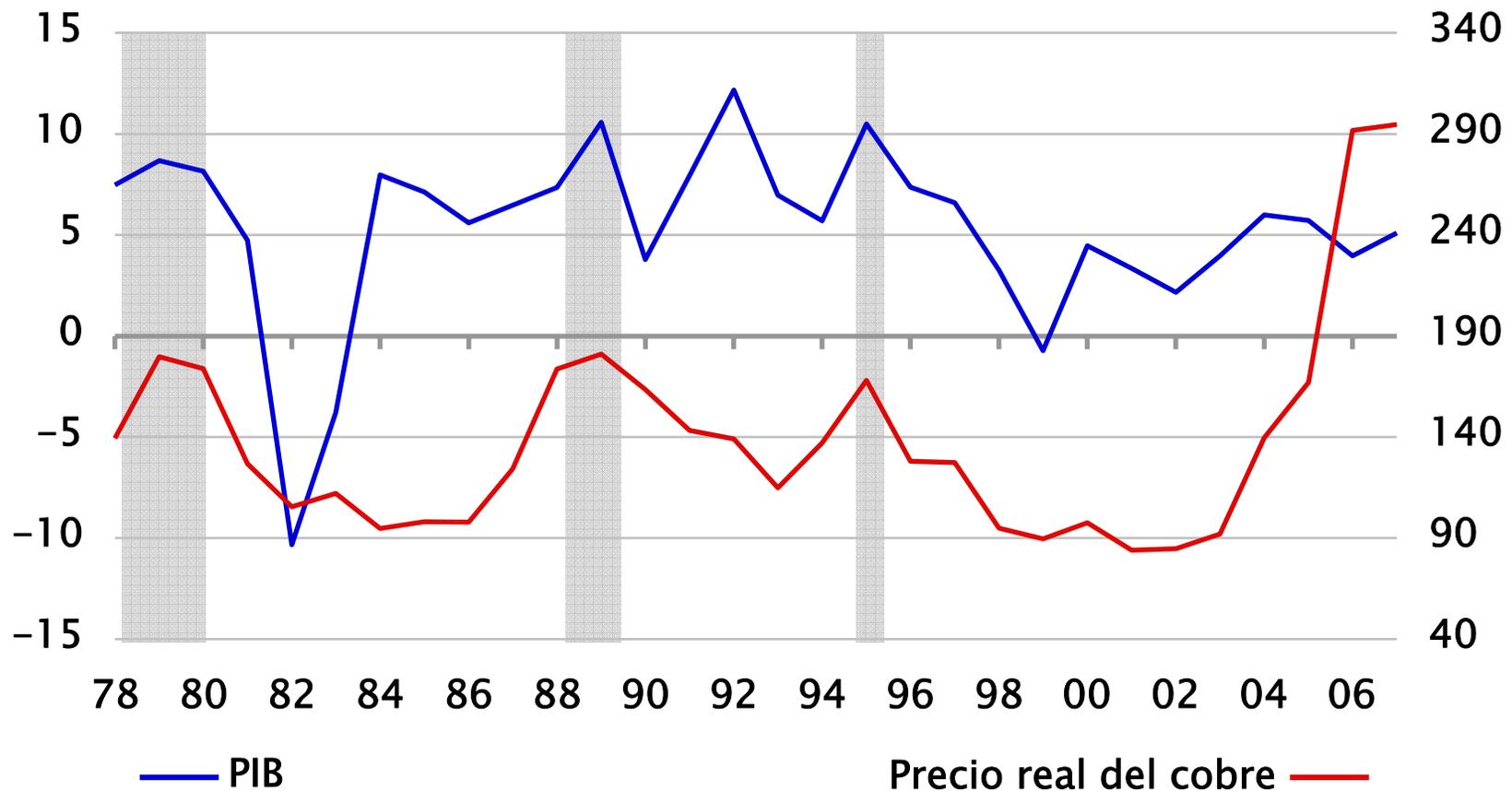
Fuente: Banco Central de Chile.



El PIB de Chile se ha vuelto cada vez más insensible al precio del cobre. Durante el auge del precio del cobre, el PIB de Chile tendió a crecer demasiado rápido y durante la caída se redujo drásticamente. Este no es el caso de la década actual.

Crecimiento del PIB y precio real del cobre (*)

(variación anual, porcentaje; centavos de US\$ por libra)



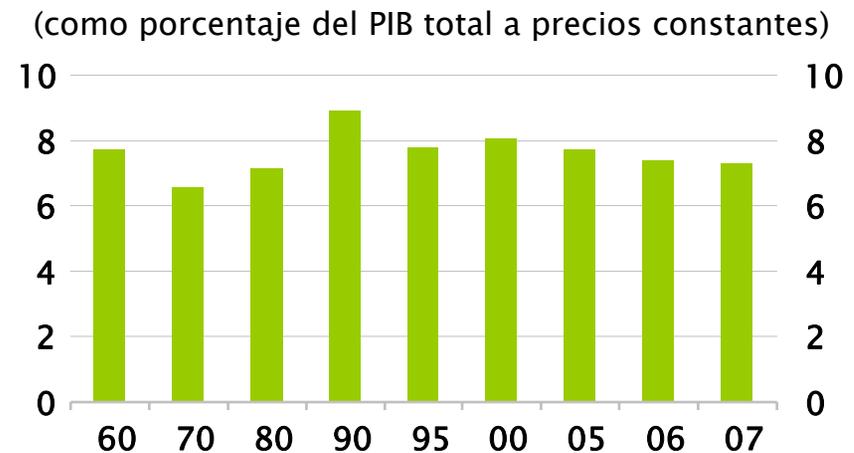
(*) Precio del cobre deflactado por el U.S. Commodity PPI (2005=100).
Fuentes: Cochilco y Banco Central de Chile



Además, como sector económico la minería representa una pequeña parte de la economía chilena.

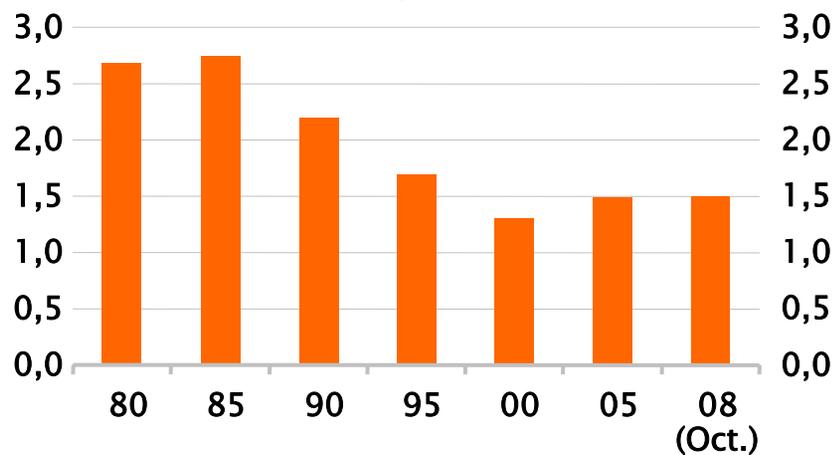
La Minería representa menos del 10% del PIB Chileno y menos del 2% del empleo total. Una extensa fracción de la minería es de propiedad extranjera.

PIB Minería



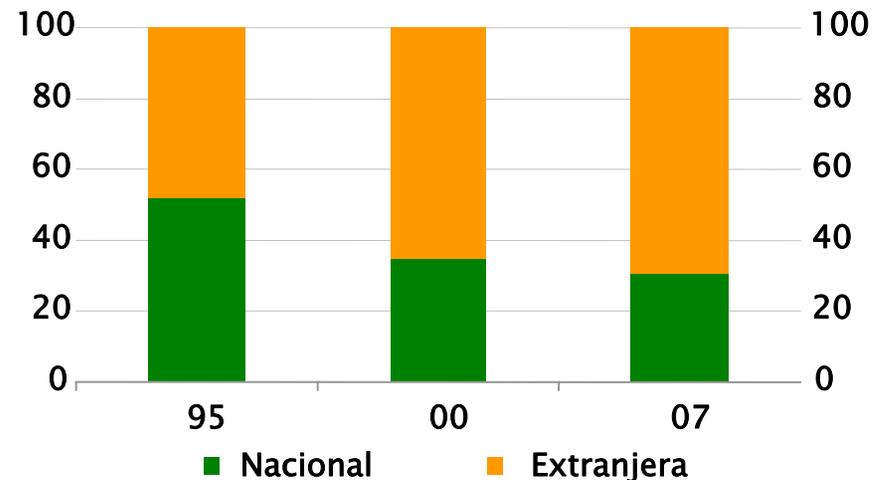
Empleo en el sector de la minería

(como porcentaje del empleo total)



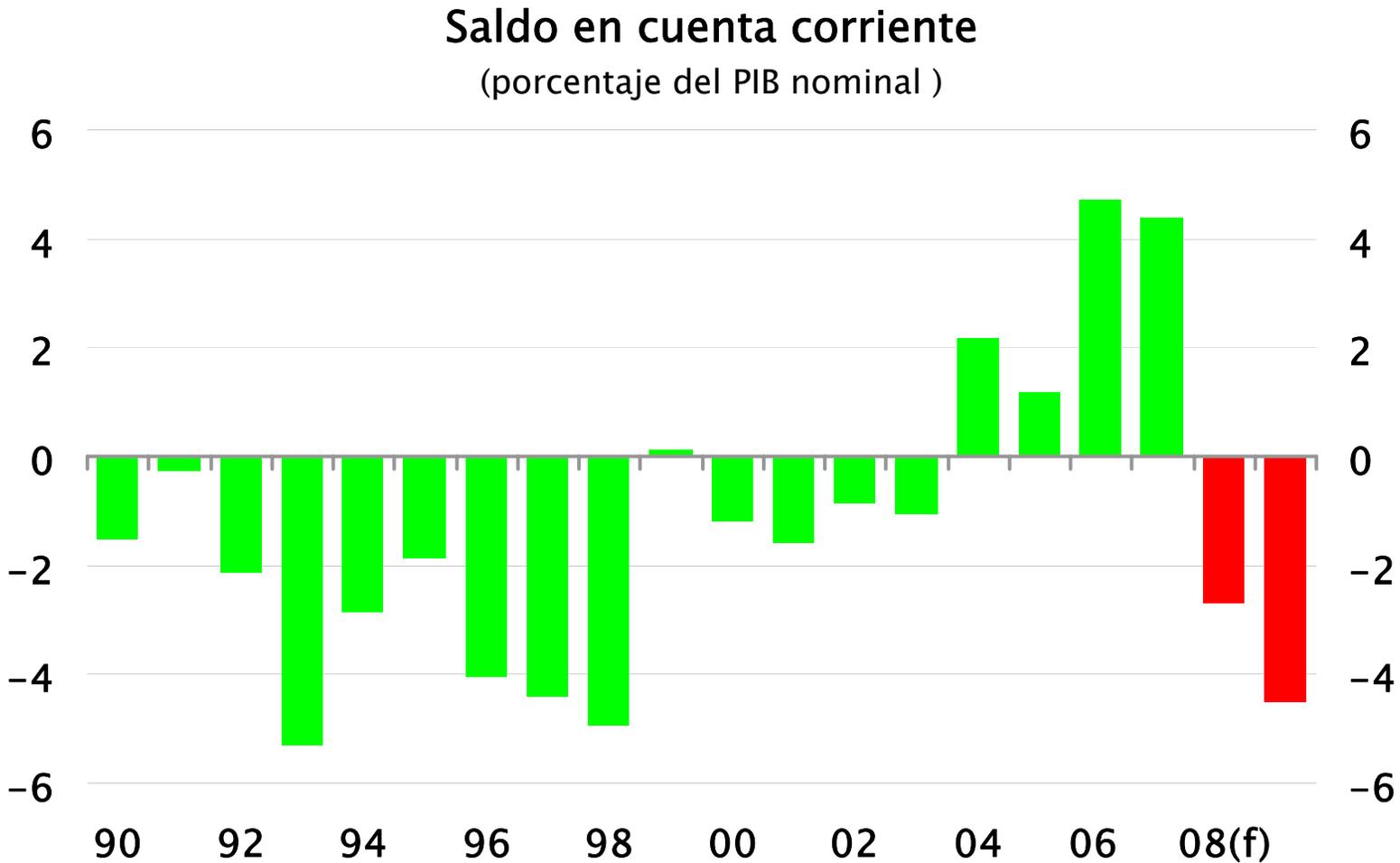
Propiedad de las empresas mineras

(participación en la producción de cobre, porcentaje)





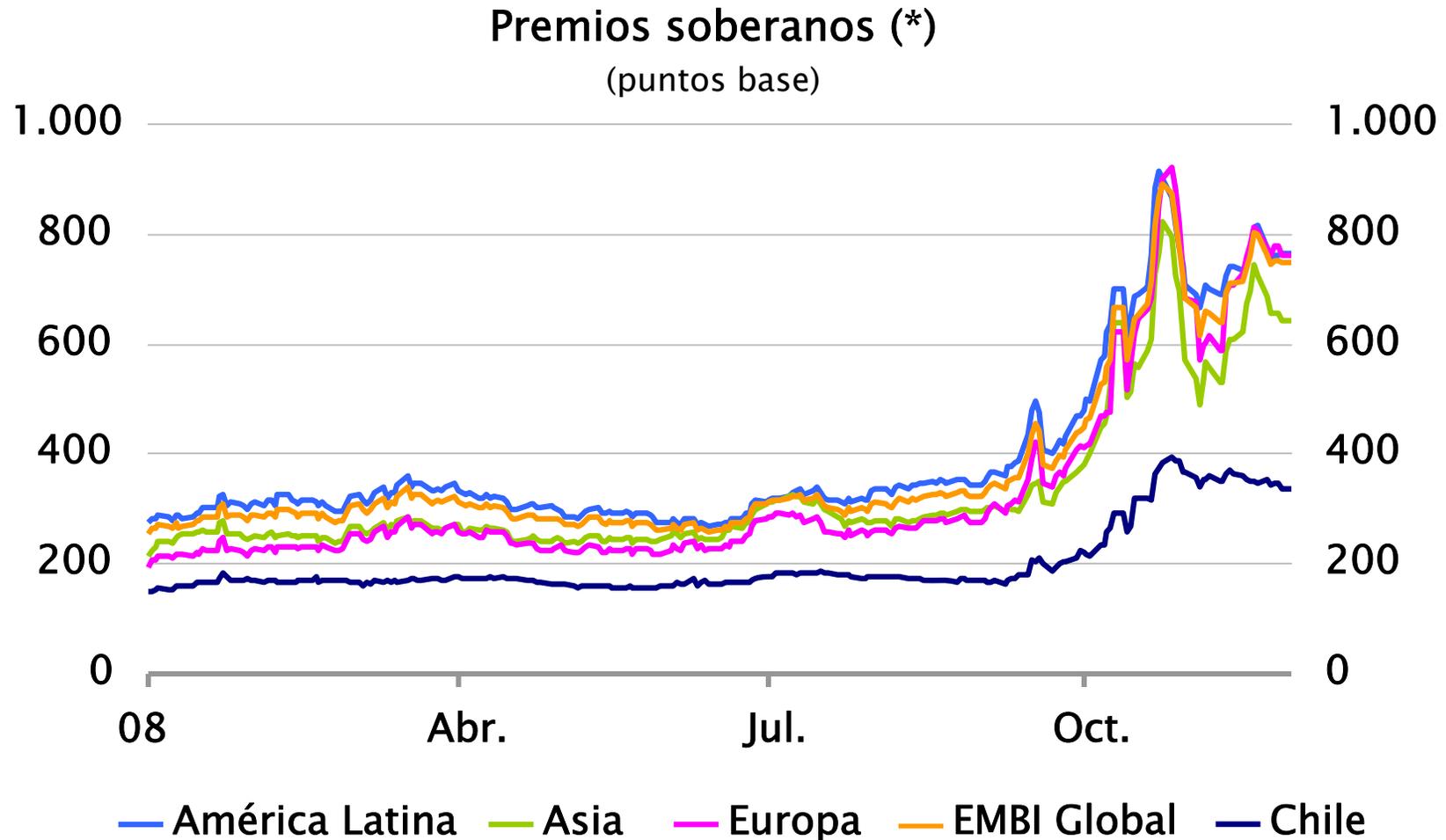
La caída de los términos de intercambio y el deterioro del escenario externo llevarán a un déficit en la cuenta corriente.



(f) Proyección. Corresponde a los valores de la actualización a noviembre del 2008.
Fuente: Banco Central de Chile.



La mejor posición relativa de Chile no debiera suponer problemas para su financiamiento, tal como reflejan sus indicadores de riesgo.



(*) Medidos a través del EMBI Global.
Fuente: JP Morgan Chase.



En suma, en el nuevo escenario de mediano plazo, la convergencia de la inflación IPC a la meta será más rápida que la prevista en septiembre.

Proyección inflación IPC: Actualización noviembre 2008
(variación anual, porcentaje)

	2006	2007	2008 (f)	2009 (f)	2010 (f)
Inflación IPC promedio	3,4	4,4	8,9	6,2	3,0
Inflación IPC diciembre	2,6	7,8	8,5	4,0	
Inflación IPC en torno a 2 años (*)					2,8
Inflación IPCX promedio	3,2	4,0	8,5	6,6	2,8
Inflación IPCX diciembre	2,7	6,3	9,4	4,2	
Inflación IPCX en torno a 2 años (*)					2,7
Inflación IPCX1 promedio	2,5	4,1	7,8	6,1	2,7
Inflación IPCX1 diciembre	2,4	6,3	8,2	4,3	
Inflación IPCX1 en torno a 2 años (*)					2,5

(f) Proyección.

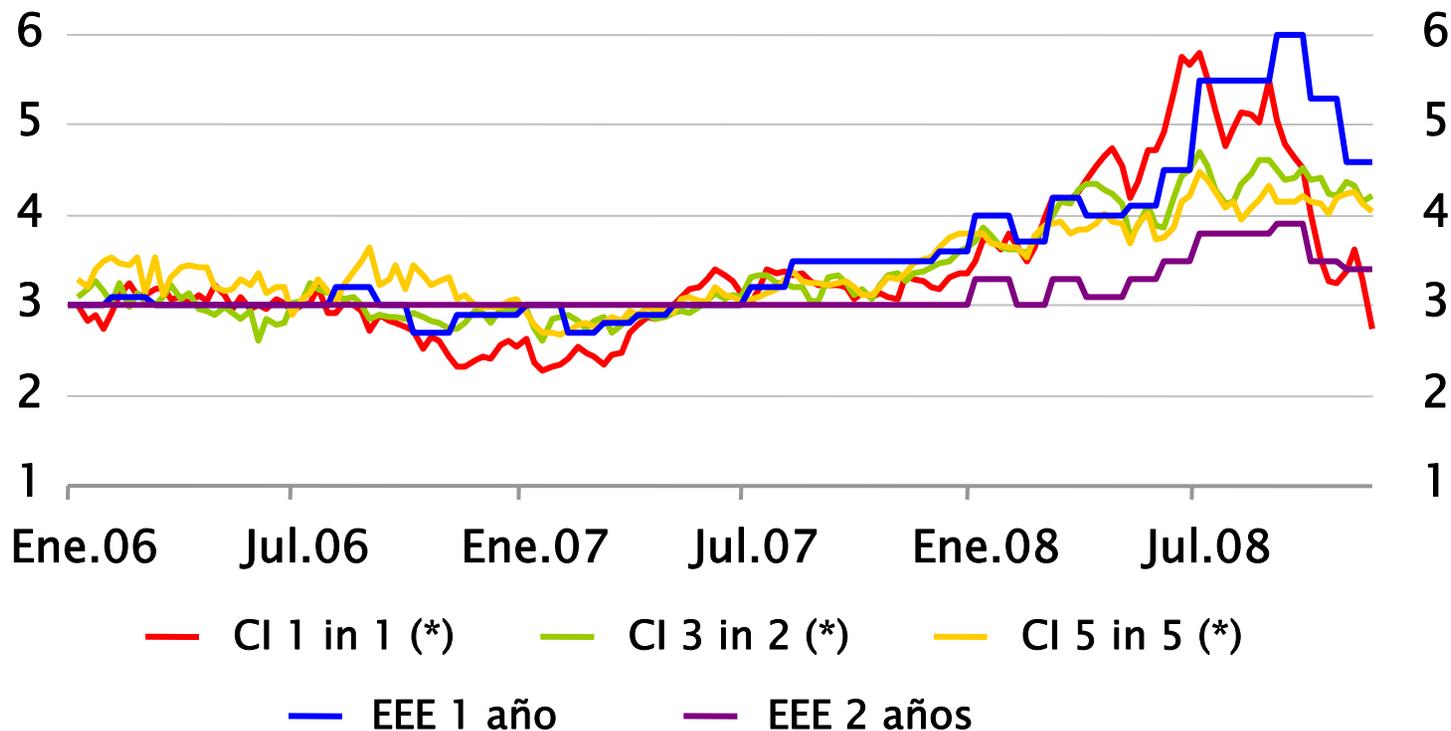
(*) Correspondiente a la inflación proyectada para el cuarto trimestre del 2010.

Fuente: Banco Central de Chile.



Las expectativas de inflación se han ajustado a este escenario de menores presiones inflacionarias, ubicándose por debajo de 3% a plazos más cortos.

Expectativas de inflación
(porcentaje, promedio móvil semanal)

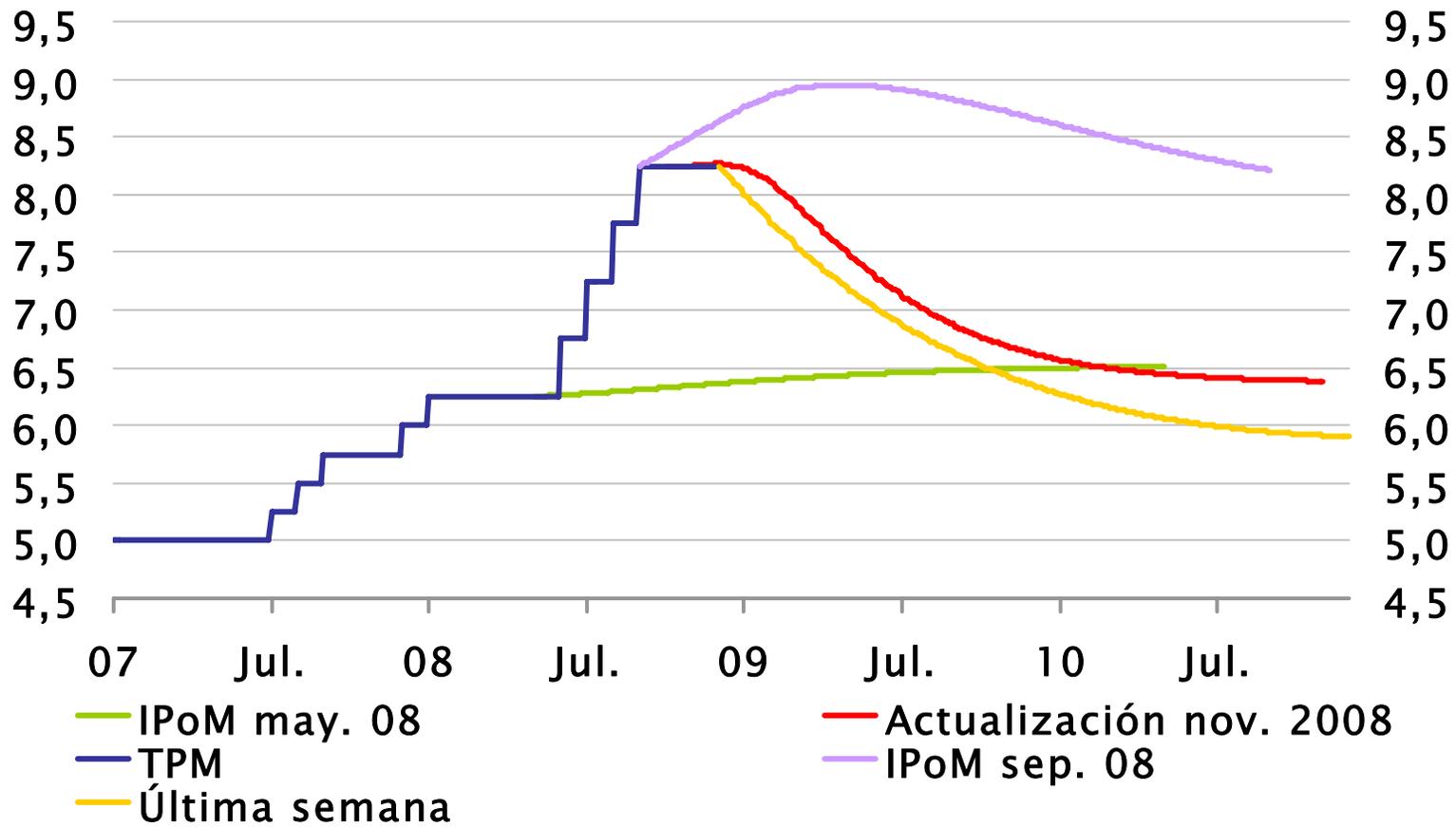


(*) Compensación inflacionaria (CI) *forward* promedio a partir de tasas *swap*.
Fuente: Banco Central de Chile.



El Consejo ha reaccionado con fuerza tanto al incremento de la inflación como al nuevo escenario, con una TPM que hoy es 100pb. menor que la esperada en septiembre.

Tasa de Política Monetaria (TPM) y expectativas de mercado
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.



La inflación anual sigue en niveles elevados y los riesgos del escenario macroeconómico son muy significativos.

- La inflación sigue siendo un problema importante y sus registros anuales continúan elevados. No obstante, en lo inmediato esperamos reducciones importantes en la inflación mensual, lo que sin duda es un gran alivio para hogares y empresas.
- La consolidación de una trayectoria descendente de la inflación, y la evolución de la política monetaria, estará determinada de manera importante por lo que ocurra con la actividad interna.
- La crisis internacional está haciendo, incluso con más fuerza que lo esperado, lo que hace unos meses pensábamos haría la política monetaria. Esto es, generar holguras de capacidad que permitan reducir la inflación.
- Por ello, no hemos subido la tasa como preveíamos en septiembre, y, en el escenario más probable, de reducción de las presiones inflacionarias, la política monetaria agregaría un impulso a la economía en los próximos meses. Esto, ya es anticipado por las expectativas de mercado que prevén bajas de la TPM en el curso del 2009.



El Consejo tiene el firme compromiso de hacer todo cuanto esté a su alcance para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación.

- El actual esquema de metas de inflación es particularmente flexible y adecuado para enfrentar fluctuaciones de la demanda. Sería un error, en el actual período de desaceleración, permitir que se consolide una inflación alta, lo que dificultaría el poder conducir la política monetaria de manera contracíclica.
- A nombre del Consejo les reitero que tenemos la convicción de que el país superará muy bien el impacto de los acontecimientos financieros externos.
- También tenemos el firme compromiso de hacer todo cuanto esté a nuestro alcance para que esos efectos sean acotados, y asegurar la convergencia de la inflación a 3% en el horizonte de política.
- Nuestra economía se ha preparado por muchos años para enfrentar períodos muy difíciles, como los que actualmente atraviesa el mundo, y tenemos la capacidad para mitigar sus costos.



La Economía Chilena en el Escenario Económico Global

José De Gregorio
Presidente
Banco Central de Chile