



Visión Macroeconómica Nacional e Internacional y su Impacto en la Industria Hortofrutícola Nacional

29 SEPTIEMBRE DE 2008

Jorge Desormeaux J.
Vicepresidente

29 Septiembre 2008

Introducción



Introducción

- La economía mundial atraviesa por una severa crisis financiera, que ha obligado a una agresiva intervención de las autoridades del mundo desarrollado para evitar el colapso de su sistema financiero.
- Este escenario corresponde a uno de los escenarios de riesgo considerados en el Informe de Política Monetaria de Septiembre.
- La crisis tendrá un efecto adverso sobre la actividad del mundo desarrollado, aunque estas consecuencias serían menos intensas que las experimentadas en episodios de crisis anteriores.

Introducción

- Aunque no puede descartarse un escenario más negativo, el mercado estima que la crisis dará lugar a una recesión breve y poco profunda, centrada en el mundo desarrollado.
- En este escenario se mantendría el “desacople” del mundo emergente.
- Los sólidos fundamentos y la gran diversificación de su comercio exterior le permitirán a la economía chilena mitigar los efectos de la crisis en el plano interno.
- La convergencia inflacionaria desde la elevada inflación actual a la meta en el horizonte de 2 años seguirá siendo en el corto plazo la principal preocupación de la política monetaria.

El Nuevo Escenario Internacional



El Nuevo Escenario Internacional

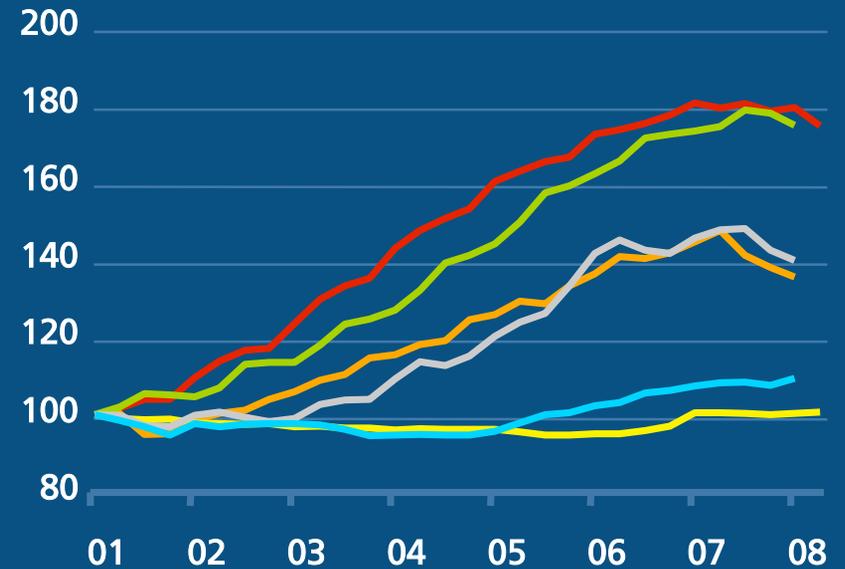
- La economía internacional atraviesa por una crisis financiera, que ha sido considerada como la más severa después de la Gran Depresión en la década de 1930.
- A diferencia de la década del 30, esta crisis se ha visto acompañada por una elevada inflación, y hasta ahora no ha tenido efectos significativos sobre el crecimiento de la economía mundial.
- El origen de la crisis se encuentra en el sector inmobiliario de los EE.UU., donde se gestó un fuerte crecimiento de los precios a lo largo de la presente década.

El Nuevo Escenario Internacional



Precio Real de Viviendas (1)

(IT01=100, índice)



- Australia
- Estados Unidos (1)
- España
- Irlanda
- Alemania
- Estados Unidos (2)
- Reino Unido (3)
- Francia
- Dinamarca
- Austria
- Nueva Zelanda

(1) Índices nominales deflactados por IPC. (2) OFHEO. (3) S&P/Case-Shiller (4) Nationwide.

El Nuevo Escenario Internacional



Morosidad Hipotecaria en Estados Unidos (porcentaje del total de préstamos vigentes)

Morosidad Hipotecaria



Hipotecas en Proceso de Ejecución



— Total — Prime — Subprime

— Total — Prime — Subprime

El Nuevo Escenario Internacional

- Este fuerte crecimiento del precio de las viviendas se produjo en un período de mucha liquidez, bajas tasas de interés y rápido crecimiento económico.
- Ello coincide con un acelerado proceso de innovación financiera en segmentos poco regulados del mercado.
- Así, las bajas tasas de interés llevaron a la búsqueda de mejores retornos, lo que finalmente se tradujo en mayores riesgos.
- De este modo se otorgó préstamos a individuos con baja capacidad de pago, y para “reducir” el riesgo, los créditos se combinaron con otros y securitizaron.

El Nuevo Escenario Internacional

- Estos créditos se vendían luego a otros agentes, que fueron poco diligentes en la evaluación del riesgo, y así se fue contaminando el resto del sistema financiero.
- Otros agravantes:
 - ▲ Agencias clasificadoras de riesgo fueron incapaces de clasificar adecuadamente estos instrumentos;
 - ▲ Estructura de compensaciones a ejecutivos incentivó búsqueda de resultados de corto plazo;
 - ▲ Uso de instrumentos derivados (CDS) para cubrir riesgos, creó falsa sensación de seguridad.
 - ▲ Posiciones se financiaron a menudo con bonos de corto plazo, quedando expuestas a riesgo de corridas.

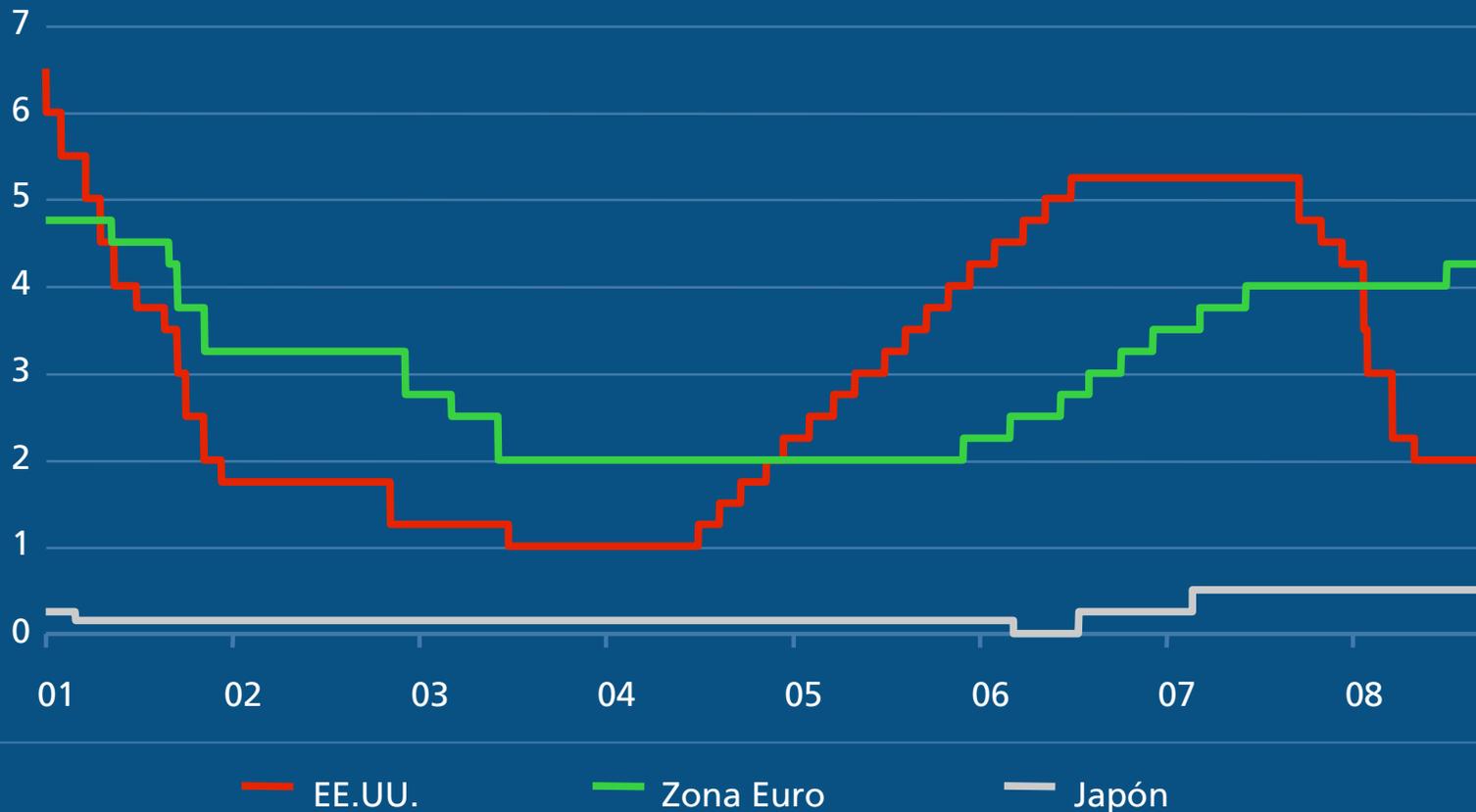
El Nuevo Escenario Internacional

- La reacción de las autoridades del mundo desarrollado ha sido clave para contener los efectos de la crisis sobre otros sectores, y particularmente sobre la actividad.
- La primera respuesta fue la provisión de liquidez y una agresiva reducción de tasas de interés, especialmente en EE.UU.

El Nuevo Escenario Internacional



Tasa de Política Monetaria en G3
(porcentaje)

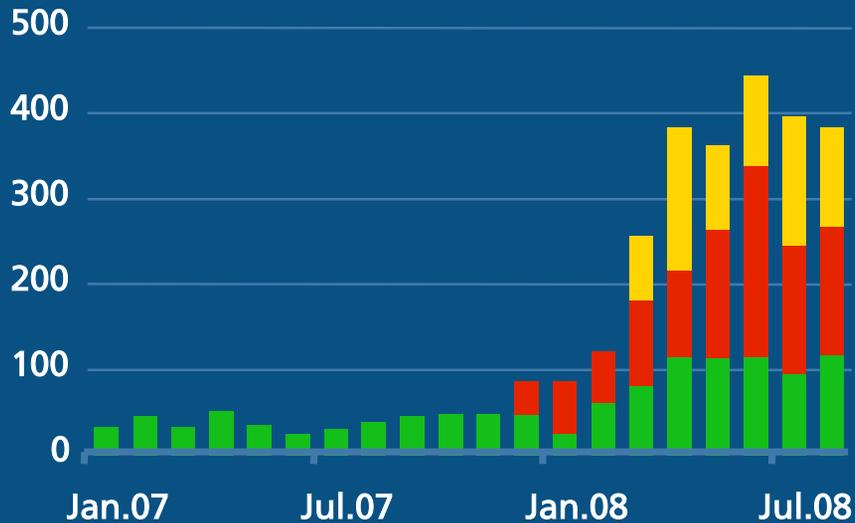


El Nuevo Escenario Internacional

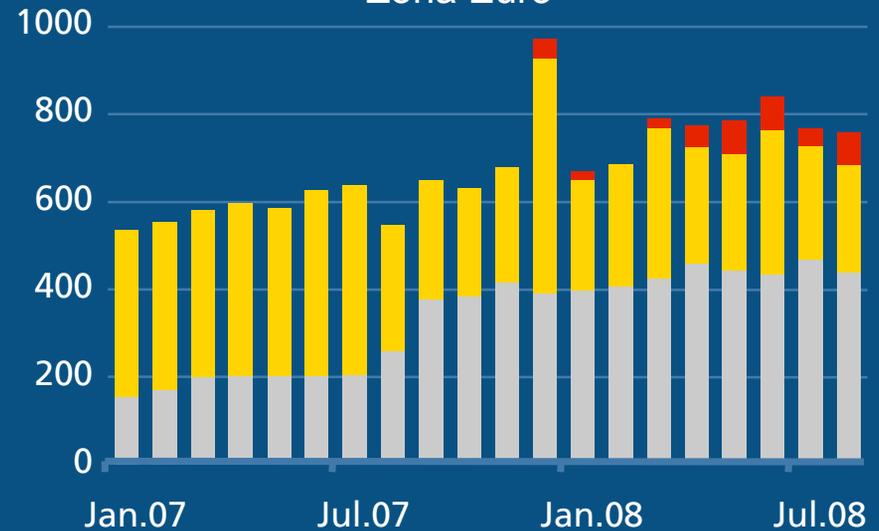


Inyecciones de Liquidez (miles de millones de dólares)

Estados Unidos



Zona Euro



■ TOMO (1) ■ TAF (2) ■ TSLF (3)

■ LTRO (4) ■ MRO (5) ■ OR (6)

- (1) Stock vigente al final de cada mes.
- (2) Temporary open market operations.
- (3) Term Auction Facility.
- (4) Term Securities Lending Facilities.

- (4) Long-term refinancing operations
- (5) Main refinancing operations
- (6) Otras transacciones: incluye las inyecciones de liquidez en dólares realizadas por medio de la Term Auction Facility de la Fed (montos expresados en euros)

El Nuevo Escenario Internacional

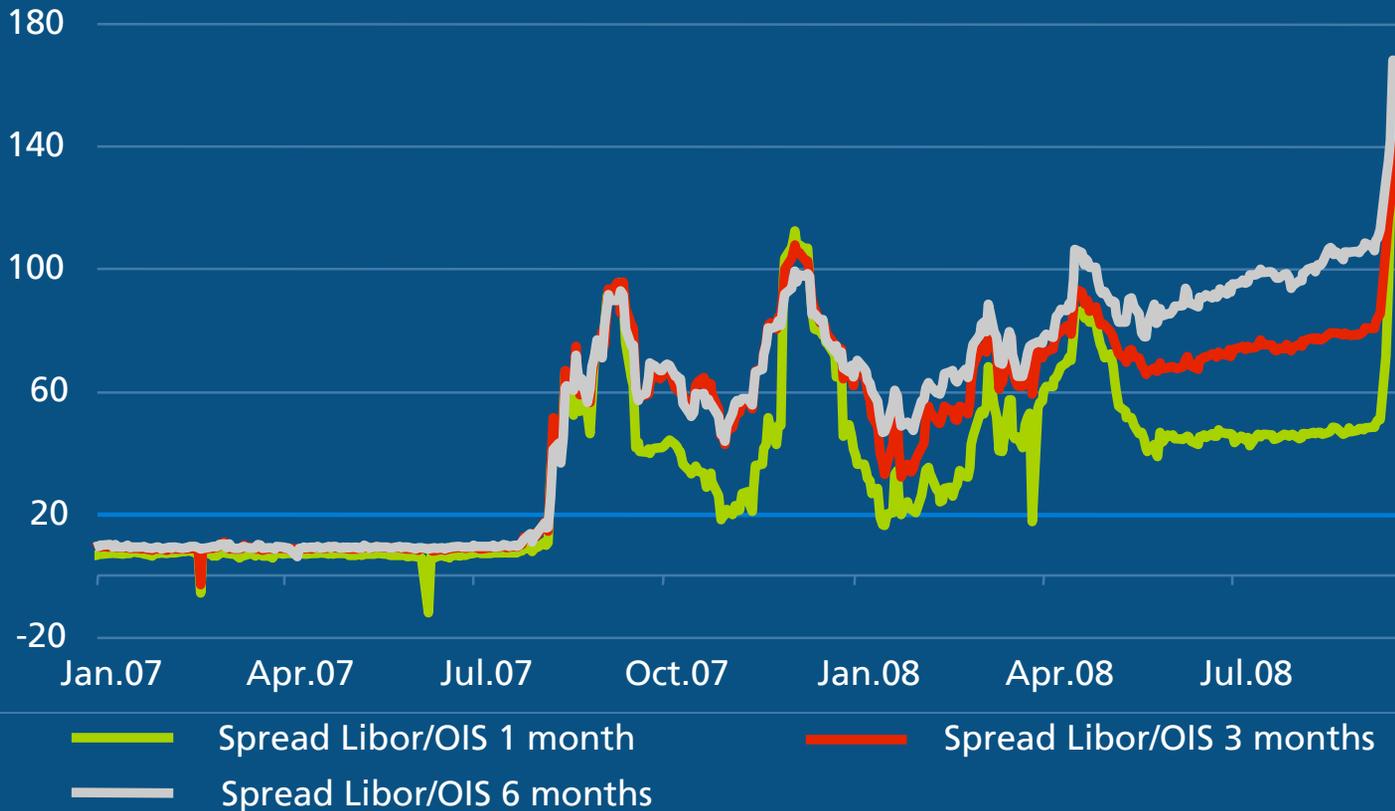
- Sin embargo, las tensiones han persistido, debido a la gran opacidad de los instrumentos hipotecarios y el elevado riesgo de contraparte.



El Nuevo Escenario Internacional



Spreads entre Libor en dólares y *Overnight Index Swaps* (OIS)
(puntos base)



El Nuevo Escenario Internacional

- Así, la inyección de liquidez del FED y otros bancos centrales no fue capaz de devolver la confianza a los mercados financieros.
- Ello obligó a la FED a intervenir, apoyando el rescate de instituciones sistémicamente importantes, ya sea por su tamaño, o bien por su repercusión sobre el resto del sistema financiero: Bear Stearns, Fannie Mae & Freddie Mac, y AIG.
- Pero la FED también dejó caer a Lehman Brothers, cuya caída consideró que no tendría importancia sistémica.

El Nuevo Escenario Internacional



Premio por riesgo -*Credit Default Swap*- de sector bancario^(*)
(puntos base)



(*) Promedio simple de principales bancos. EE.UU. incluye Citigroup, Goldman Sachs y Merrill Lynch. A partir del 11 de septiembre Lehman Brothers es excluida de la serie. Europa incluye BNP Paribas, Société Générale, Deutsche Bank y UBS AG. Reino Unido incluye HSBC Bank, Barclays Bank, Lloyds TSB Bank y Royal Bank of Scotland.

Fuente: Bloomberg.

El Nuevo Escenario Internacional

- Sin embargo, luego del colapso de Lehman y AIG un importante fondo mutuo de corto plazo entregó pérdidas a sus clientes (“broke the buck”), generándose una corrida en los *money market mutual funds*, que llevó los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE.UU a valores cercanos a cero, algo que no se había visto desde la Gran Crisis.

El Nuevo Escenario Internacional



US Treasury Bills (porcentaje)



El Nuevo Escenario Internacional

- El FED reaccionó asistiendo con liquidez a los fondos mutuos que enfrentaban retiros masivos, y aumentando las líneas de swaps con bancos centrales del resto del mundo.
- Pero finalmente la semana pasada las autoridades consideraron que estas medidas no serían suficientes para calmar a los mercados, y evitar que ello afecte seriamente al sistema financiero y a la economía.

El Nuevo Escenario Internacional

- La propuesta del Secretario del Tesoro Paulson (TARP – Troubled Asset Relief Program) reemplaza así el enfoque caso a caso anterior por uno de carácter sistémico, que consiste en comprar la cartera ilíquida (o tóxica) del sistema financiero por hasta US\$700 Bn.
- El propósito del programa es aumentar la liquidez de estos activos, creando un mercado para ellos, y a la vez reducir la incertidumbre sobre el valor presente y futuro de las instituciones financieras.
- Ello a su vez facilitará la tarea de restaurar la confianza en los mercados financieros y permitirá a los bancos y otras instituciones financieras abordar la tarea de incrementar su capital.

El Nuevo Escenario Internacional



Spreads de tasas a 3 meses (TED-spread)⁽¹⁾
(porcentaje)

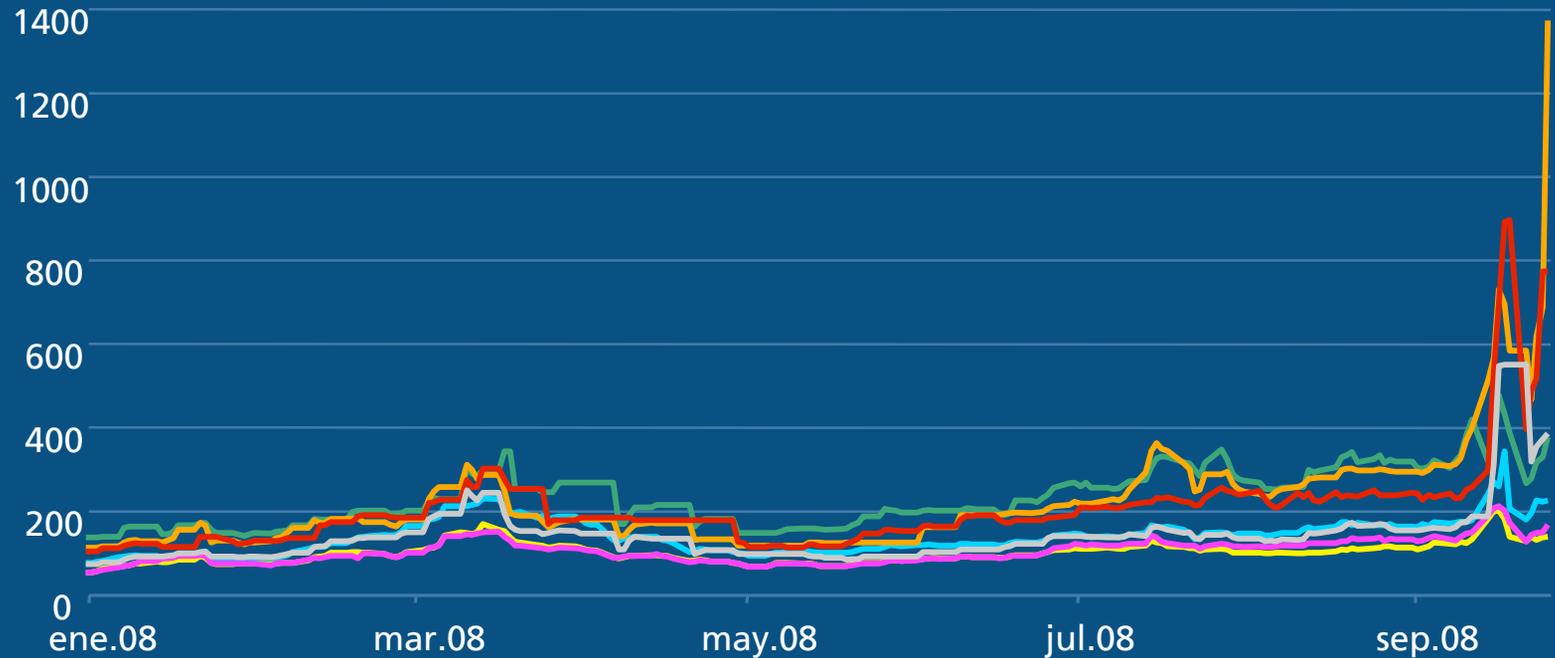


(1) Tasa LIBO a 3 meses respecto a tasa de los bonos del Tesoro a 3 meses
Fuente: Bloomberg

El Nuevo Escenario Internacional



Premios por riesgo de *default* de bancos de EE.UU. (*)
(puntos base)



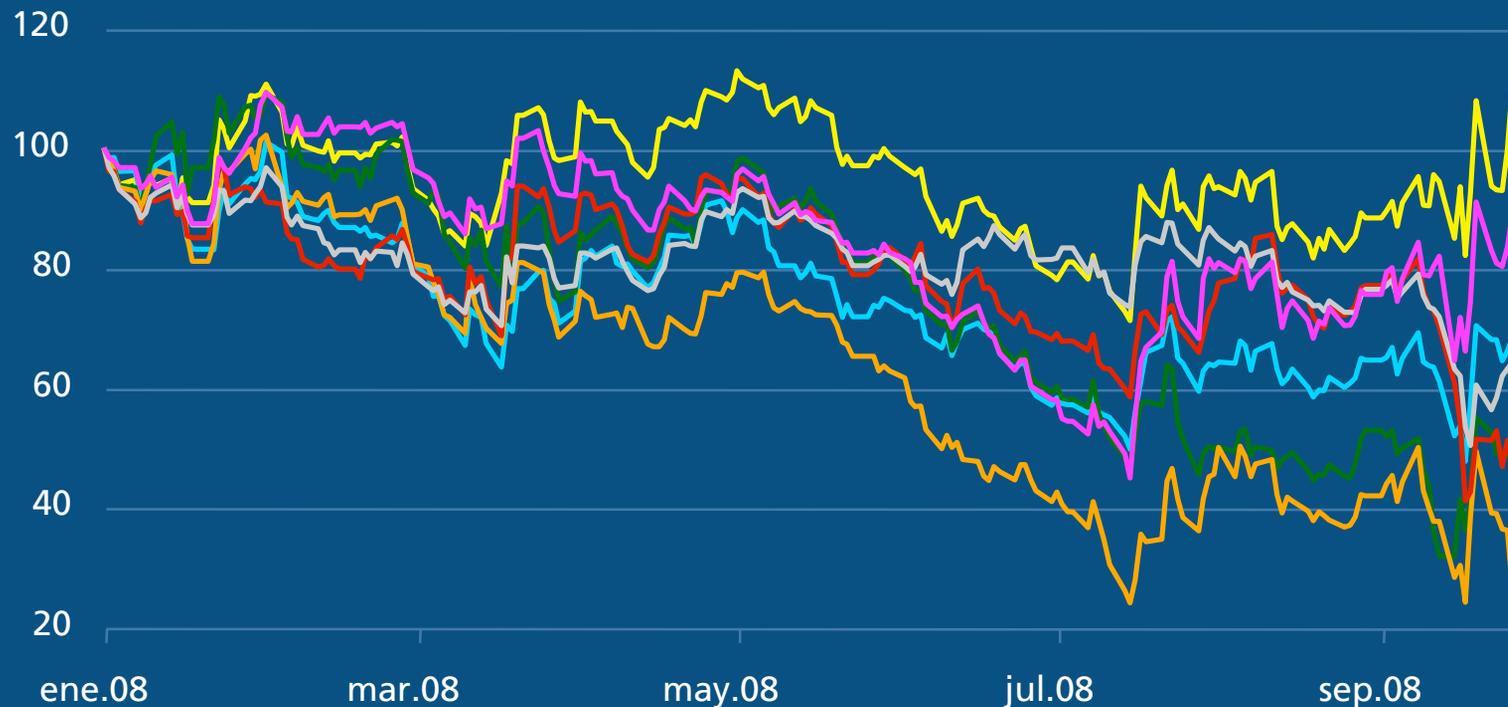
Merrill Lynch Citigroup JPMorgan Wachovia
Morgan Stanley Bank of America Goldman Sachs

(*) Medido por el *spread de credit default swaps* a 5 años
Fuente: Bloomberg

El Nuevo Escenario Internacional



Precio de Acciones de Bancos de EE.UU.
(índice, ene08=100)



- JPMorgan
- Wachovia
- Bank of America
- Citigroup
- Morgan Stanley
- Merrill Lynch
- Goldman Sachs

El Nuevo Escenario Internacional

- Si bien el riesgo de un colapso financiero sistémico parece haber sido controlado (por ahora), la tensión en los mercados financieros sigue siendo significativa.
- La probabilidad de que este paquete consiga su objetivo depende crucialmente de que la actividad y el empleo en los EE.UU. no observen un deterioro significativo, ya que ello podría crear nuevas fuentes de vulnerabilidad.
- Las proyecciones de consenso consideran hasta ahora que el impacto de la crisis será una mera desaceleración de las economías desarrolladas, en tanto las economías emergentes mantendrían su dinamismo.

La proyecciones de crecimiento de la economía mundial no reflejan aún el impacto de la crisis financiera.



Crecimiento Mundial (variación anual, porcentaje)

	Prom. 90-99	Prom. 00-05	2007 (e)	2008 (f)		2009 (f)		2010 (f)
				IPoM May.08	IPoM Sep.08	IPoM May.08	IPoM Sep.08	IPoM Sep.08
Mundial	2,9	3,8	5,0	3,8	▲ 4,0	3,8	▼ 3,7	4,4
Mundial a TC de mcdo.	2,4	2,9	3,8	2,6	▲ 2,8	2,6	▼ 2,5	3,4
Estados Unidos	3,1	2,5	2,0	0,7	▲ 1,6	0,8	▲ 1,0	2,8
Zona Euro	2,2	1,9	2,6	1,4	▼ 1,2	1,2	▼ 0,4	1,9
Japón	1,5	1,6	2,1	1,4	▼ 0,8	1,5	▼ 0,8	2,0
China	10,0	9,4	11,9	9,3	▲ 9,9	9,5	▼ 9,0	8,9
Resto de Asia	5,5	4,8	5,8	4,7	▼ 4,6	5,0	= 5,0	5,2
América Latina	2,7	2,9	5,6	4,3	= 4,3	3,5	▲ 3,8	4,2
Exp. de prod. básicos	2,7	3,1	3,3	2,0	▼ 1,6	2,4	▼ 2,2	2,9
Socios comerciales (*)	3,0	3,1	4,8	3,4	▲ 3,5	3,3	▼ 3,1	3,8

(e) Estimación. (f) Proyección.

(*) En base a nueva metodología con ponderadores en dos años móviles.

Fuente: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecast y FMI.

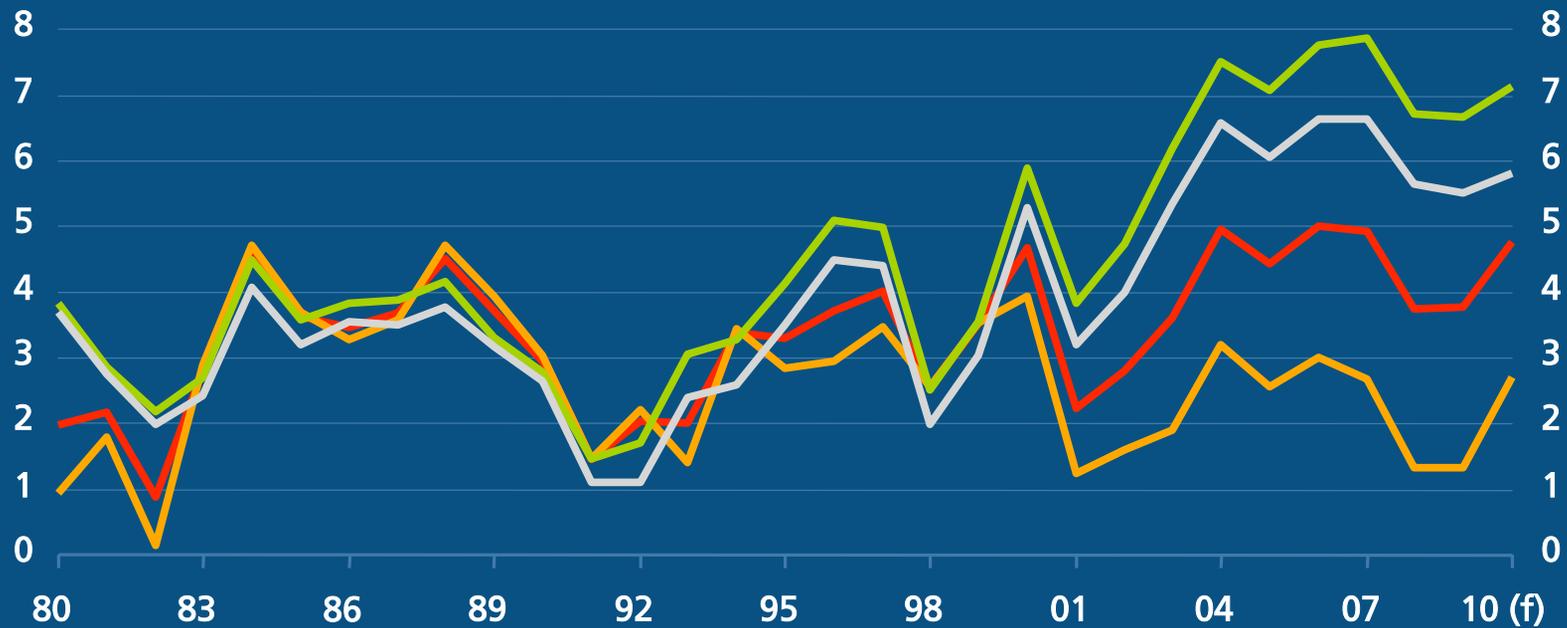
El Nuevo Escenario Internacional

- El diagnóstico de nuestro *Informe de Septiembre* es que que en el período 2008-2010 el escenario externo no contribuirá mayormente a enfriar la economía interna, y a generar las holguras de capacidad requeridas.
- Este escenario descansa en el supuesto de que en los próximos dos años se evitaría una recesión global y se mantendría el “*desacople*” entre el crecimiento de las economías desarrolladas y emergentes.
- Este diagnóstico se sigue manteniendo, pese a que la agudización de la crisis tendrá consecuencias para el mundo desarrollado, como veremos más adelante.

El IPoM de Septiembre proyecta que las economías emergentes continuarán mostrando un “desacople” del mundo desarrollado.



Crecimiento Mundial (*) (variación anual, porcentaje)



— Mundo

— Economías desarrolladas

— Economías en desarrollo y emergentes

— Economías emergentes ex- China

(*) Las clasificaciones por región corresponden a las definidas por el FMI.

(f) Proyección.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

El Nuevo Escenario Internacional

- Sin embargo, las perspectivas de la economía mundial ha comenzado a cambiar luego de los últimos episodios de la crisis financiera.
- A raíz de la creciente restricción crediticia, en los EE.UU. se hace cada vez más probable que su economía se haya deslizado hacia una recesión.
 - ▲ el consumo experimentaría una contracción en respuesta a desaceleración de ingresos laborales, caídas en riqueza, mayores costos de la energía y restricción crediticia;
 - ▲ a ello se suma al hecho que la inversión residencial continúa ajustándose;

El Nuevo Escenario Internacional

- ▲ en tanto la inversión corporativa, que hasta ahora había sido un factor mitigador, experimentaría un retroceso, en respuesta a la restricción crediticia y menores márgenes;
- ▲ las exportaciones netas también perderían dinamismo en la medida que los mercados de Europa, Japón se aproximan a una recesión.
- En el caso de Europa, los antecedentes más recientes también apuntan que sus principales economías (Alemania, Francia, Italia, Reino Unido) ya se encontrarían en recesión.
- Algo similar sucede con Japón, a raíz de la pérdida de dinamismo de sus exportaciones y la caída en el poder adquisitivo de los consumidores.

El Nuevo Escenario Internacional

- El escenario externo futuro depende crucialmente de la forma en que se resuelva la crisis financiera, y del éxito del Plan Paulson en la recuperación de la confianza.
- De darse este escenario, lo más probable es que tengamos por delante una recesión relativamente poco profunda, breve, y centrada en el mundo desarrollado.
- La clave para evitar una recesión de carácter global será el comportamiento del mundo emergente.
- Si bien el mundo emergente experimentaría un menor dinamismo, este seguirá siendo sustancial, en gran medida como respuesta a políticas contracíclicas, especialmente en Asia.

El Nuevo Escenario Internacional

- Por cierto, este escenario más “benigno” está sujeto a riesgos, y estos se encuentran sesgados a la baja.
- No puede descartarse, por ejemplo, una recesión más prolongada y de carácter global, si es que la crisis financiera adquiere un carácter más sistémico.
- Ello indudablemente arrastraría al mundo emergente.
- El escenario base del IPoM supone que tanto el precio del petróleo como el de los alimentos básicos se mantendría en torno a sus niveles actuales durante los próximos dos años.
- Es muy posible que los precios de los commodities se debiliten en un escenario global menos dinámico.

El Nuevo Escenario Internacional

- Pero en el caso del petróleo es probable que una caída del precio conduzca a una reducción de la oferta por parte de la OPEP, de modo que no cabe esperar un alivio sustancial respecto del escenario base.
- En el caso de los metales es posible que veamos un ajuste algo mayor, pero que no sería significativo, debido a que muchos precios se encuentran ya cerca de sus costos marginales.
- En todo caso, una mayor debilidad de la economía mundial, unida a una corrección en el precio de los commodities, traería consigo una moderación de la inflación mundial.

El escenario base del IPoM prevé un precio del petróleo en torno a US\$115 el barril; hoy los futuros están en torno a US\$100.



Precio del Petróleo WTI y Futuros (*) (dólares el barril)



- Precio WTI
- IPoM May.08
- IPoM Sep.06
- IPoM Sep.08
- 23 Sep. 08 (*)

(*) Futuros consideran el promedio de los últimos 10 días hábiles al 23 de septiembre del 2008.

Fuentes: Banco Central de Chile y Bloomberg.

El IPoM supone que el precio del resto de los productos básicos también se mantendría elevado.



Supuestos del Escenario Base Internacional (promedio anual)

	2007	2008 (f)		2009 (f)		2010 (f)
		IPoM May.08	IPoM Sep.08	IPoM May.08	IPoM Sep.08	IPoM Sep.08
Términos de intercambio (*)	0,8	-7,2	-5,9	-8,9	-7,2	-4,3
Precios externos, en US\$ (*)	8,5	12,5	14,1	2,2	3,3	2,8
Precio del cobre BML (US\$cent/libra)	323	350	350	300	310	300
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	110	115	109	116	115

(f) Proyección.

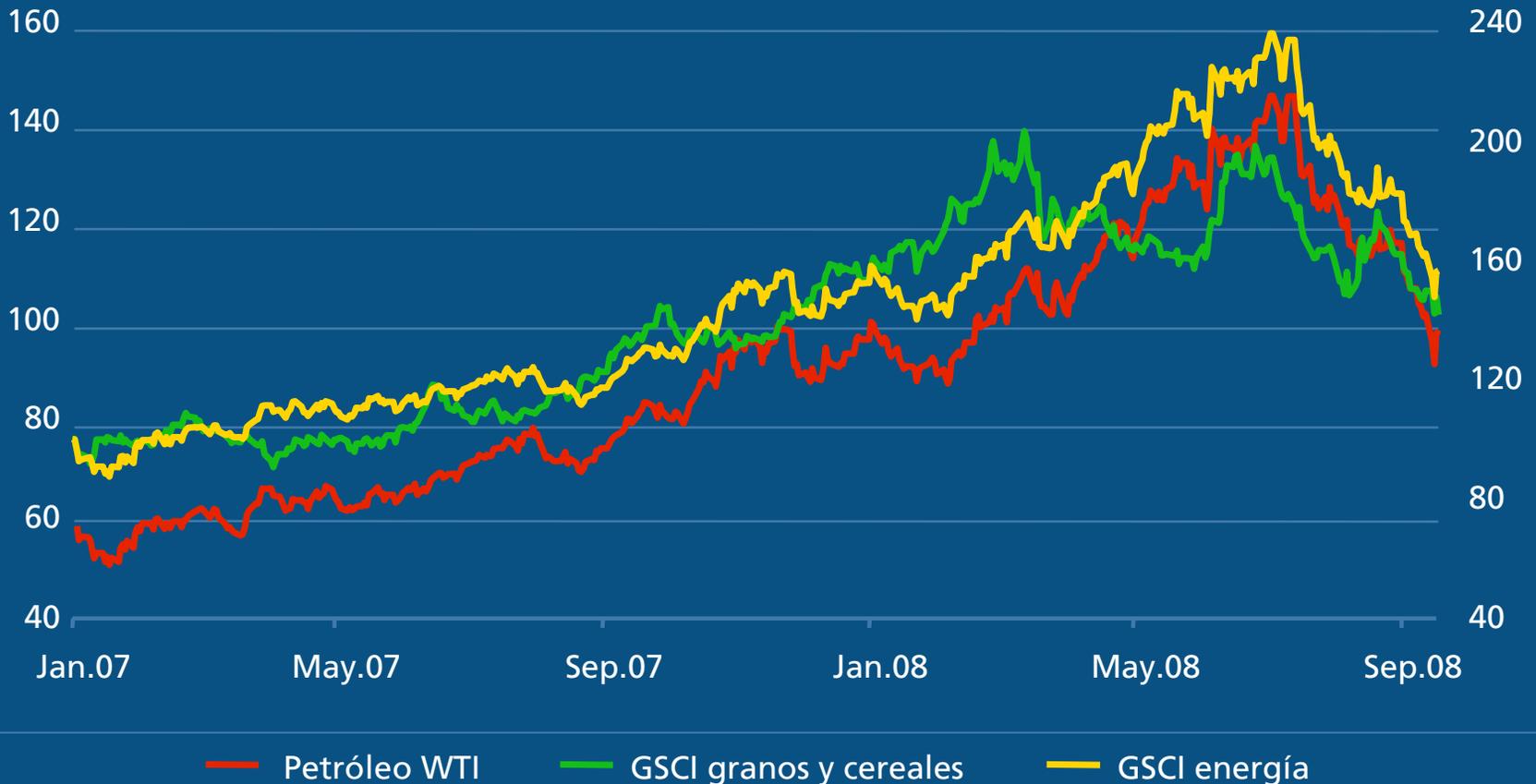
(*) Porcentaje de variación anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Evolución reciente de precios de commodities sugiere que estas proyecciones podrían corregirse algo a la baja.



Precio del Petróleo WTI e índices GDCI granos y cereales y energía (dólares el barril, índices 01/01/07=100)



El Nuevo Escenario Internacional

- Los canales a través de los cuales se transmitirá la crisis al mundo emergente serán, principalmente:
 - ▲ el comercio internacional,
 - ▲ los términos del intercambio (P_x/P_m),
 - ▲ y las condiciones financieras.
- De estos 3 canales, el más importante en el corto plazo es el canal financiero, que se ha manifestado esencialmente en una mayor aversión al riesgo.
- A raíz de ello, hemos presenciado en todos los mercados caídas en los índices accionarios, salidas de capitales y alzas en los spreads soberanos y corporativos.

Escenario Internacional

- Sin embargo, los países más afectados han sido los más vulnerables financieramente, o sea aquellos que presentan una combinación de elevados déficit en cuenta corriente, alta inflación, y tipos de cambio fijos, como es el caso de los países bálticos.

Los mercados accionarios del mundo emergente han sido afectados por la crisis financiera.



Bolsas de Acciones de Países Emergentes

(Índice ene 08 = 100)



— Brasil — México — China — Russia — Turquía — Chile

También se han incrementado los premios soberanos...



EMBI Regionales

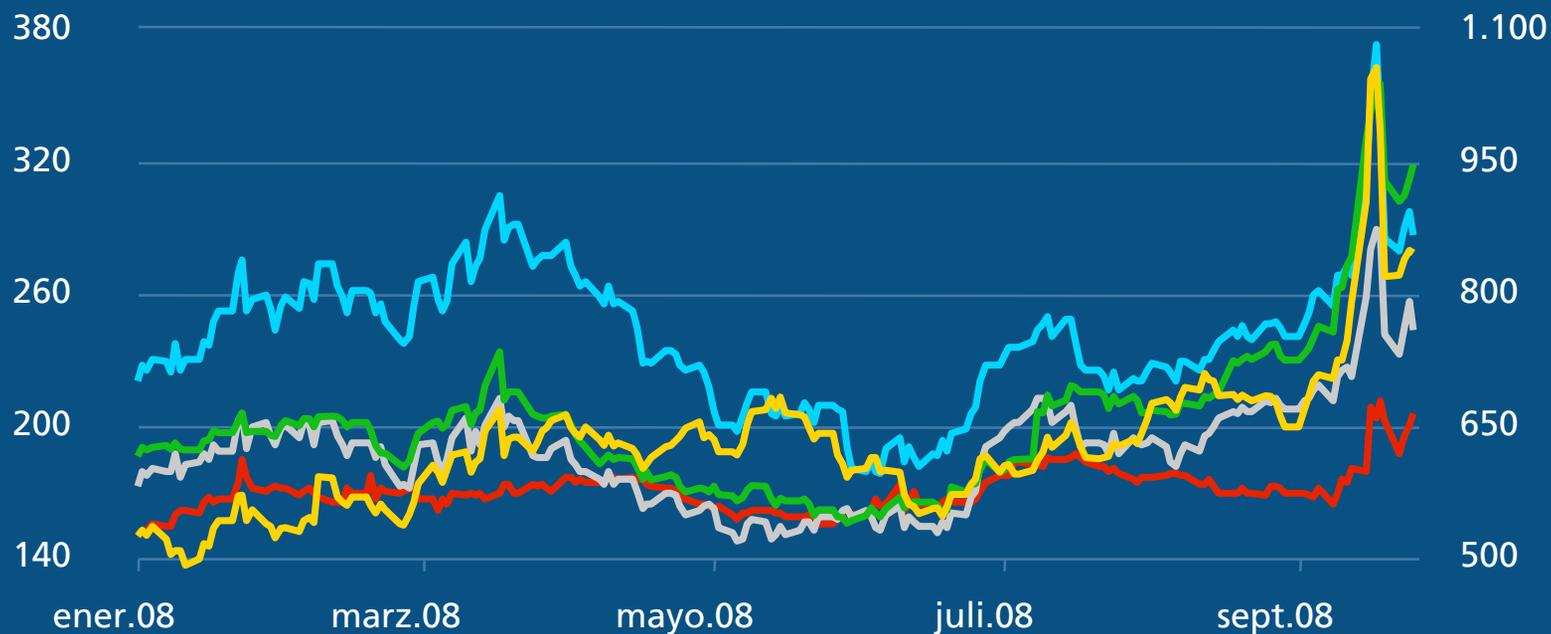
(puntos base)



...y se han encarecido los premios por riesgo de default...



Premios por riesgo de *default* de países latinoamericanos(*) (puntos base)



— Chile
— México
— Brasil

— Ecuador (derecha)
— Venezuela (derecha)

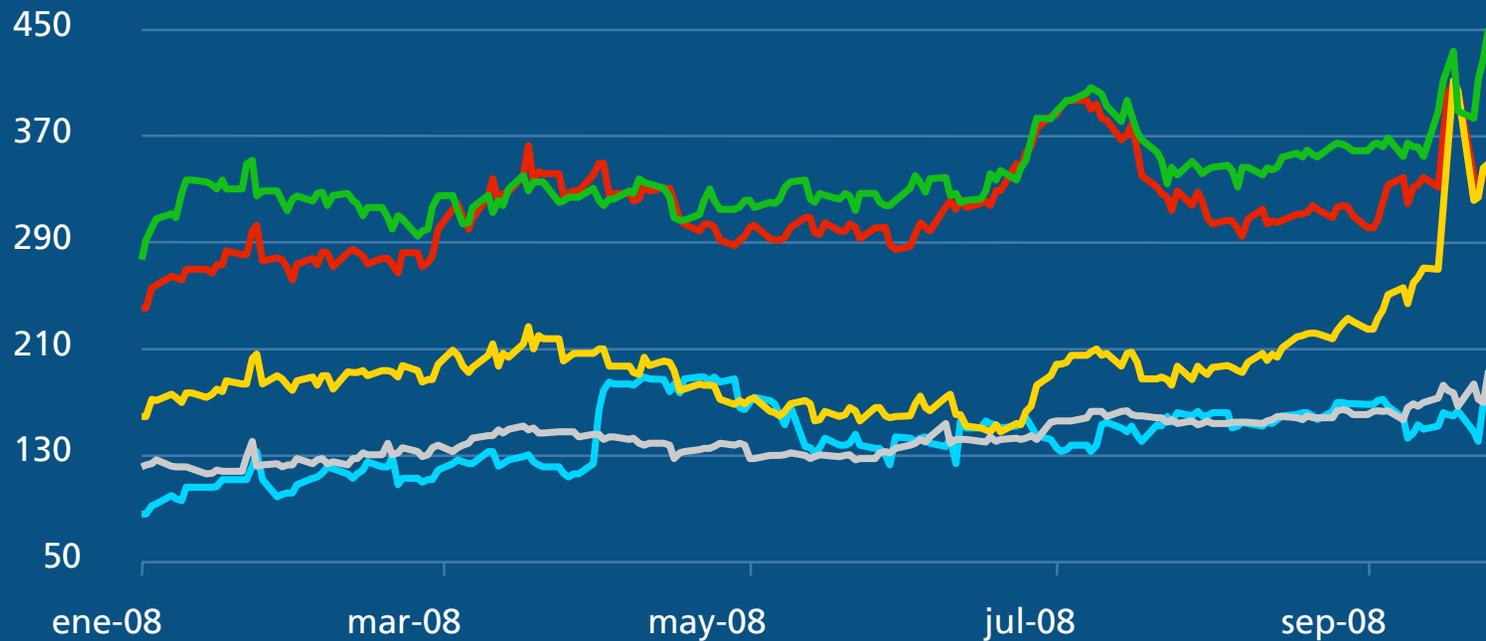
(*) Medido por el *spread de credit default swaps* a 5 años.

Fuente: Bloomberg

...particularmente en los países más vulnerables.



Premios por riesgo de *default* de países de Europa del Este y Asia(*) (puntos base)



— Hungría

— Turquía

— Rusia

— Malasia

— Indonesia

(*) Medido por el *spread* de *credit default swaps* a 5 años.

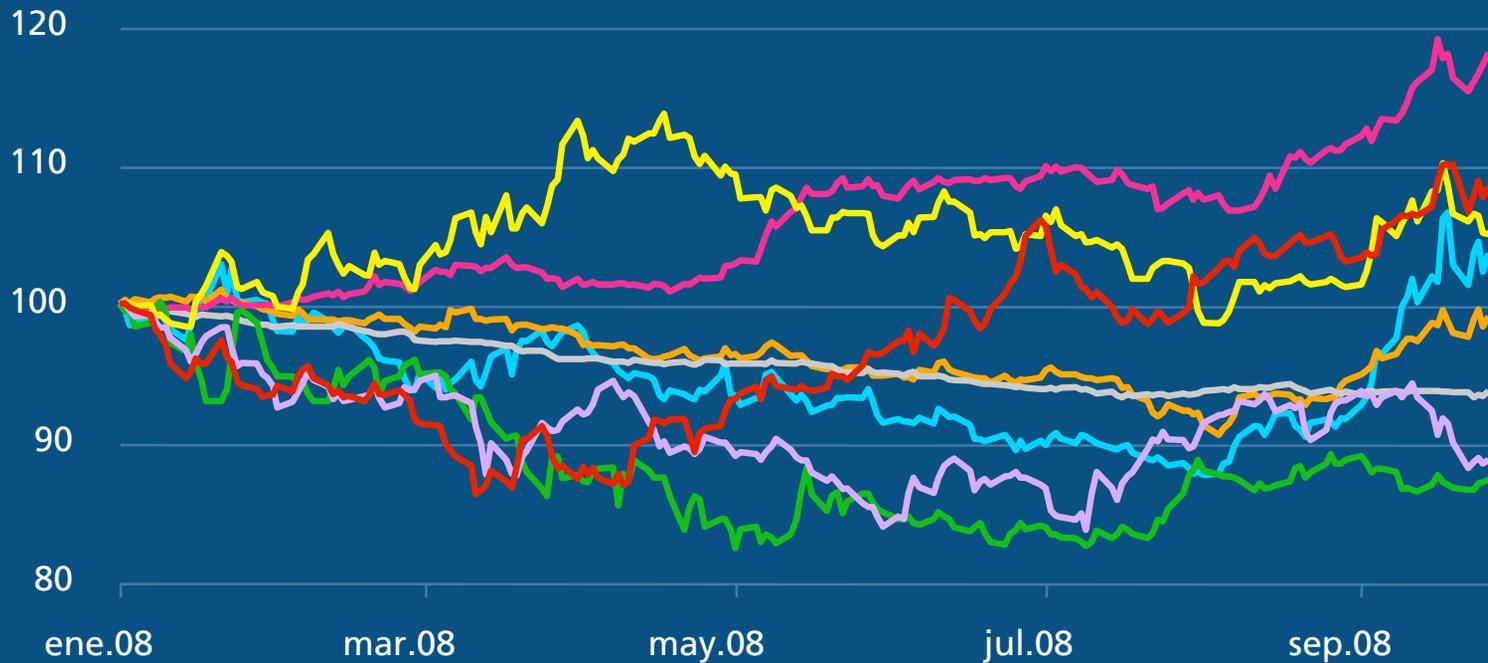
Fuente: Bloomberg

En tanto, la mayoría de sus monedas se han depreciado.



Tipo de Cambio de Países Emergentes

(moneda respectiva por dólar. Índice ene 08 = 100)



- Brasil
- México
- China
- India
- Rusia
- Turquía
- Israel
- Chile

Impacto de la Crisis en Chile



Impacto de la Crisis en Chile

- La crisis financiera mundial va a impactar a la economía chilena a través de los canales mencionados, afectando los precios y el volumen de nuestras exportaciones, así como el costo y el acceso al financiamiento externo.
- Sin embargo, la gran diversificación de las exportaciones chilenas permitirá al país mitigar el impacto de la crisis a través del comercio exterior.
- Y los sólidos fundamentos macrofinancieros de la economía chilena le permitirán también reducir significativamente el impacto de esta a través del canal financiero.

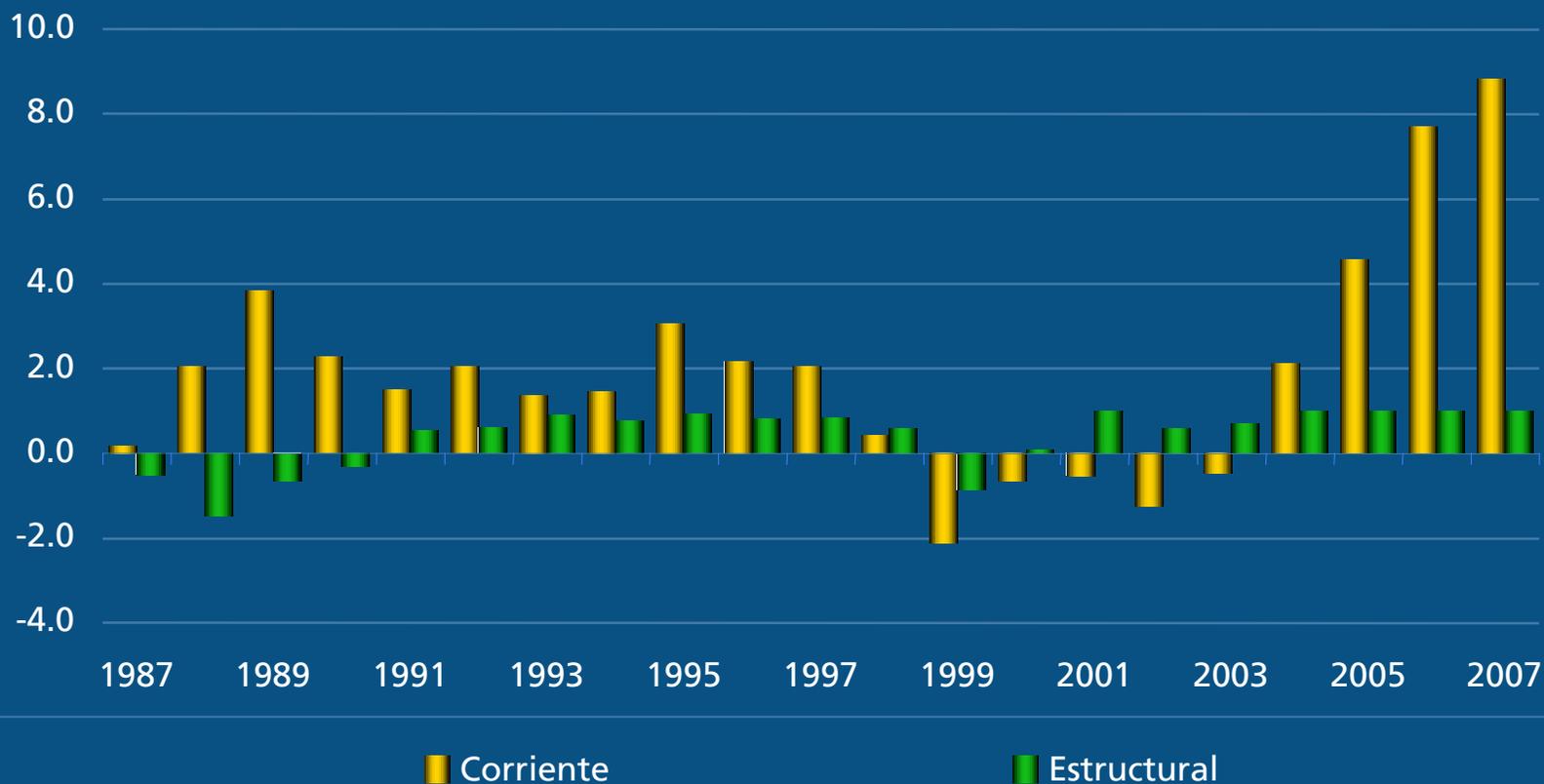
Impacto de la Crisis en Chile

- Chile nunca ha estado mejor preparado para hacer frente a un desafío como el actual:
 - ▲ presenta una sólida situación fiscal, tanto de flujos (con gastos determinados por ingresos de largo plazo) como de stocks (la deuda neta del sector público es negativa);
 - ▲ nuestro sistema financiero está considerado como uno de los más sólidos del mundo: está bien capitalizado, y sujeto a una buena regulación y supervisión;
 - ▲ y cuenta con un Banco Central autónomo con metas de inflación y un régimen de tipo de cambio flotante.
- Ello se refleja en que pese a la profundidad de la crisis, el premio soberano de Chile ha aumentado sólo en forma marginal.

Impacto de la Crisis en Chile



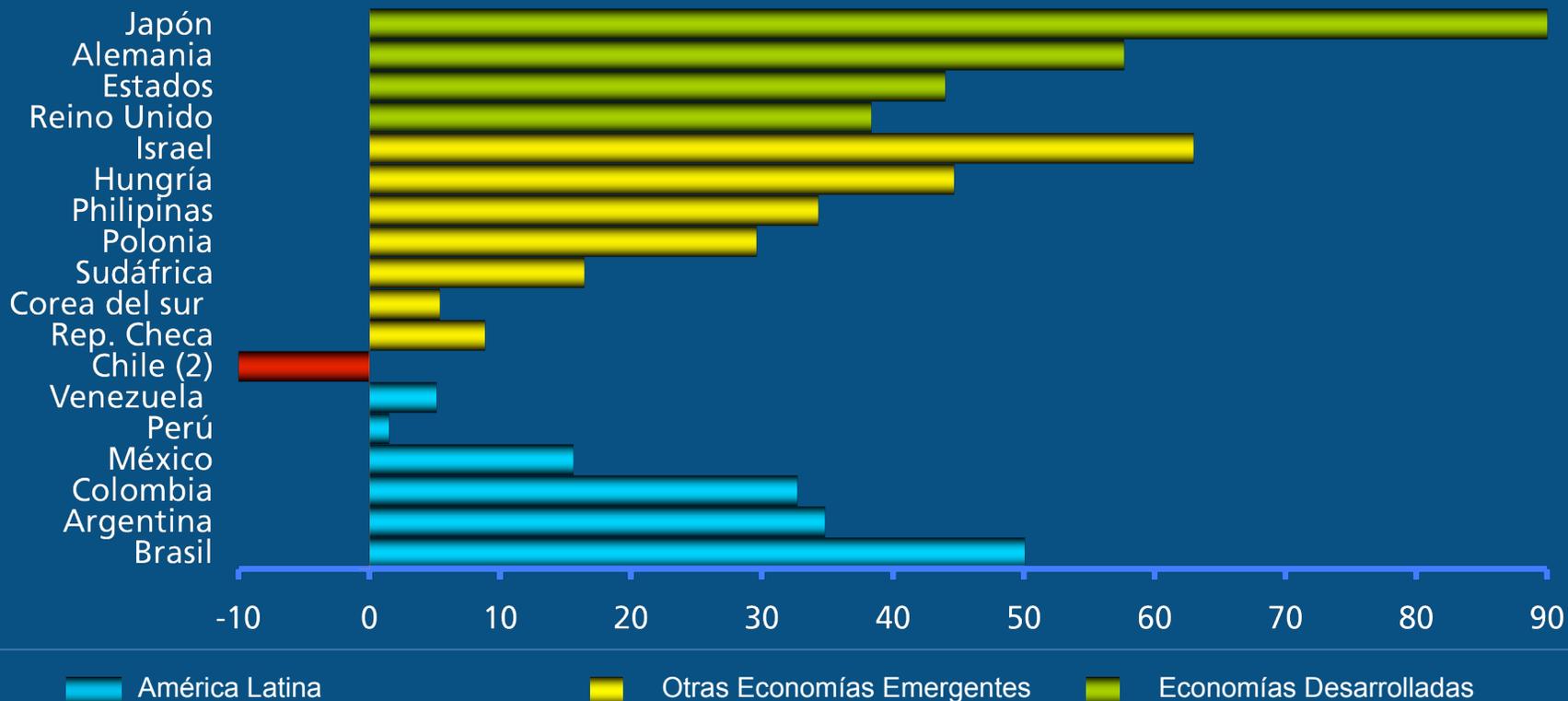
Balance del Gobierno Central (porcentaje del PIB)



Impacto de la Crisis en Chile



Deuda del Gobierno 2007⁽¹⁾ (como % del PIB)



(1) Deuda Neta del Gobierno Central (excluye Reservas Internacionales, Deuda del Banco Central y Previsional).

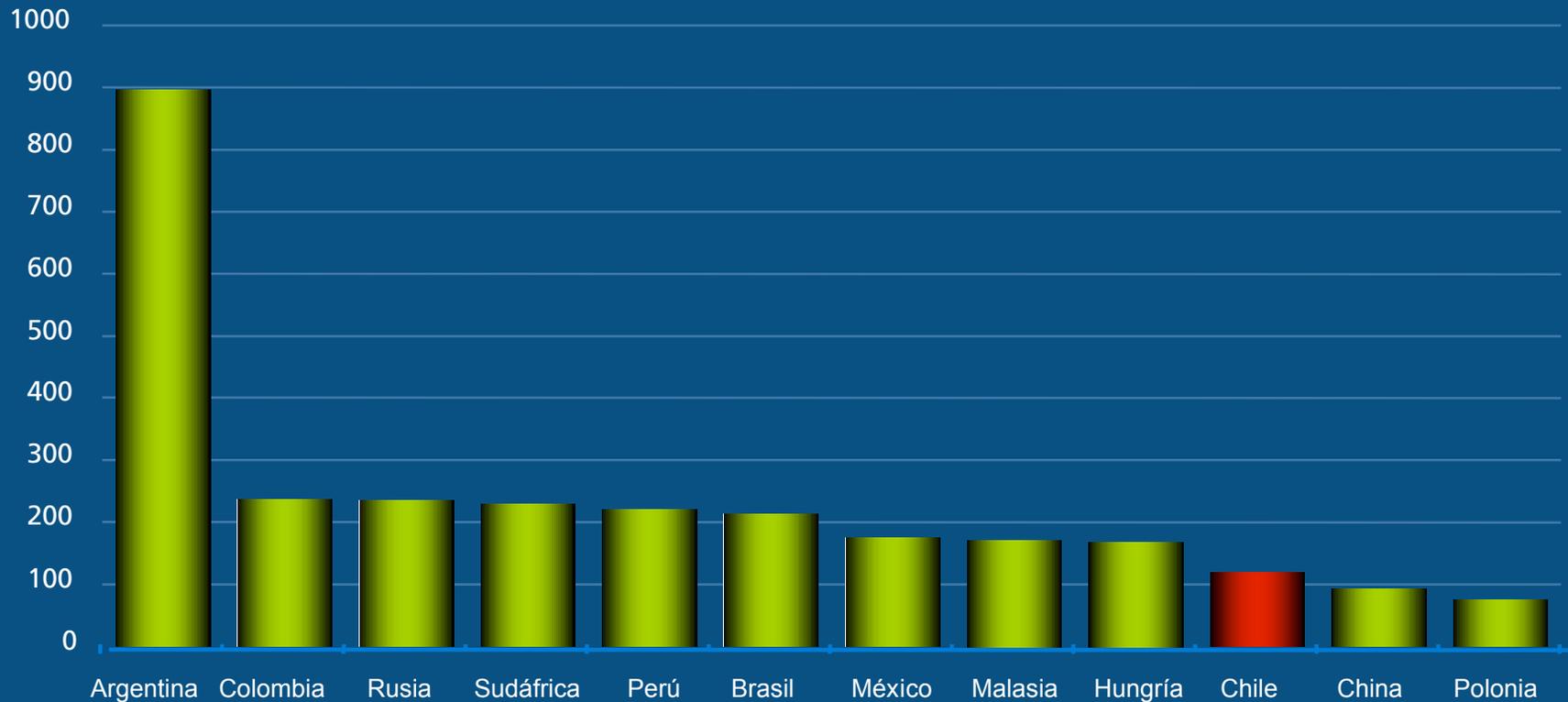
(2) A Diciembre 2007 la Deuda Neta del Gobierno asciende a -13.7% del PIB.

Fuentes: Banco Central de Chile, FMIF, JP Morgan Chase, Moody's, Ministerio de Hacienda.

Impacto de la Crisis en Chile



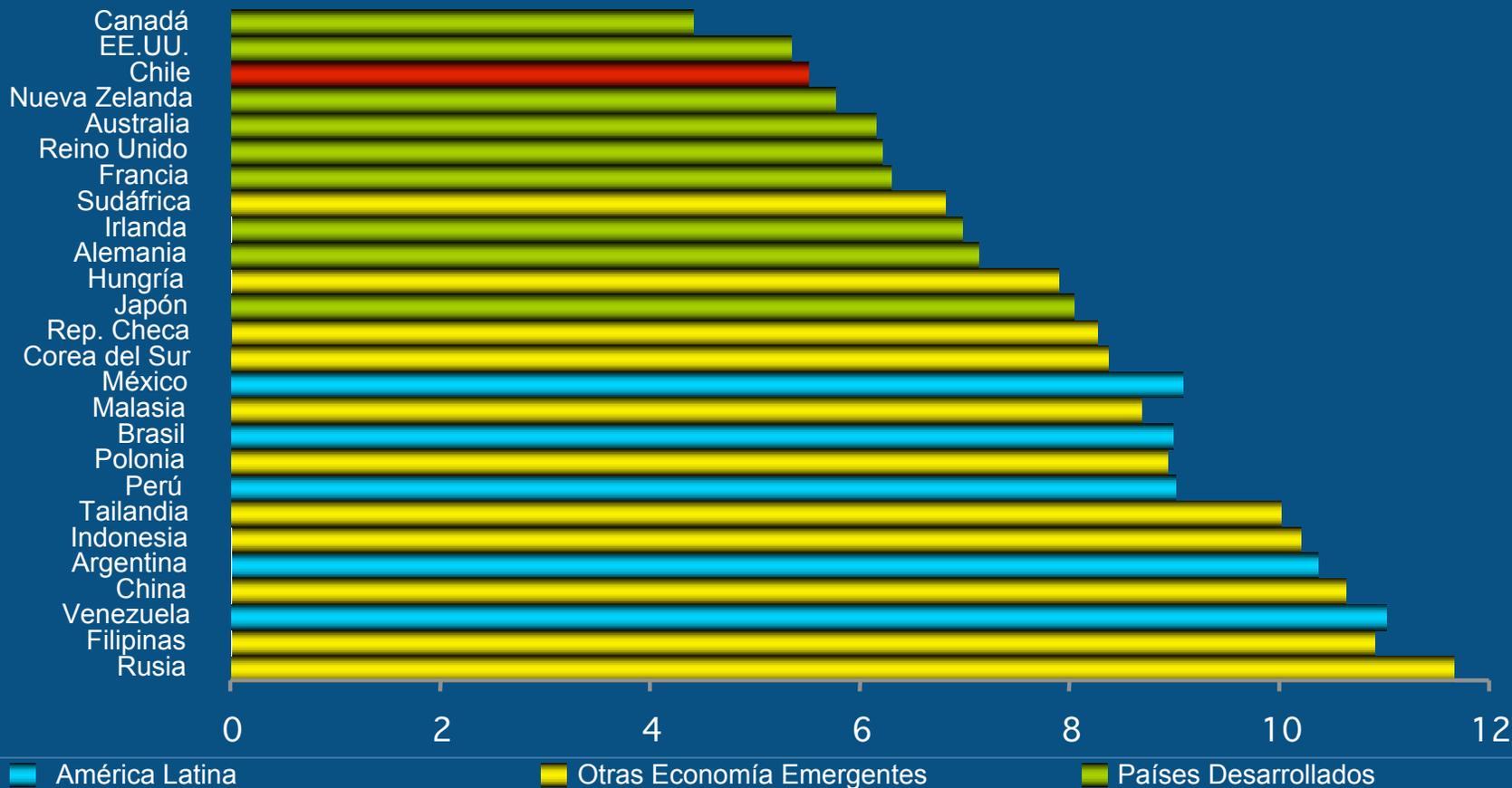
Spread Soberano de Economías Emergentes (al 25 de Septiembre 2008, en puntos base)



Impacto de la Crisis en Chile



Índice de Fortaleza del Sistema Bancario (2007)



Impacto de la Crisis en Chile

- Por lo anterior, la responsabilidad de garantizar la convergencia de la elevada inflación actual a la meta sigue estando en manos de la política monetaria.
- Esta trayectoria será el resultado de una política monetaria restrictiva y de la normalización del ritmo de expansión de la demanda.
- Ello supone que el consumo privado continuará desacelerándose, y que la inversión reducirá su tasa de crecimiento anual.
- Asimismo supone que el gasto público aumentará a tasas menores que las proyectadas para este año, en línea con el compromiso del Ministerio de Hacienda.

Impacto de la Crisis en Chile

- En la eventualidad que una profundización de la crisis financiera internacional induzca un ajuste de la demanda interna superior al requerido para garantizar la convergencia inflacionaria en un horizonte de dos años, no me cabe duda que el Banco Central tomará las acciones de política monetaria que sean necesarias para asegurar dicha convergencia.

Impacto de la Crisis en Chile

- El Banco Central se mantiene atento a la evolución de los mercados y a cualquier manifestación de la crisis internacional en el plano interno.
- Los indicadores de liquidez en dólares y de costo del financiamiento interno en esa moneda muestran incrementos en las últimas semanas, pero que no se apartan significativamente de los observados en semanas previas.
- En caso de observarse desarrollos que afecten la liquidez y el normal funcionamiento de este mercado, la institución adoptará las medidas que considere oportunas.

Impacto de la Crisis en Chile



Tasa US\$ Onshore v/s Libor

(puntos base)



Conclusiones



Conclusiones

- La economía mundial atraviesa por una severa crisis financiera, que ha obligado a una agresiva intervención de las autoridades del mundo desarrollado para evitar el colapso de su sistema financiero.
- Este escenario corresponde a uno de los escenarios de riesgo considerados en el Informe de Política Monetaria de Septiembre.
- Aunque aún es temprano para hacer un juicio definitivo acerca de las consecuencias de esta crisis, está claro que ella tendrá un efecto adverso sobre la actividad del mundo desarrollado.

Conclusiones

- La evaluación preliminar del mercado es que las economías de EE.UU., Europa y Japón enfrentarán una recesión relativamente breve y poco profunda, la que será seguida de una recuperación hacia fines de 2009.
- Para este resultado es clave que el mundo emergente mantenga un cierto grado de dinamismo.
- Sin embargo, no puede descartarse una recesión más duradera y de carácter global, si es que la crisis financiera adquiere un carácter más sistémico.
- Ello arrastraría sin duda al mundo emergente.

Conclusiones

- Los canales a través de los cuales esta crisis afectará al mundo emergente, serán el comercio internacional, los términos del intercambio, y las condiciones financieras.
- Sin embargo, los sólidos fundamentos de la economía chilena y la gran diversificación de su comercio exterior le permitirán mitigar los efectos de la crisis.
- Si bien un menor crecimiento mundial podría dar lugar a un debilitamiento de los precios de los commodities, y a una moderación de la inflación mundial, la tarea de garantizar la convergencia inflacionaria a la meta en un horizonte de dos años sigue estando radicada esencialmente en la política monetaria.

Conclusiones

- En la eventualidad que una profundización de la crisis financiera induzca un ajuste de la demanda interna más intenso que el requerido para garantizar la convergencia inflacionaria en un horizonte de dos años, el Banco Central tomará las medidas que sean necesarias para asegurar dicha convergencia.
- La institución se mantiene atenta a la evolución de los mercados financieros y a cualquier manifestación de la crisis internacional en el plano interno, en cuyo caso tomará las medidas que considere oportunas para garantizar su normal funcionamiento.



Visión Macroeconómica Nacional e Internacional y su Impacto en la Industria Hortofrutícola Nacional

29 SEPTIEMBRE DE 2008

Jorge Desormeaux J.
Vicepresidente

29 Septiembre 2008