

Panorama Macroeconómico y Financiero Chileno

Agosto de 2011

Confidencial

Preparado por Le Fort Economía y Finanzas para uso exclusivo de sus
Clientes Suscriptores (*)



glefortv@leyf.cl

Fono: (+56-2) 202 -8360

(*)Preparado por Guillermo Le Fort Varela con la eficiente asistencia técnica de Daniela Luengo.

INDICE

PANORAMA MACROECONOMICO Y FINANCIERO

I. Executive Summary	4
II. Origen del Riesgo de Crisis Global: ¿EE.UU. o Europa Periférica?	11
1. La Bomba Doble D: Activada en Europa Periférica.....	11
2. La ampliación del problema soberano Europeo.....	12
3. Descalabro fiscal en Estados Unidos.....	15
4. Escenarios de Inflación en USD o Represión Financiera y recesión.....	17
III. Trayectoria del Aterrizaje Suave de la Economía Chilena.....	19
1. El Producto y la Exportaciones por Origen al Segundo Trimestre de 2011.....	19
2. La Demanda Agregada por Destinos.....	20
3. Las cuentas externas y los términos del intercambio.....	21
4. La Actividad y el Gasto en el margen.....	22

ANEXO ESTADISTICO

I. Producción, Demanda y Empleo.....	28
Nacional.....	28
CUADRO 1: Balance Económico	28
CUADRO 2: Imacec.....	29
CUADRO 3: Crecimiento del PIB.....	30
CUADRO 4: PIB Efectivo, Tendencial, Brecha.....	31
CUADRO 5: Imacon, Producción Industrial y Minera y Empleo.....	32
CUADRO 6: Empleo y Desempleo.....	33
CUADRO 7: Componentes de la Demanda Interna.....	34
Internacional.....	35
CUADRO 8: Crecimiento PIB Global por agrupaciones	35
CUADRO 9: Índice de Producción Industrial en países seleccionados	36
II. Sector Externo	37
CUADRO 10: Balanza de Pagos Chile.....	37
CUADRO 11: Índice de Comercio Exterior Chile.....	38
CUADRO 12: Composición de Exportaciones Chile.....	39
CUADRO 13: Composición de Importaciones Chile.....	39
CUADRO 14: Reservas Internacionales Chile	40
CUADRO 15: Deuda Externa Bruta sobre PIB Chile	41

<i>CUADRO 16: Cuenta Corriente en la Economía Global</i>	<i>41</i>
III. Sector Financiero y Monetario	42
Nacional.....	42
<i>CUADRO 17: Tasa de Instrumentos Banco Central de Chile</i>	<i>42</i>
<i>CUADRO 18: Tasa de Interés Sistema Financiero.....</i>	<i>43</i>
<i>CUADRO 19: Agregados Monetarios nominales</i>	<i>44</i>
Internacional.....	45
<i>CUADRO 20: Tasas de Interés de Política Monetaria.....</i>	<i>45</i>
<i>CUADRO 21: Tasas de Mercado.....</i>	<i>46</i>
<i>CUADRO 22: Spread Soberanos</i>	<i>47</i>
<i>CUADRO 23: Índices Bursátiles en dólares.....</i>	<i>48</i>
<i>CUADRO 24: Cantidad de Dinero nominal (M2) en países avanzados.....</i>	<i>49</i>
IV. Precios	50
Nacional.....	50
<i>CUADRO 25: Tasa de Inflación</i>	<i>50</i>
<i>CUADRO 26: Tipo de Cambio Nominal y Real.....</i>	<i>51</i>
Internacional.....	52
<i>CUADRO 27: Paridad Externa por 1 US\$.....</i>	<i>52</i>
<i>CUADRO 28: Precios principales Commodities</i>	<i>53</i>
<i>CUADRO 29: Índice de Precios al Consumidor en países seleccionados.....</i>	<i>54</i>
V.- Fiscal.....	55
<i>CUADRO 30: Ingreso y Gasto Reales Gobierno Central Total</i>	<i>55</i>
<i>CUADRO 31: Ingreso y Gasto como % del PIB Gobierno Central</i>	<i>56</i>
<i>CUADRO 32: Deuda Gobierno General como % del PIB</i>	<i>57</i>

I. Executive Summary

1. **□ The public debt of the so-called peripheral Europe is the origin of the main risks facing the world economy today.** Some of these countries have accumulated excessive public debt, still have large fiscal imbalances and face extremely high rates of re financing. Official international financial support has allowed them so far to meet their debt obligations, but this path can not be followed very long because of the associated "moral hazard". The "default" of Greece is inevitable, and that of Ireland and Portugal is likely. If the default is orderly, combining fiscal adjustment with international financing and hair cuts over the existing debt, it can be successful in avoiding a crisis. A messy default, in which the debtors abandon the fiscal adjustment and neglect their commitments to private, and, eventually, official creditors, implies also a devaluation and a financial crisis with global implications. Countries that are in the next step on the sovereign debt problem, Belgium, Italy, Spain and Hungary, have made progress in fiscal adjustment so as not to require large amounts of additional debt, and their refinancing rates still remain reasonable; however, they are very susceptible to contagion in a scenario of devaluation and default.
2. **The risks in Europe and are important and that overcoming it requires to continue the fiscal adjustment paths, maintaining formal lines and arrange refinancing re ordered structure of public debt problems.** If Europe gets into a financial crisis and recession, global economic activity will slow down sharply, with a chance of repeating a global recession. The depth of the potential crisis suggests that the European authorities will get to establish a cooperative strategy to avoid the implosion of the European system. The market is putting strong pressures on banks, which will require significant amounts of liquidity. The response of the ECB seems pragmatic, buying bonds and injecting liquidity, but to be effective will also require the return of confidence in fiscal solvency. This may be achieved by continuous adjustment or by restructuring public debt, thus leaving the losses in the past. Recent measures of refinancing granted by the ECB have eased the immediate situation in insurance premiums and the risks of "default" of Greece, Ireland and Portugal have fallen but remain high near 1000 bp.
3. **Market concerns regarding the European sovereign debtors have intensified recently for the second tier countries (Belgium, Italy, Spain and Hungary).** Sovereign risk premiums have increased to levels of around 450 basis points over the past two weeks, for several of these countries the premium is now similar to the heights reached during the sub prime crisis. In comparison, the risk premium in the U.S. despite the squabbles of the debt ceiling and the noise of "default", did not increase at all. But the main fears regarding European sovereign crisis refer to its extension to the banking system. The prices of bank stocks are a good indicator of their financial strength, and the Greek and Portuguese banks has fallen to about one tenth of the 2005 stock price, while the Irish banks have a stock price of practically zero. In contrast, Italian and Spanish banks are in a much more comfortable position, with stock prices between 20% and 60% of the 2005 level, however declining.
4. **The fiscal meltdown of the United States is the result of a sum of wrong decisions that have sought to avoid all political costs, which have worsened the secular fiscal deterioration resulting from an aging population.** The government of G.W. Bush entered into wars while cutting taxes, and when the accumulation of debt was beginning to be worrisome, the sub prime crisis came with the associated fiscal stimulus measures. The political disagreement over the size of the government, and that the political parties do not seem willing

to pay any costs related to the choice they make, is resulting in an unsustainable public debt. But America will not fall into "default" because it has monetary financing available. The manner of "default" for the U.S. Treasury is through dollar inflation, a phenomenon that has been present in the price of gold. At the moment inflation is delayed by the global slowdown and the low utilization of resources in the U.S. But, eventually, inflation will take off, because the bias of U.S. monetary policy is and will remain expansionary. This will help all debtors in dollars, including the U.S. Treasury, consumers and banking system, to reduce their still heavy debt burden that is slowing down economic recovery.

5. **Dollar inflation rates in the high single digits are perfectly possible for the next 10 years.** The dollar inflation scenarios are associated to high nominal interest rates as a result of the adjustment in inflationary expectations, particularly in long-term instruments. A scenario of inflation and high rates are favored by the reversal of the global slowdown with rapidly growing emerging economies. Under those conditions, external demand would favor the economic recovery in the U.S., and on the other hand, current account surpluses of emerging economies that have been available to finance the U.S. deficit, would begin to run out, thus pressing upwards real interest rates. There are doubts whether or not emerging economies will be willing to increase domestic demand and accept the real appreciation of their currencies. In this will be very important the support given by the IMF to more expansionary policies in the countries with external surpluses. The dollar inflation scenarios would also be favored by lower demand for U.S. Treasury bonds that may result from reduced savings in surplus countries, or the discovery of alternatives to redirect financial investments. Alternatives to UST bonds are very few; with the problems in Europe and Japan only emerging and advanced non-G-7 countries are left. But these countries generally have abundant savings and limited private investment and public deficit, so that they do not generate a significant supply of financial instruments.
6. **The scenario of dollar inflation is relatively benign, as it is compatible with sustained global growth, and the gradual improvement of fiscal imbalances, but it has risks, particularly if inflation erupts out of control.** The scenarios of most concern are the stagnation and financial repression. In this scenario, the global economy and the U.S. remain in a state of stagnation and free from inflationary pressures. Without an upturn in demand, the funds are forced to continue to finance the growing U.S. public debt. Will the international organizations allow the global economy to remain in a state of stagnation? Only in a state of crisis and shock of the economic and political authorities the destructive implosion is possible throughout the global economy. As a medium-term solution it seems not only terrible, but unlikely.
7. **The second quarter of 2011 recorded a strong expansion of Chile's GDP, which reached almost 7%, driven by sectors such as transport and communications, manufacturing, construction and trade.** The GDP of the natural resource sectors grew only 4% despite the strong expansion of agriculture. Chile's GDP growth has been slowing down and would continue to do so in the rest of the year, but with sectors like construction that maintain a high economic expansion, the economy would have a soft landing at rates somewhat above 5% in the second half of 2011. On the other hand, export volumes have a healthy growth owing to industrial and service exports, still favored by the very low base of comparison caused by the earthquake. We expect a slowdown in these exports, but in contrast, mining exports, and particularly copper, should present accelerations towards the end of the year.

8. **The expansion of economic activity continues to be driven by domestic demand; despite the strong expansion of exports, net foreign demand continues to shrink due to increased imports.** The contraction in net external demand has moderated sharply this year, yet external demand will continue to contribute negatively to GDP growth in coming quarters. Domestic demand continues to expand at high rates, nearly double digits, under the shared leadership of fixed capital formation and private consumption. Durable consumption is still growing at double digits, but should gradually slow down. Gross fixed capital formation remains dynamic, although machinery and equipment is already slowing. The main factor that is slowing down Chilean domestic demand is the accumulation of inventories, which went from representing an expansion of several points of GDP last year to virtually zero in the second quarter of 2011. In the coming quarters, the slow-down of domestic demand should gradually deepen, but it should continue to expand faster than GDP.
9. **The favorable terms of trade continue to improve, although at decreasing rates.** The latest data for the second quarter of 2011 still show an improvement in TOT due to soaring prices for mining exports. The rate of increase in import prices is also still high due to the effects of rising fuel prices, but both should moderate in coming quarters owing to, at least temporary, falling prices of commodities. The external accounts have begun to show signs of some deterioration, which responds to the sustained expansion of domestic demand at rates higher than those of output. For the year as a whole, we expect a similar result, close to balance, which depends on the slowdown in domestic demand and the postponement of the terms of trade deterioration. The current account balance will be financed by a pronounced financial account surplus, which is resulting from the reversal of net capital outflows in portfolio and other investment.
10. **The slowdown in the Chilean economy seems stronger in annual comparisons than in comparisons with the previous quarter, as the economy grows at a stable velocity rate of 5% per year throughout the first half of 2011.** It is expected that the still stable velocity of activity will marginally fall in coming months, while that of employment, which has move in parallel so far, will have a more pronounced decline. One of the most dynamic productive sectors has been construction, expanding at speeds that reached double digits in the first months of this year. But indications from the shipments of cement are showing that the maximum point of expansion was reached in June. Total exports have maintained a slow velocity, as the contraction in mining exports have been more than compensated by the strong expansion of industrial exports.
11. **The quarter to quarter velocity of domestic demand slowed sharply in early 2011, but has since stabilized at annual rates of around 5%.** Consumption and inventories showed a minimum speed near stagnation in the first quarter, but towards the third quarter they have recovered strength with velocity rising to around 5%. Capital formation has become more dynamic in recent months, partly reversing the deceleration shown in the last months of 2010, first under the impulse of construction and then with a revival of investment in machinery and equipment. The volume of imports confirms the story of deceleration and reacceleration of domestic demand. But imports of intermediate, capital goods and consumer goods again show a sharply declining velocity in August and September, which may signal an inflection point.

1. **El sobre endeudamiento público de la llamada Europa periférica es el origen de los principales riesgos que hoy enfrenta la economía mundial.** Algunos países que tienen endeudamiento público muy elevado, continúan con desequilibrios fiscales amplios y enfrentan tasas de refinanciamiento altísimas. El apoyo financiero de las agencias oficiales les ha permitido cumplir con sus vencimientos, pero este camino no puede ser seguido muy lejos porque estimula el “moral hazard”. El “default” de Grecia es inevitable, y el de Irlanda y Portugal, probable. Si este es ordenado y combinan el ajuste fiscal con financiamiento oficial más recortes de la deuda existente, la crisis puede ser evitada. Un “default” desordenado, en el que los deudores abandonan el ajuste fiscal y reniegan de sus compromisos con acreedores privados, y, eventualmente, oficiales, resultaría en una crisis financiera en Europa, con implicancias globales. Los países que están en el siguiente escalón de sobre endeudamiento soberano, Bélgica, Italia, España y Hungría, han avanzado en su ajuste fiscal como para no necesitar grandes cantidades de endeudamiento adicional, y sus tasas de refinanciamiento continúan siendo todavía razonables, pero son muy susceptibles al contagio en un escenario de devaluación y default.

2. **Los riesgos en Europa ya son importantes y su superación requiere de continuar las sendas de ajuste fiscal, mantener líneas de refinanciamiento oficial y organizar reestructuraciones ordenadas de la deuda pública en problemas.** Si Europa cae en una crisis financiera y recesión, el resto del mundo se desacelerará más pronunciadamente, con alguna probabilidad de que se repita la recesión global. La profundidad de la posible crisis hace pensar que las autoridades europeas conseguirán establecer una estrategia cooperativa que evite la implosión del sistema europeo. La presión del mercado es fuerte en particular sobre los bancos, los que pueden llegar a requerir cantidades de importantes de liquidez. La respuesta del BCE parece pragmática, comprando bonos e inyectando liquidez, pero para que sea efectiva requiere además del retorno de la confianza en la solvencia fiscal de los países de la región. Esta se consigue con ajuste y con una reestructuración de la deuda, la que realiza de una vez las pérdidas dejándolas en el pasado. Las medidas recientes de refinanciamiento otorgado por el BCE ha aliviado la situación en lo inmediato y las primas de seguro del riesgo de “default” de los GIP han caído, aunque se mantienen elevadas cerca o sobre los 1000 pb.

3. **Las preocupaciones del mercado relativas a la crisis soberana europea se han intensificado para los países del segundo escalón (Bélgica, Italia, España y Hungría) y redirigido hacia la banca.** Las primas de riesgo soberano se han incrementado a niveles del orden de los 450 puntos base en las últimas dos semanas, lo que para varios de estos países representa máximos históricos similares a los alcanzados durante la parte más álgida de la crisis sub prime. En comparación la prima de riesgo de los EUA, a pesar de las trifulcas del techo de la deuda y los ruidos sobre un “default” auto infringido, nunca llegó a incrementarse significativamente. Pero los principales temores respecto a la crisis soberana europea se refieren a su extensión al sistema bancario. Los precios de las acciones de los bancos son un buen indicador de la valoración que el mercado les otorga y la de los bancos griegos y portugueses ha bajado a cerca de un décimo del precio de 2005, y la de los irlandeses es prácticamente de cero. En contraste, los bancos italianos y españoles están en una situación bastante más confortable, con precios de acciones entre 20% y 60% del valor de 2005.

4. **El descalabro fiscal en los Estados Unidos es el resultado de una suma de decisiones erradas que han buscado eludir costos políticos, lo que ha ido agravando el deterioro fiscal secular que resulta del envejecimiento de la población.** El gobierno de G.W. Bush impulsó la guerra, y redujo impuestos, y cuando la acumulación de deuda ya empezaba a preocupar vino la crisis sub prime y las medidas de estímulo fiscal. El desacuerdo político respecto del tamaño del Estado, y que los partidos norteamericanos no parecen dispuestos a pagar los costos relativos a la opción que toman, da como resultado un endeudamiento insostenible. Pero Estados Unidos no va a caer en “default” porque tiene financiamiento monetario disponible. La forma de realizar “default” para el Fisco Norteamericano es a través de la inflación en dólares, fenómeno que se ha insinuado en los precios del oro. Por el momento la inflación se posterga con la desaceleración global y la baja utilización de recursos en EUA. Pero eventualmente la inflación va a prender porque el sesgo de la política monetaria norteamericana es y seguirá siendo expansivo. Esto ayudará a todos los deudores en dólares, incluido el fisco, los consumidores y el sistema bancario norteamericano, a reducir el peso del fardo de endeudamiento que retarda su recuperación.
5. **Tasas de inflación en dólares en el segmento alto de un dígito son perfectamente posibles para los próximos 10 años.** Los escenarios de inflación en dólares son de tasas de interés nominales altas, las que se incorporan en forma de expectativas particularmente en los instrumentos de largo plazo. Un escenario de inflación y tasas altas se ve favorecido por la superación de la desaceleración global con un rápido crecimiento de las economías emergentes, impulsadas por sus demandas internas. Bajo esas condiciones se cumplen dos cosas, primero hay demanda para la recuperación del nivel de actividad de los EUA, y por la otra, los excedentes en cuenta corriente de las economías emergentes, que han estado disponibles para comprar bonos del tesoro y financiar el déficit norteamericano, empezarán a escasear, presionando con ello al alza las tasas de interés. Las dudas están si existirá o no la voluntad de las economías emergentes de incrementar su demanda interna y aceptar la apreciación real de sus monedas. En esto será muy importante el apoyo que el FMI le otorgue a las políticas más expansivas de los países con superávit externos. Los escenarios de inflación en dólares también se verían favorecidos por una menor demanda por los bonos del Tesoro americano. Para que esto ocurra se requieren o la reducción de los ahorros en los países superavitarios, o que se desarrollen alternativas para reorientar las inversiones financieras. Las alternativas a los bonos del UST son muy pocas, con los problemas en Europa y Japón solo quedan los países emergentes y los avanzados no G-7, pero estos en general tienen ahorros abundantes y su inversión privada y déficit público es limitado de forma que no generan una oferta muy significativa de instrumentos financieros.
6. **El escenario de inflación en dólares es relativamente benigno, ya que es compatible con el crecimiento de la economía global y la superación gradual de los desequilibrios fiscales sin traumas mayores, pero tiene riesgos, particularmente que la inflación se desate fuera de control.** El escenario más preocupante es el de estancamiento y represión financiera. En este, la economía global, y también la norteamericana, se mantienen en un estado de estancamiento y libres de presiones inflacionarias. No hay reactivación de la demanda, de manera que los capitales son forzados a seguir financiando la creciente deuda pública norteamericana. ¿Permitirán las organizaciones de países que la economía global se mantenga en un estado de estancamiento sub óptimo? Solo en un estado de crisis y estupor de las autoridades económicas y políticas es posible una implosión destructiva en toda la economía global

originada en el sobre endeudamiento Europeo y Norteamericano. Como solución de mediano plazo parece no sólo terrible sino que, por lo mismo, poco probable.

7. **El segundo trimestre de 2011 registró una fuerte expansión del PIB chileno, que casi alcanzó a 7% anual, impulsada por sectores de demanda como transporte y comunicaciones, la industria manufacturera, la construcción y el comercio.** El PIB de los sectores de recursos naturales crece apenas 4%, a pesar de la fuerte expansión de la Agricultura. El crecimiento del PIB chileno se ha estado desacelerando y debería continuar haciéndolo en el resto del año, pero con sectores como la construcción que mantendrían expansiones elevadas la economía tendría un aterrizaje suave a tasas algo sobre 5% en lo que resta del año. Por otra parte, los volúmenes de las exportaciones presentan un saludable crecimiento gracias a las exportaciones Industriales y las de servicios, todavía favorecidas por la muy baja base de comparación generada por el terremoto. Esperamos una desaceleración del crecimiento de estas exportaciones, pero en contraste las exportaciones mineras, y en particular las de cobre, tendrían una aceleración hacia fines del año.
8. **La expansión de la actividad continúa siendo empujada por la demanda interna ya que a pesar de la expansión de las exportaciones, la demanda externa neta continúa contrayéndose debido al incremento de las importaciones.** La contracción de la demanda externa neta se modera marcadamente respecto de la registrada en 2010 y también respecto de la del primer trimestre de este año. Así y todo, seguirá contribuyendo negativamente a la expansión del PIB en los próximos trimestres. La demanda interna continúa expandiéndose a tasas elevadas, de casi dos dígitos, con el liderazgo ahora compartido de la formación de capital fijo y el consumo privado. El consumo de durables aún mantiene tasas de expansión de dos dígitos, pero se desacelera gradualmente. La formación bruta de capital fijo también sigue dinámica, aunque maquinaria y equipo se está desacelerando. El principal factor de desaceleración de la demanda es la acumulación de inventarios, la que pasó desde representar una expansión de demanda de varios puntos del PIB el año pasado, a prácticamente cero este último trimestre. En los próximos trimestres la desaceleración de la demanda interna debería profundizarse gradualmente, pero continuaría expandiéndose más rápido que el PIB.
9. **Los favorable términos del intercambio se siguen haciendo incluso más favorables, aunque a tasas decrecientes.** Los últimos datos correspondientes al segundo trimestre de 2011 todavía indican una mejoría en los TI gracias al fuerte incremento de los precios de las exportaciones mineras. La tasa de incremento de los precios de las importaciones continúa elevada por efectos de las alzas de los combustibles, pero ambas deberían moderarse en los próximos trimestres con la estabilización, al menos transitoria, de los precios de los commodities. Las cuentas externas han empezado a dar muestras de cierto deterioro, el que responde a la expansión de la demanda interna a tasas elevadas y sostenidamente mayores que las del producto. Para el año como un todo, se espera un resultado similar, cercano al balance, el que depende de que la desaceleración de la demanda interna continúe siendo más pronunciada que la del PIB y que el deterioro de los términos del intercambio siga postergado. El balance en cuenta corriente será más que financiado por un pronunciado superávit en la cuenta financiera, el que resulta de un freno e incluso reversión de las salidas netas de capitales por inversión de cartera y otra inversión.

- 10. La desaceleración de la economía chilena se registra con más fuerza en las comparaciones interanuales que con los trimestres inmediatamente anteriores ya que la actividad económica crece a una velocidad inter-trimestral estable de 5% anual.** Se espera que la velocidad de expansión del imacec se reduzca marginalmente en los próximos meses, mientras que la del empleo, que se ha mantenido en paralelo con la del producto, tenga un descenso algo más pronunciado. De los sectores productivos el más dinámico ha sido la construcción, la que llegó a expandirse a velocidades de dos dígitos en los primeros meses de este año. Pero los despachos de cemento muestran estar superando un punto de expansión máximo en junio. Las exportaciones totales mantienen una velocidad reducida a pesar de la contracción que presentan las exportaciones mineras, esto gracias a la fuerte expansión de las exportaciones industriales.
- 11. La velocidad inter trimestral de la demanda interna se desaceleró pronunciadamente a inicios de este año, pero desde entonces ha sostenido velocidades de expansión en torno al 5% anual.** El Consumo e inventarios presentó una velocidad mínima, cerca del estancamiento, pero hacia el tercer trimestre parece retomar fuerzas hacia tasas del orden de 5% real anual. La formación de capital se ha presentado más dinámica durante los últimos meses, revirtiendo en parte la fuerte desaceleración mostrada en los últimos meses de 2010, primero bajo el impulso de la construcción, y luego por un renacimiento de la inversión en maquinaria y equipo. Los volúmenes de importaciones confirman la historia de desaceleración y reacceleración de la demanda interna. Pero tanto las importaciones de bienes intermedios como las de bienes de capital y de consumo muestran nuevamente una velocidad en declinación en agosto y septiembre, que será necesario observar.