

# Situación Chile

*El desafío de crecer con menores estímulos y con el ajuste minero en curso*

# Índice

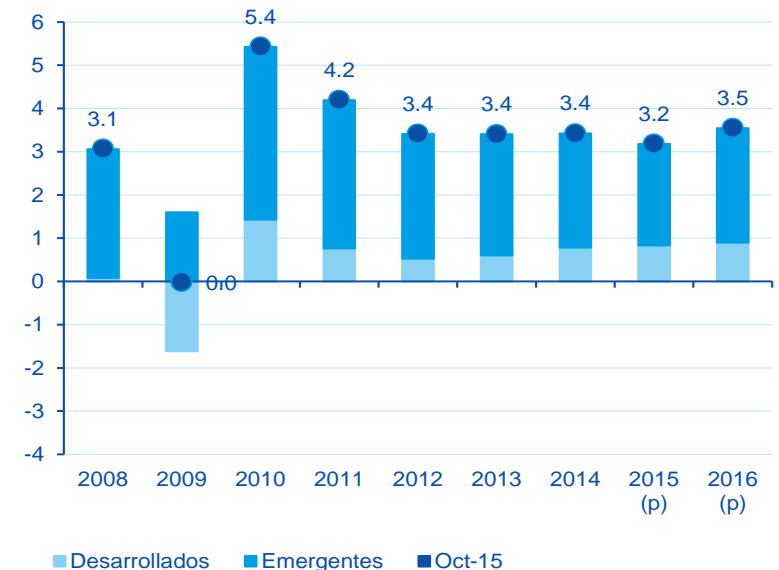
1. **Escenario Internacional**
2. Economía Chilena

# Principales mensajes

- 1 Nueva revisión a la baja del crecimiento mundial.** Al freno en emergentes se une el riesgo de que la mejora de las economías desarrolladas sea más lenta.
- 2 En EE.UU. el crecimiento parece estar ajustándose a ritmos tendencialmente más bajos.** La mejora del sistema bancario y el desapalancamiento privado son un soporte, pero la moderación de la productividad pesa en las perspectivas de medio plazo.
- 3 El balance de riesgos sigue siendo bajista:** un rebalanceo hacia economías desarrolladas insuficiente para compensar el ajuste en marcha en emergentes, un ajuste brusco en China o eventos geopolíticos.

## Crecimiento mundial (% y pp)

Fuente: BBVA Research



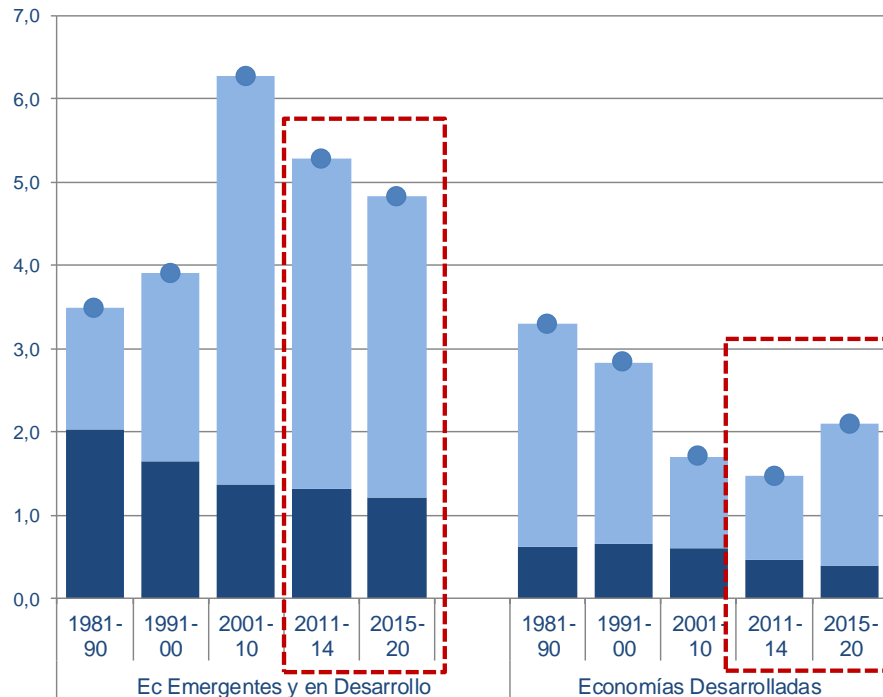
# La expectativa de mejora del crecimiento mundial descansa en las economías desarrolladas

| % , promedio anual  | 1981-90 | 1991-00 | 2001-10 | 2011-14 | 2015-20 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Crecimiento Mundial | 3,4     | 3,3     | 3,9     | 3,6     | 3,7     |

Fuente: FMI

## Crecimiento, población y crecimiento per cápita

Fuente: BBVA Research con datos del FMI y del Banco Mundial



■ Población ■ Crecimiento per cápita ● Crecimiento

Los últimos cinco años han sido el primer periodo al menos desde los años 80 en el que emergentes y desarrollados frenaron simultáneamente su crecimiento

La reestructuración de China, el freno en la globalización comercial (¿y financiera?) y el menor aumento de la población mundial ponen límites al crecimiento global

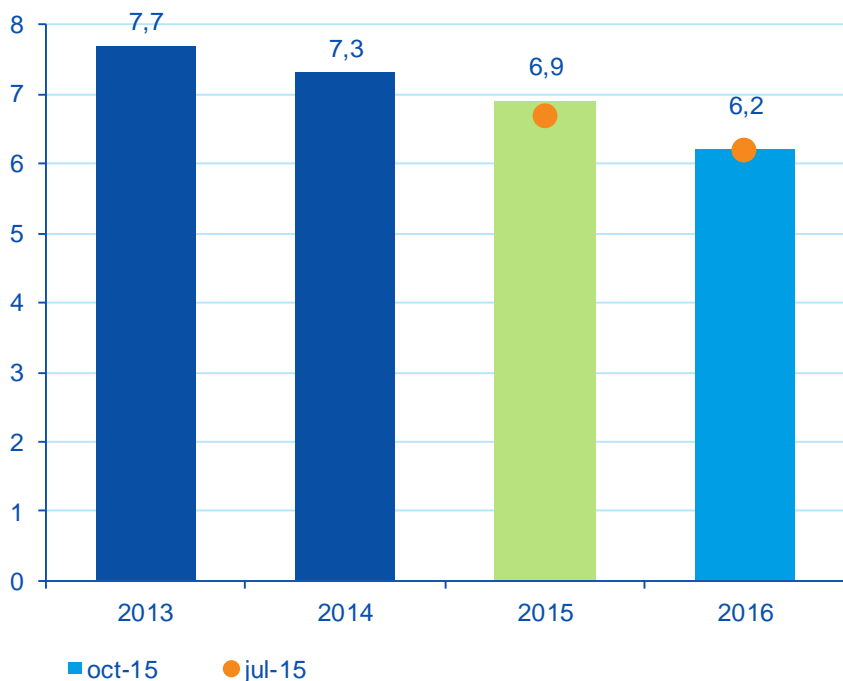
La mejora del crecimiento deberá venir de mejoras del PIB per cápita, y por lo tanto de la productividad, especialmente en los países desarrollados

# China: se mantiene la incertidumbre sobre el medio plazo

## China: crecimiento del PIB (%).

Previsiones 2015-16

Fuente: BBVA Research



Indicadores alternativos de crecimiento se desaceleran más rápido que las cifras oficiales...

..., pero pueden estar sobredimensionando la importancia de la industria frente al creciente peso de los servicios

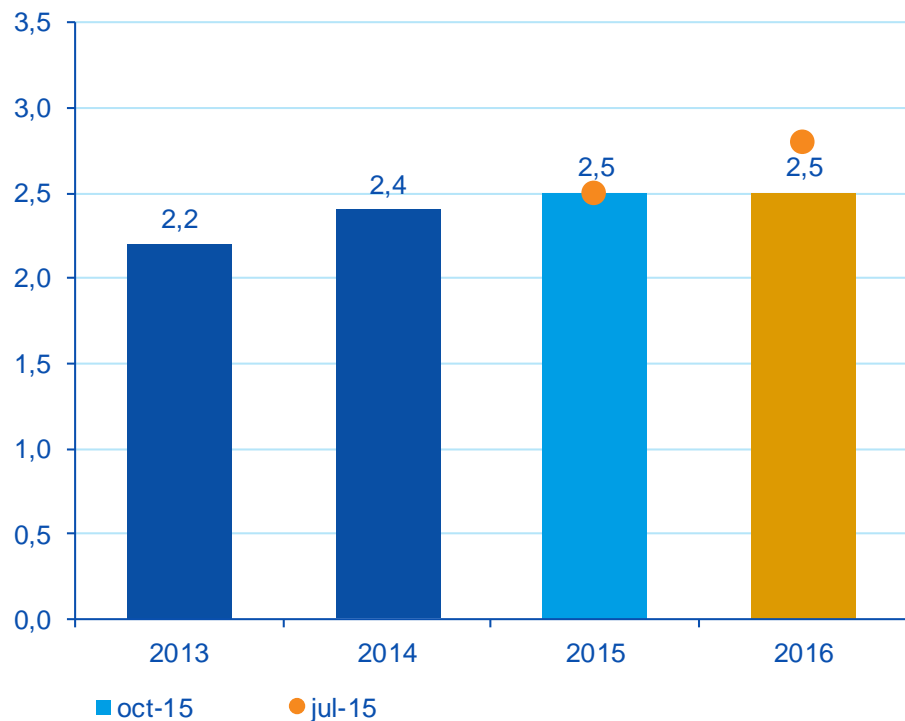
El apoyo de la política monetaria y fiscal se intensifica, y avanzan las reformas en el sector financiero

| Inflación | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------|------|------|------|------|
| Oct-15    | 2,6  | 2,1  | 1,6  | 2,0  |
| Jul-15    | 2,6  | 2,1  | 1,6  | 2,0  |

# EEUU: un crecimiento un poco menos robusto al esperado, por el deterioro externo

## EE.UU.: Crecimiento del PIB (A/A, %)

Fuente: BBVA Research, BEA



La fortaleza del dólar, el freno de la demanda externa y de la inversión en el sector energético pesan en un PIB apoyado por el consumo de los hogares

Un nuevo ciclo de crédito tras el fortalecimiento del sistema bancario y el desapalancamiento privado puede dar un impulso adicional al crecimiento

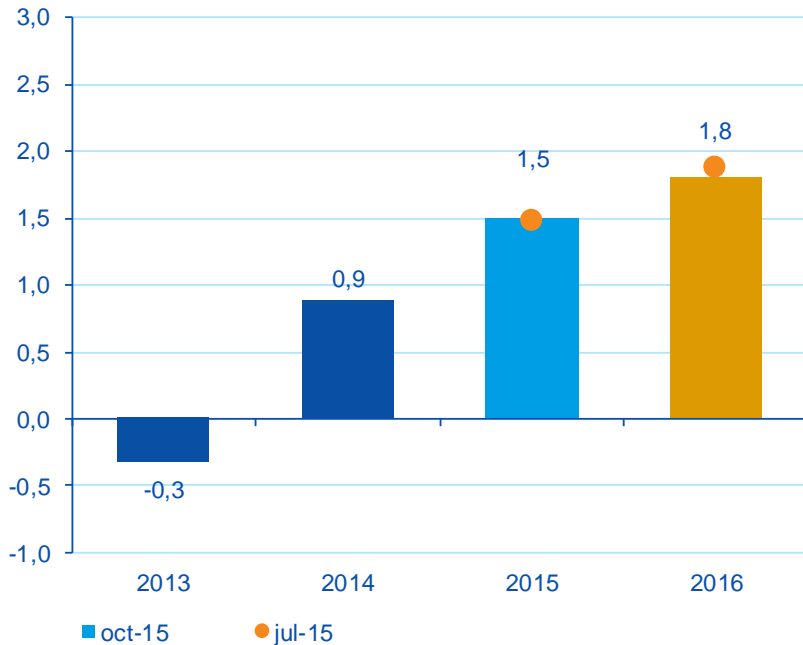
La subida de la FED en diciembre es probable, pero el ritmo de alzas será menos intenso de lo esperado hasta ahora

| Inflación | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------|------|------|------|------|
| Oct-15    | 1.5  | 1.6  | 0.2  | 1.8  |
| Jul-15    | 1.5  | 1.6  | 0.5  | 1.8  |

# La eurozona: la demanda doméstica aguanta, pero la inflación se aleja del objetivo del BCE

## Eurozona: Crecimiento del PIB (A/A, %)

Fuente: BBVA Research



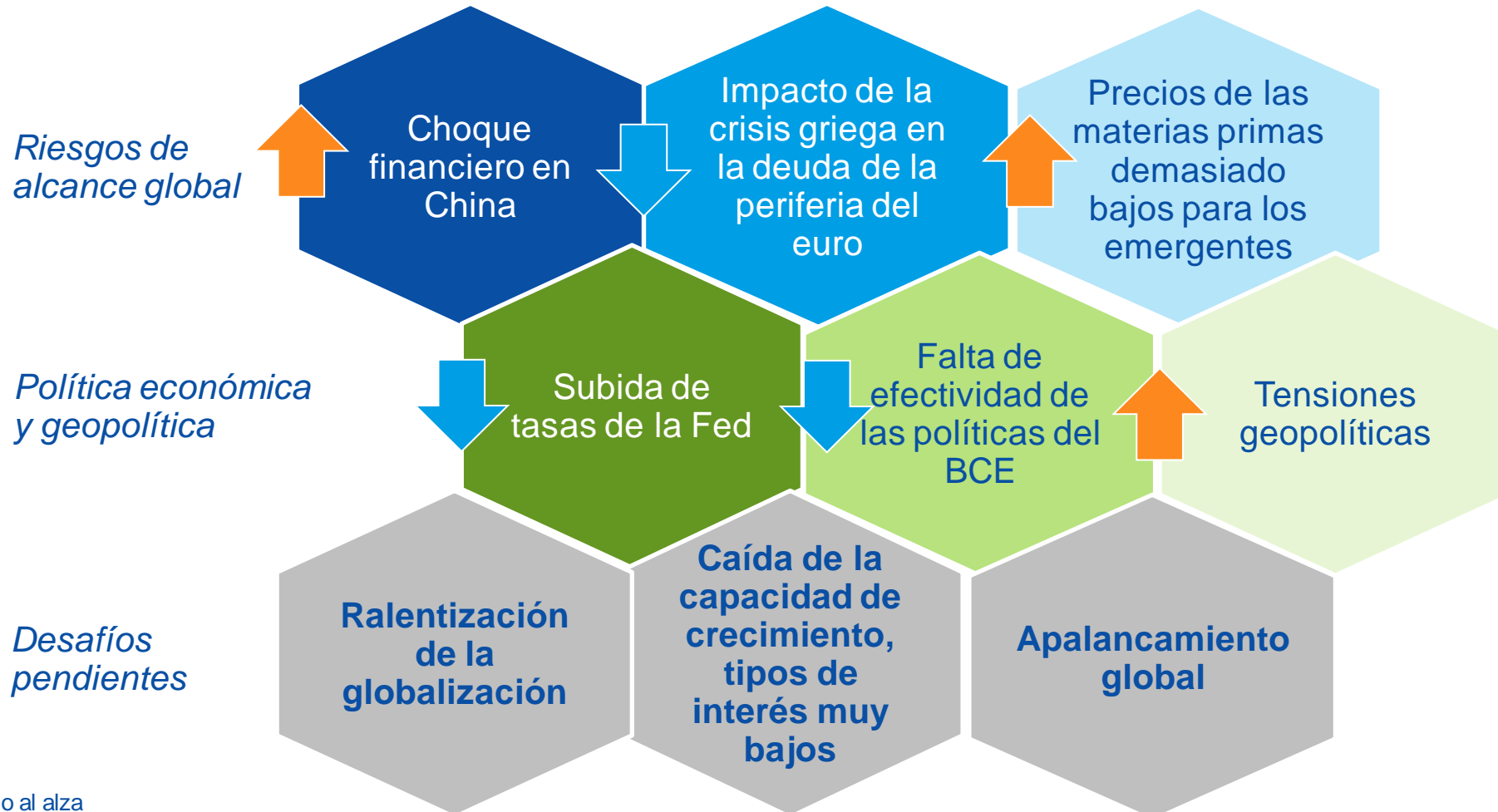
**Fortaleza del consumo privado** con el apoyo de la renta disponible (empleo y caída del precio del petróleo)

La caída del petróleo y el deterioro externo arrastran a **la baja las expectativas de inflación**, que no se acercan al objetivo del BCE hasta finales de 2017

Los eventos geopolíticos (Ucrania, ISIS) y la crisis de los refugiados son riesgos para Europa que se unen a la necesidad de avances institucionales

| Inflación | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------|------|------|------|------|
| Oct-15    | 1,4  | 0,4  | 0,1  | 1,1  |
| Jul-15    | 1,4  | 0,4  | 0,3  | 1,3  |

# Factores de riesgo



Riesgo al alza  
 Riesgo a la baja



# Índice

1. Escenario Internacional

**2. Economía Chilena**

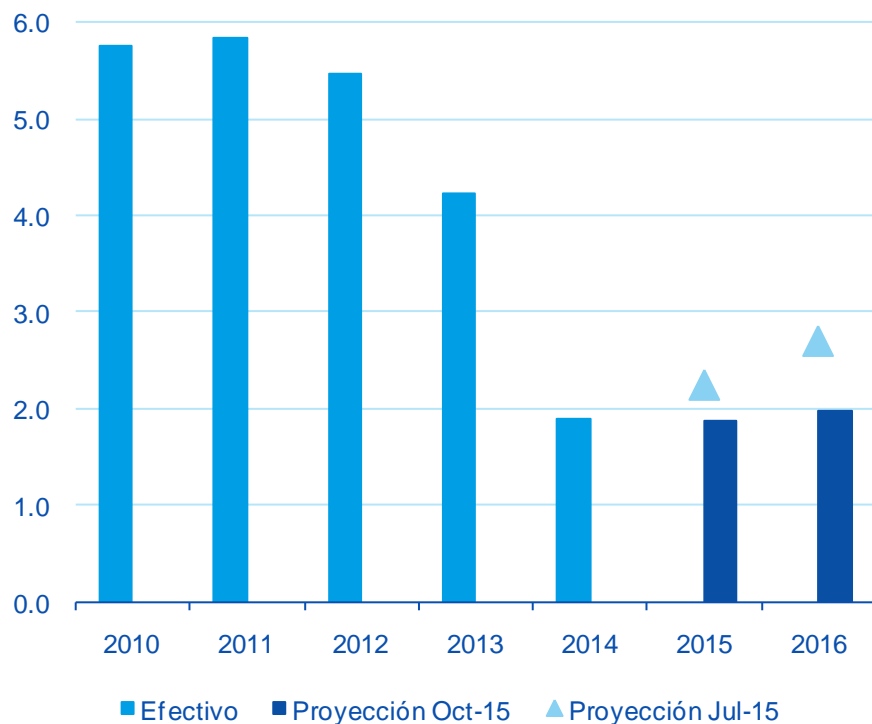
# Mensajes Clave

- **Crecimiento 2016 con techo en 2%.** Riesgos sesgados a la baja, vinculados con escenario externo, confianza y ajuste del sector minero.
- **Se estanca la creación de empleos.** Pese a bajo desempleo INE, otros indicadores del mercado laboral dan cuenta de mayor fragilidad.
- **Economía debe adaptarse a una “nueva realidad fiscal”:** financiamiento para educación y salud requerirá futuros recortes de gastos en otras partidas del presupuesto.
- **Ajuste cambiario habría finalizado:** si bien en el corto plazo podemos ver el CLP transitoriamente en niveles de 700, con los fundamentos actuales no es un nivel sostenible. Riesgo: caída del cobre bajo US\$ 2 la libra.
- **Espacios acotados para alzas de tasas adicionales:** bajo crecimiento se mantendría e **inflación convergerá a la meta** si no tenemos nuevas sorpresas cambiarias.

# Crecimiento de Chile con techo en 2% en 2016 no escapa a la tendencia regional

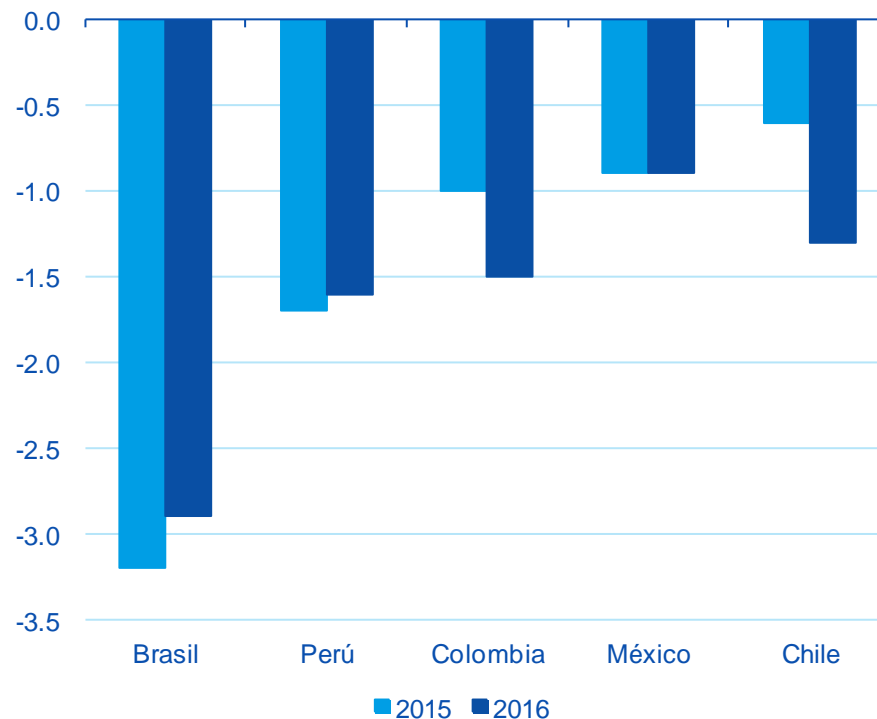
**Crecimiento del PIB real y proyecciones (var. % a/a)**

Fuente: BCCh, BBVA Research



**Correcciones a proyección de crecimiento del PIB para 2015 y 2016\* (porcentaje)**

Fuente: BBVA Research en base a información de Consensus Forecast.

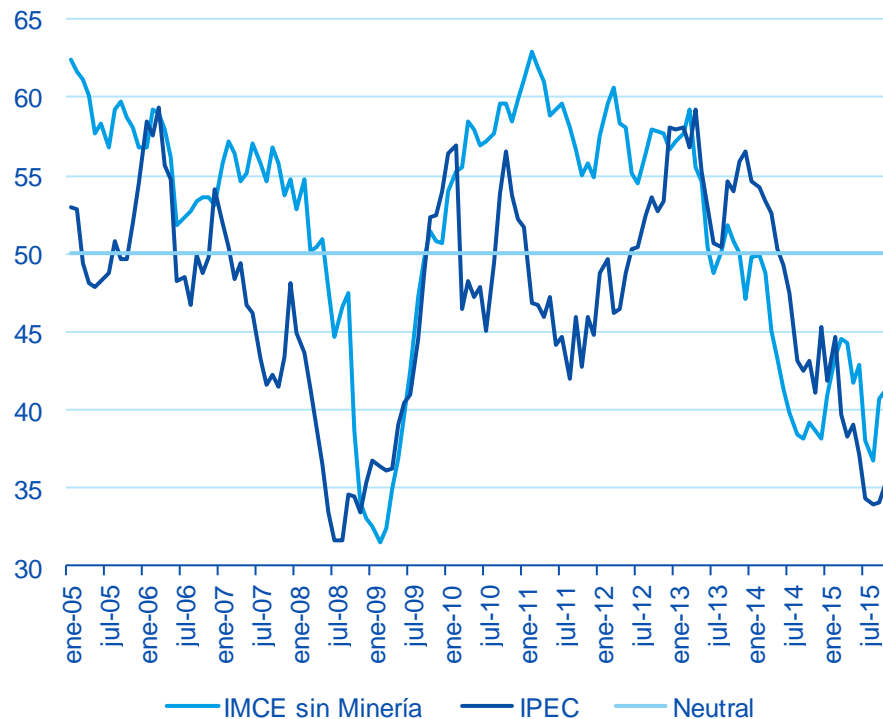


\*Corrección al mes de octubre de 2015 respecto de la proyección realizada en enero de 2015.

# Ha continuado el ajuste de las expectativas y de los planes de inversión privada

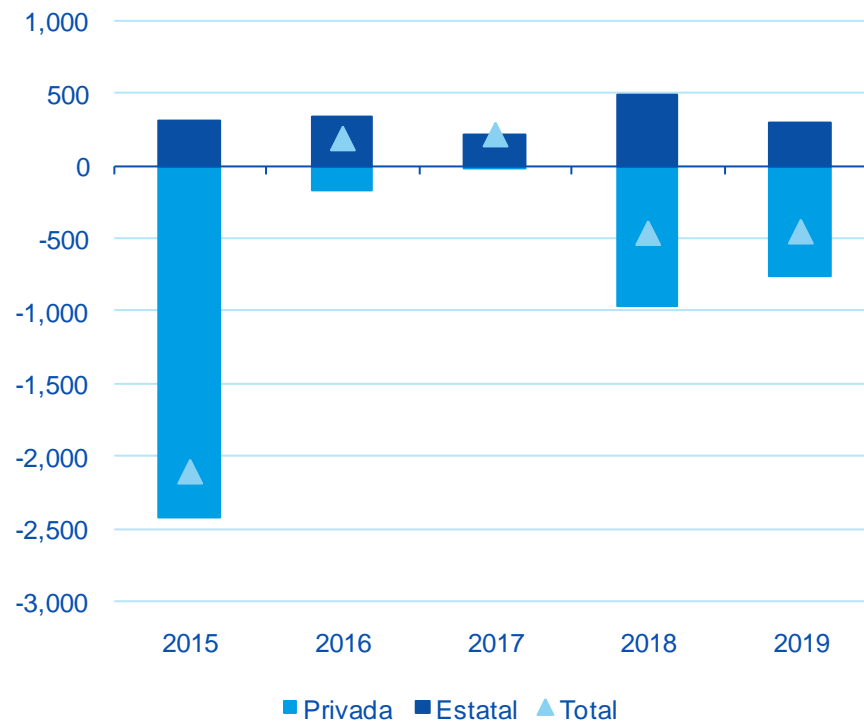
## Expectativas de consumidores (IPEC) y empresarios (IMCE) (índice)

Fuente: BCCh, Adimark, Icare, BBVA Research



## Cambio en la inversión a materializar 2T15 versus 1T15 (millones de dólares)\*

Fuente: Corporación de Bienes de Capital (CBC), BBVA Research



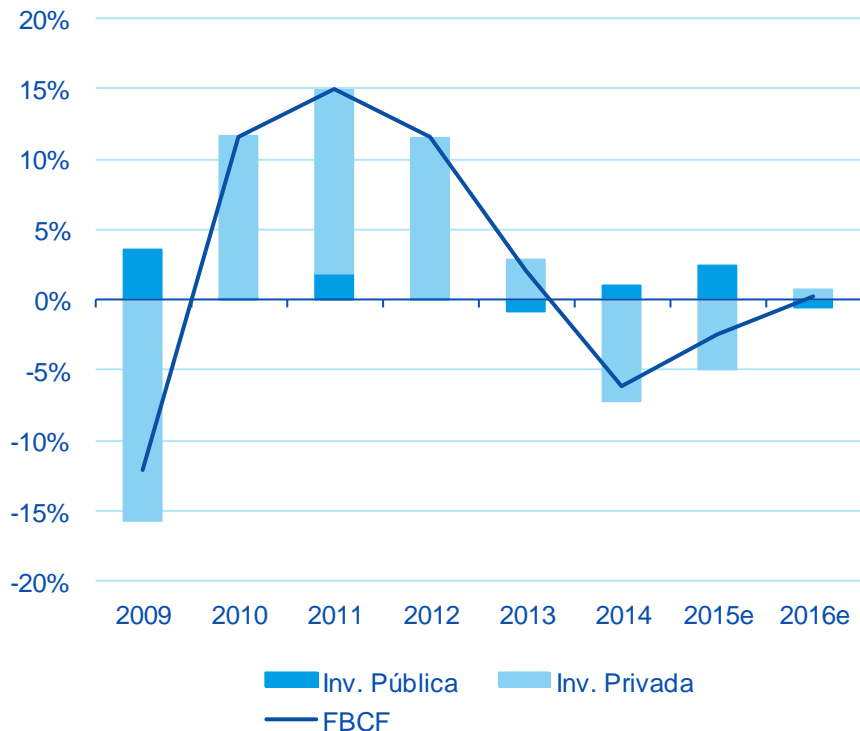
\*Datos al mes de octubre de 2015.

\*Incluye proyectos de inversión sobre USD5 MM en Energía y USD15 MM en Inmobiliario..

# Mayor inversión pública no permite contrarrestar caída del componente privado, en el cual el ajuste minero es el más relevante

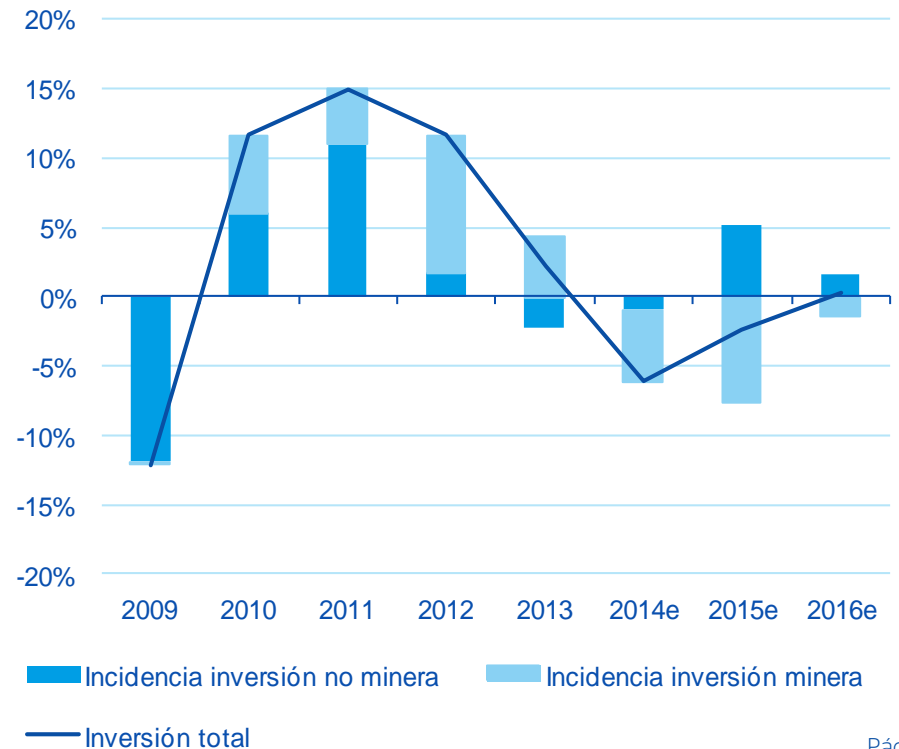
**Contribución a la inversión total: inversión pública y privada**

Fuente: BCCh, Dipres, BBVA Research



**Contribución a la inversión total: inversión minera y no minera**

Fuente: BCCh, CBC, BBVA Research

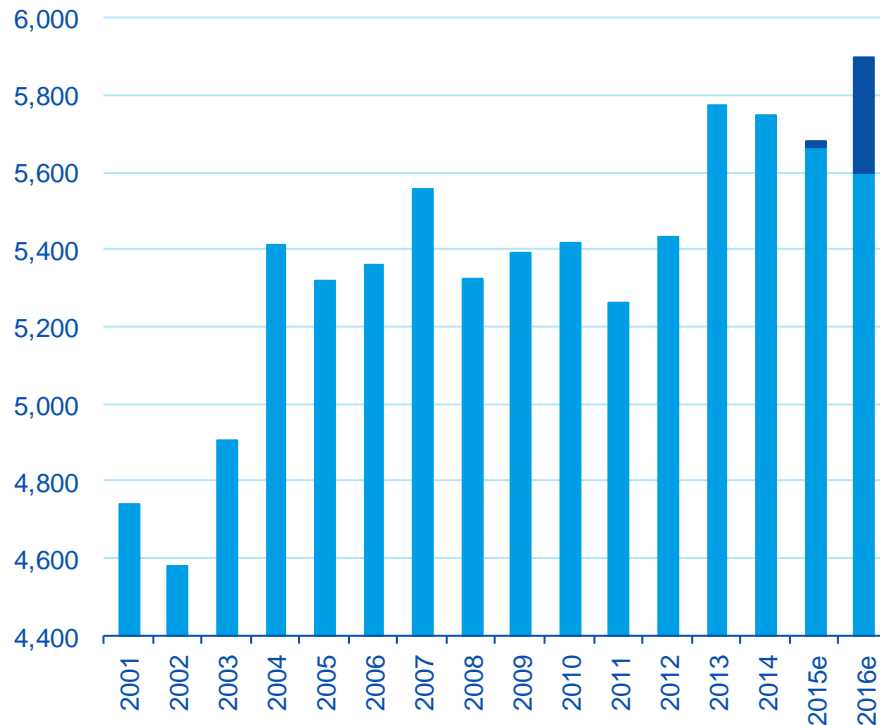


\*Crecimiento de la inversión para 2015 corresponde a proyección.

# Escenario base considera crecimiento nulo de la minería, pero no se puede descartar una nueva caída el próximo año

**Producción de cobre en Chile 2001-2014 y rangos de proyección 2015-2016 (TMF)**

Fuente: Cochilco y BBVA Research



**Anuncios de recorte de producción**

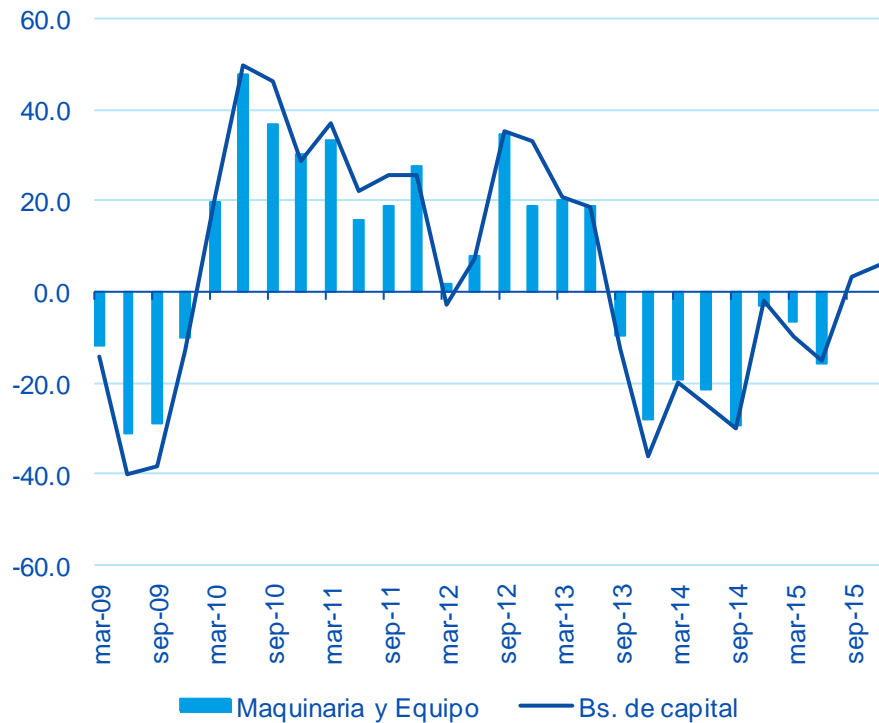
Fuente: Cochilco y BBVA Research

| Mina       | Fecha | Reducción                             |
|------------|-------|---------------------------------------|
| Collahuasi | 29/09 | 30 mil TMF 2015                       |
| Escondida  | 21/10 | 25% para el año fiscal (hasta jun-16) |
| El Abra    | 27/08 | 150 mil TMF 2016-2017                 |

# En el margen la inversión muestra signos de estabilización, lo que apoya proyección de crecimiento nulo en 2016

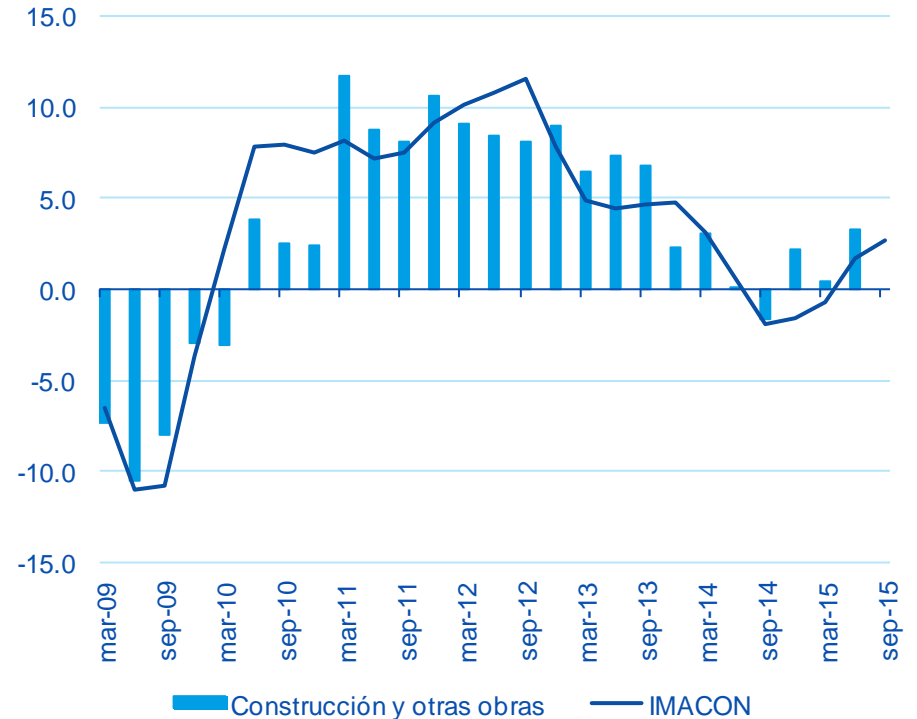
**Crecimiento de la inversión en M&E (var. % a/a)\***

Fuente: BCCh, BBVA Research



**Crecimiento de la inversión en Construcción (var. % a/a)\*\***

Fuente: CChC, BBVA Research



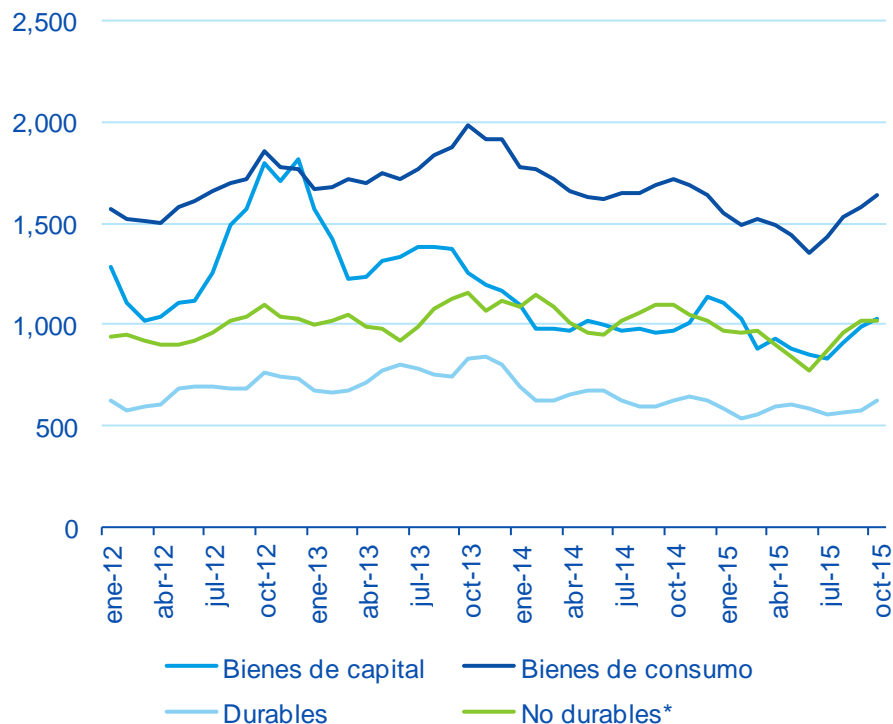
\*Proyección para 3T y 4T15 con información al mes de octubre.

\*\*Proyección para 3T con información al mes de agosto.

# ..pero estas no son las únicas señales de estabilización

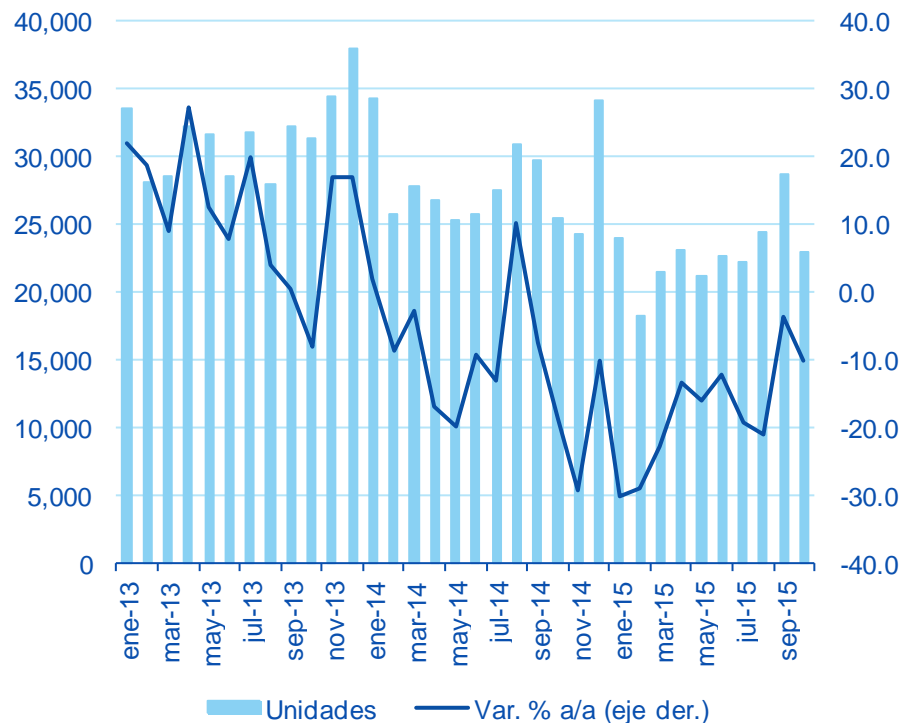
**Importaciones de bienes CIF (millones de dólares, promedio móvil 3 meses)**

Fuente: BCCh, BBVA Research



**Ventas de vehículos nuevos (unidades, var. % a/a)\***

Fuente: BCCCh, BBVA Research



\*Corresponde a la suma de consumo semidurables y otros bienes de consumo. Datos hasta el mes de octubre.

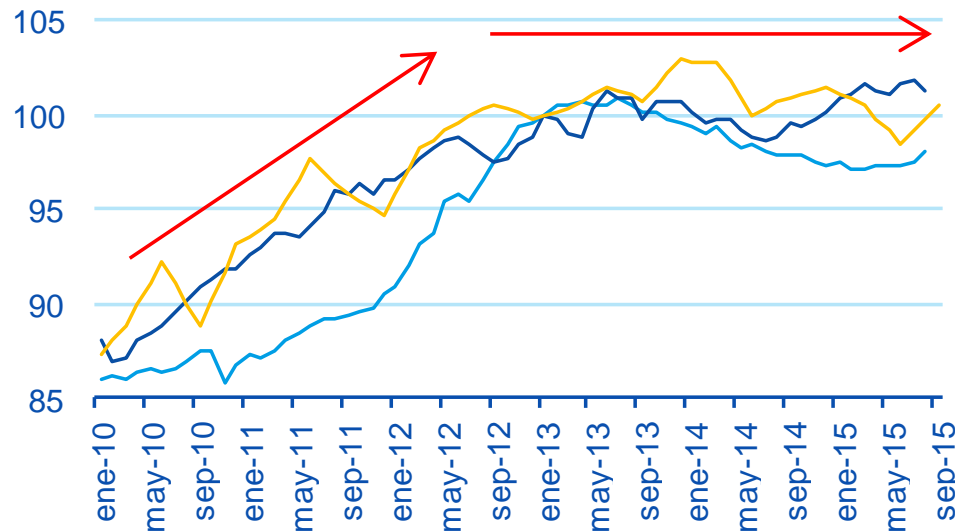
\*Corresponden a las ventas de automóviles nuevos reportadas por la Asociación Nacional Automotriz (ANAC). Cifras de octubre son transitorias y solo incluyen ventas a concesionarios o mayoristas y no al público final.



# Empleo asalariado se ha mantenido estable durante los últimos 3 años bajo distintas mediciones. Rol de empleos públicos...

**Asalariados INE vs U. de Chile e IPT (índice ene-13=100, series desestacionalizadas)**

Fuente: INE, Microdatos U. de Chile, BBVA Research



- Puestos de trabajo INE (nacional)
- Asalariado INE (RM)
- Asalariado UCh (Gran Santiago)

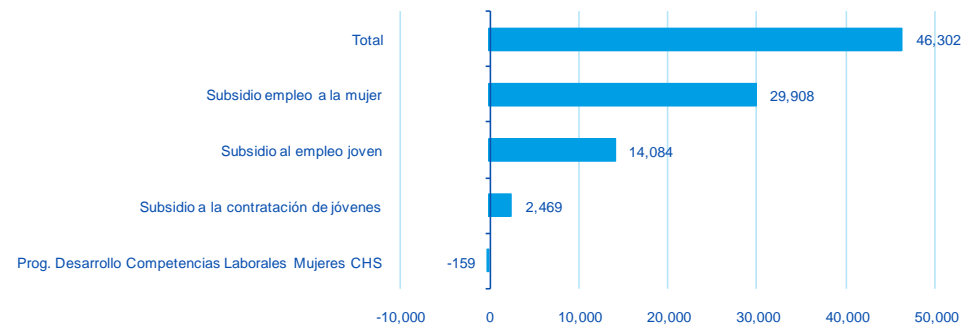
**Aumento de empleo asociados a Inversión Pública (número de personas)**

Fuente: Dipres, BBVA Research



**Aumento de subsidios por programas de fomento a la capacitación e inserción laboral (número de personas)**

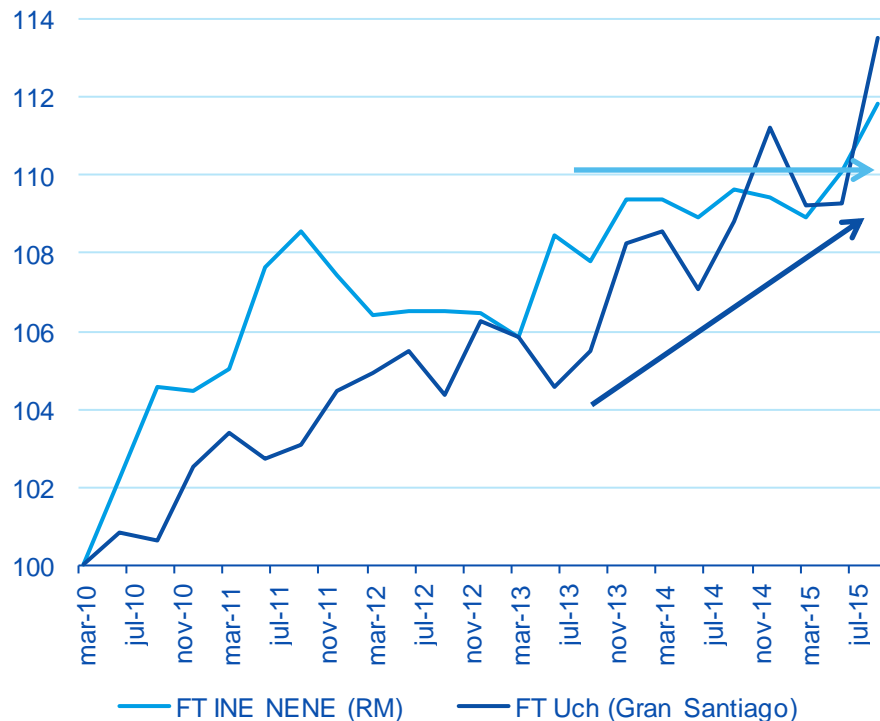
Fuente: Dipres, BBVA Research



# Mientras que la Fuerza de trabajo crece sostenidamente para UCh pero se estanca para el INE

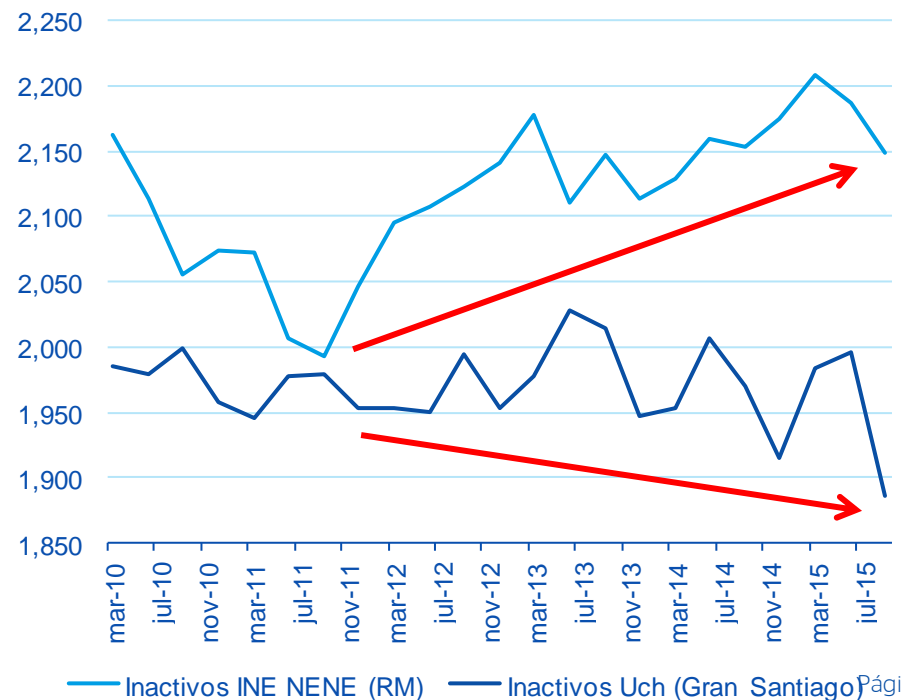
**Fuerza de Trabajo INE vs U. de Chile (índice mar-10=100)**

Fuente: INE, U. de Chile, BBVA Research



**Población inactiva INE vs U. de Chile (miles de personas)**

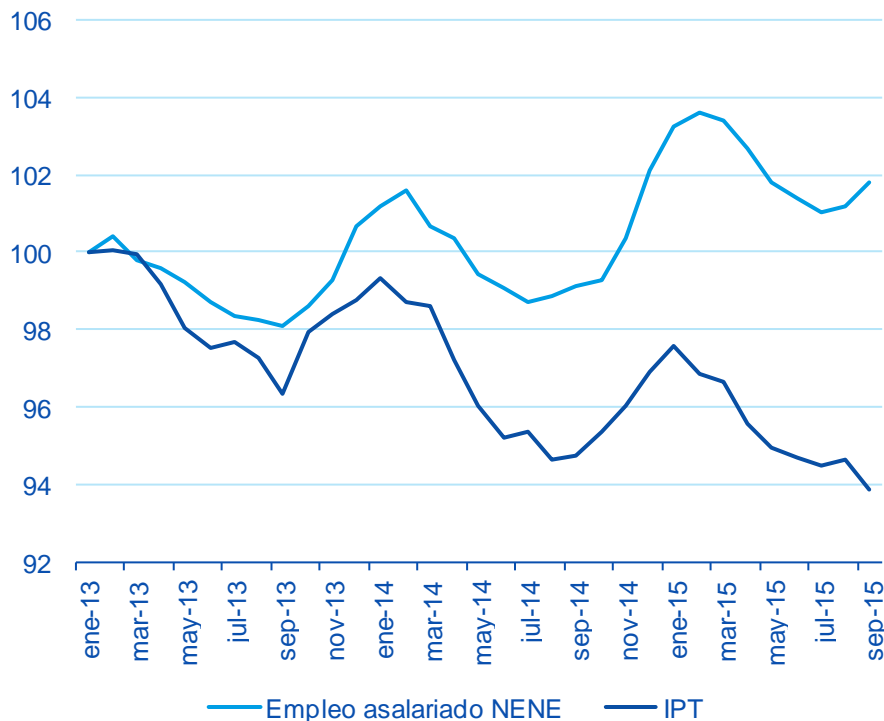
Fuente: INE, U. de Chile, BBVA Research



# Índice de puestos de trabajo muestra divergencia difícil de explicar con empleo asalariado

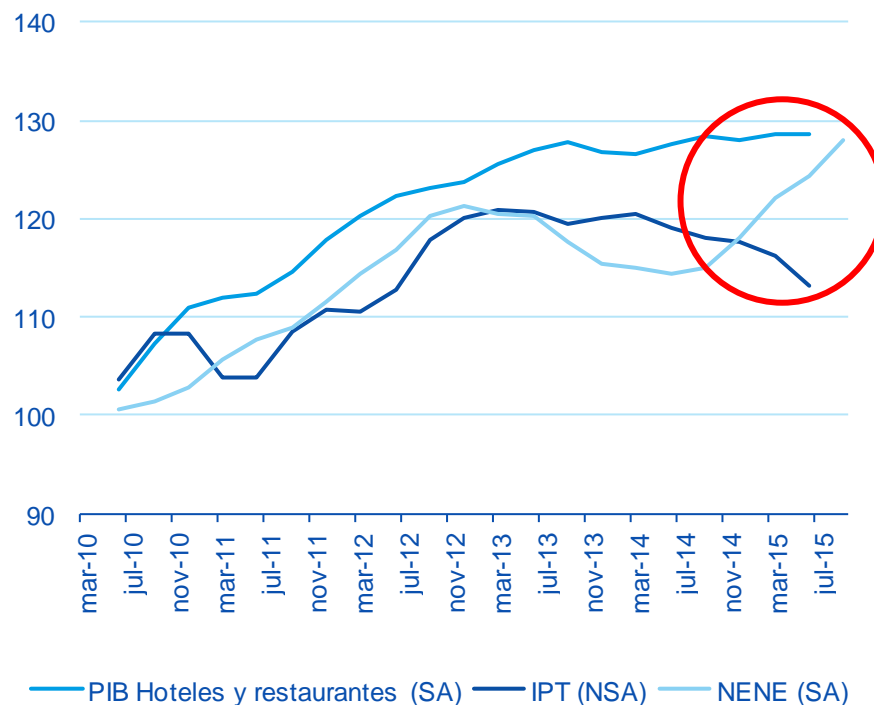
Empleo asalariado NENE vs IPT (índice base ene-13=100)

Fuente: INE, BBVA Research



PIB e indicadores de empleo sector Restaurantes y hoteles (índice mar-10=100, promedio móvil 2 trimestres)

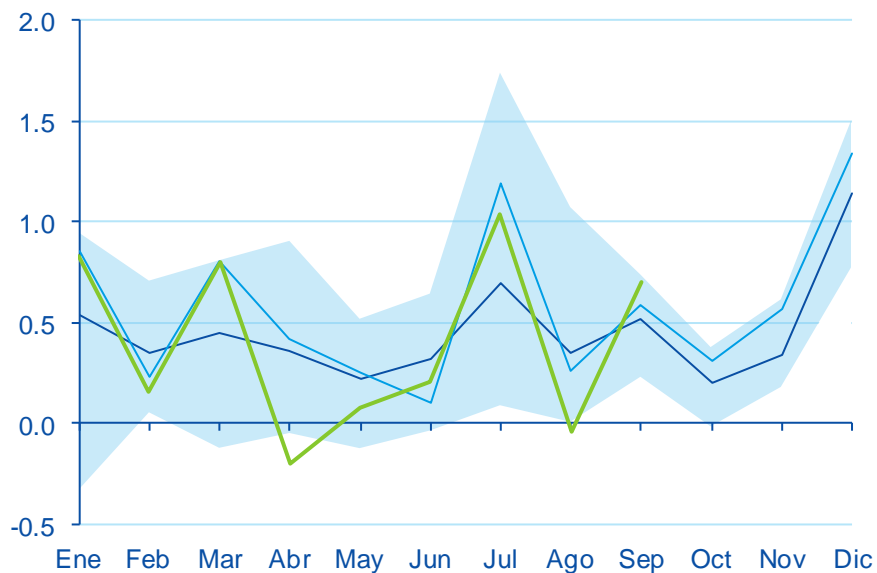
Fuente: BCCh, INE, BBVA Research



# Acorde con un mercado laboral menos dinámico, remuneraciones se desaceleran y caen en términos reales

**Salarios nominales: rango histórico**  
(var. % m/m)

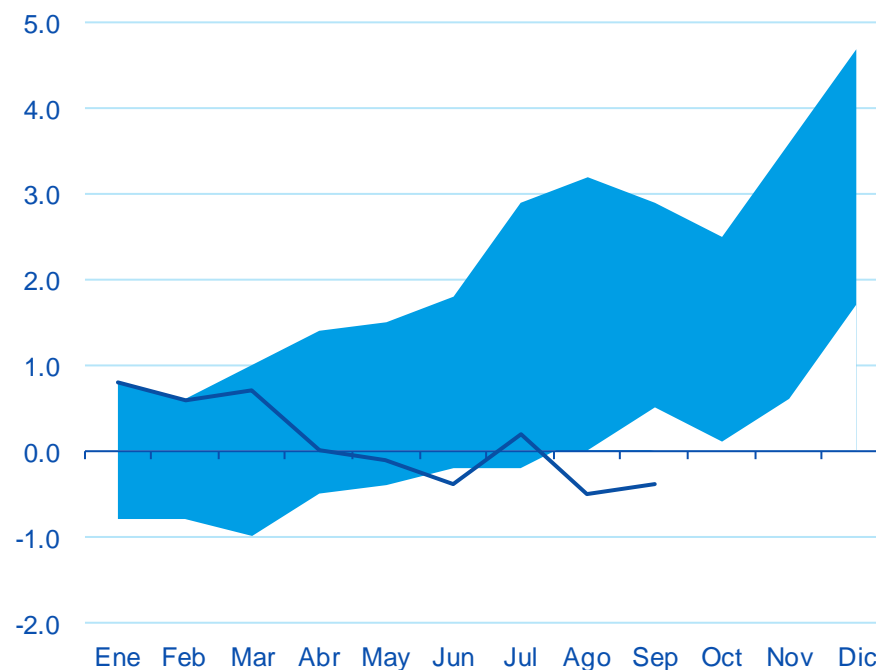
Fuente: INE, BBVA Research



■ Brecha Max-Min (2001-14)    — Promedio (2001-14)  
— 2014    — 2015

**Salarios reales: rango histórico**  
(var. % acumulada)

Fuente: BCCh, BBVA Research

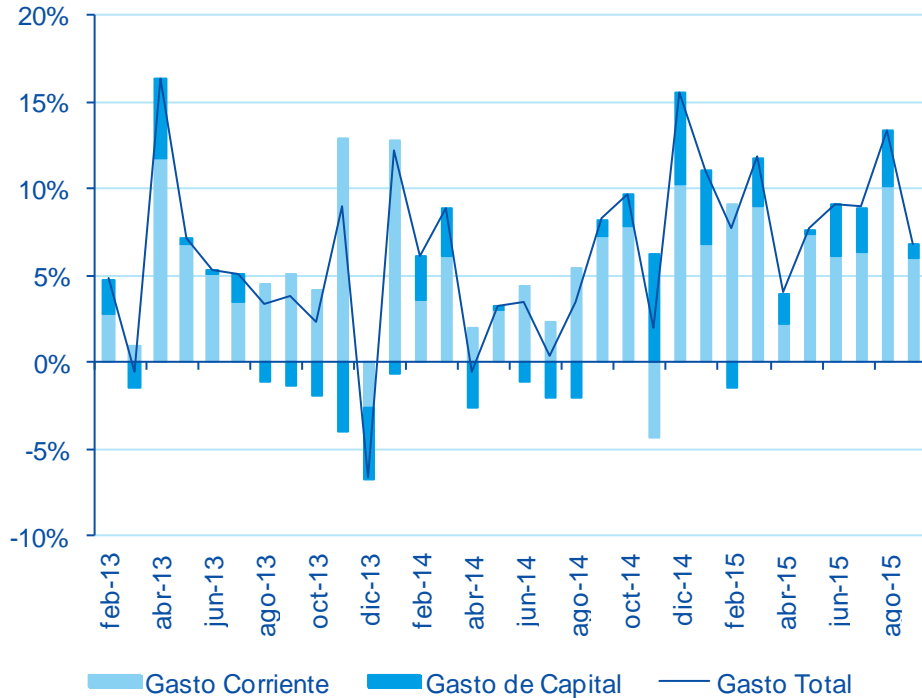


■ 2010-2014    — 2015

# Pese a baja ejecución de la inversión, gasto público ha sido relevante para apoyar la demanda, el empleo, salarios y precios

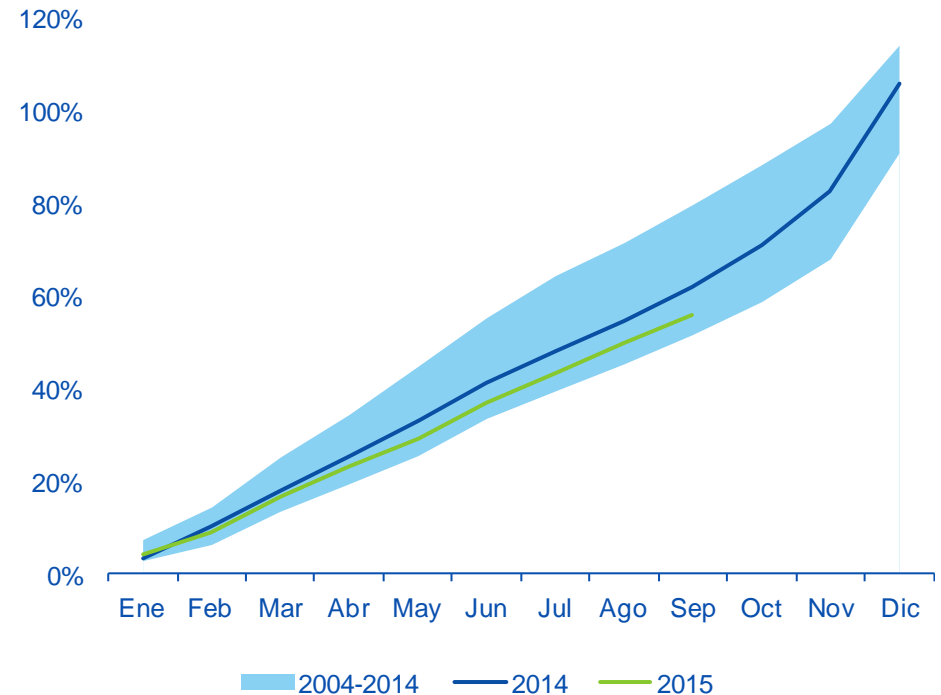
**Crecimiento del Gasto Público**  
(var. %)

Fuente: Dipres, BBVA Research



**Avance ejecución en inversión pública 2004-2015**

Fuente: Dipres, BBVA Research



# La “nueva realidad fiscal”: Convergencia a balance estructural se podría postergar más allá de 2020

## Principales variables macroeconómicas

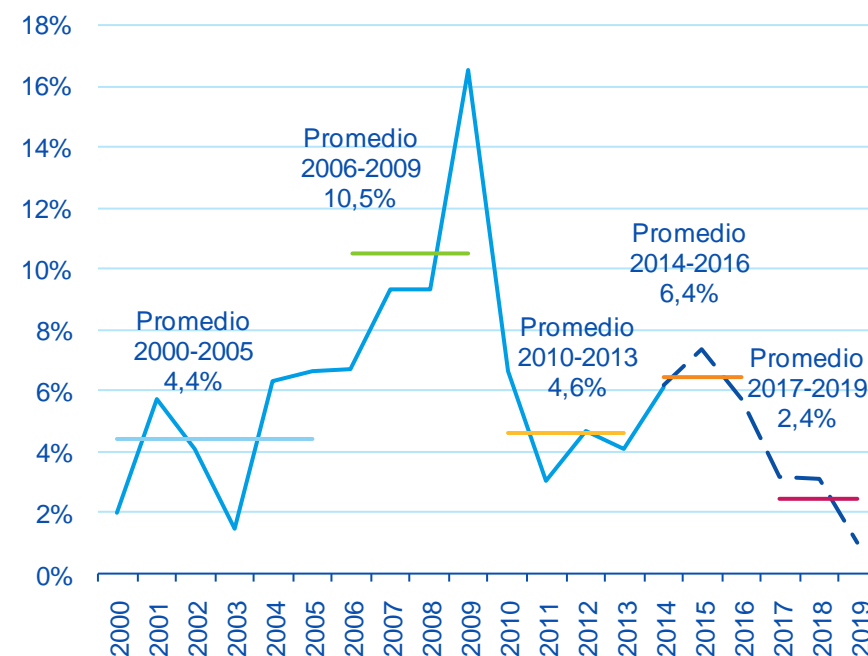
Fuente: BBVA Research

|                                  | Informe Finanzas Públicas |        | Proyección base BBVA Research |        |
|----------------------------------|---------------------------|--------|-------------------------------|--------|
|                                  | 2015                      | 2016   | 2015                          | 2016   |
| <b>Variables macroeconómicas</b> |                           |        |                               |        |
| PIB (var. a/a)                   | 2.25                      | 2.75   | 1.9                           | 2.0    |
| Demanda interna (var. a/a)       | 1.5                       | 2.0    | 1.5                           | 2.2    |
| IPC (var. prom. a/a)             | 4.3                       | 3.8    | 4.3                           | 3.5    |
| Tipo de cambio (promedio)        | 660                       | 700    | 651                           | 674    |
| Precio cobre (US\$/lb)           | 252                       | 250    | 251                           | 237    |
| <b>Variables fiscales</b>        |                           |        |                               |        |
| Ingresos fiscales* (mm USD)      | 49,241                    | 51.721 | 49,472                        | 51.440 |
| Déficit efectivo* (mm USD)       | -7,824                    | -8,037 | -7,043                        | -8,318 |
| Crecimiento del gasto (var. a/a) | 8.4                       | 4.4    | 7.3                           | 5.7    |
| Déficit efectivo (% del PIB)     | -3.3                      | -3.2   | -2.9                          | -3.4   |
| Déficit estructural (% del PIB)  | -1.6                      | -1.3   | -1.1                          | -0.9   |

\*Llevado a dólares con el tipo de cambio de cada año estimado por BBVA Research

## Crecimiento del gasto público y promedios por periodo 2000-2019\*

Fuente: Dirección de Presupuestos, BBVA Research

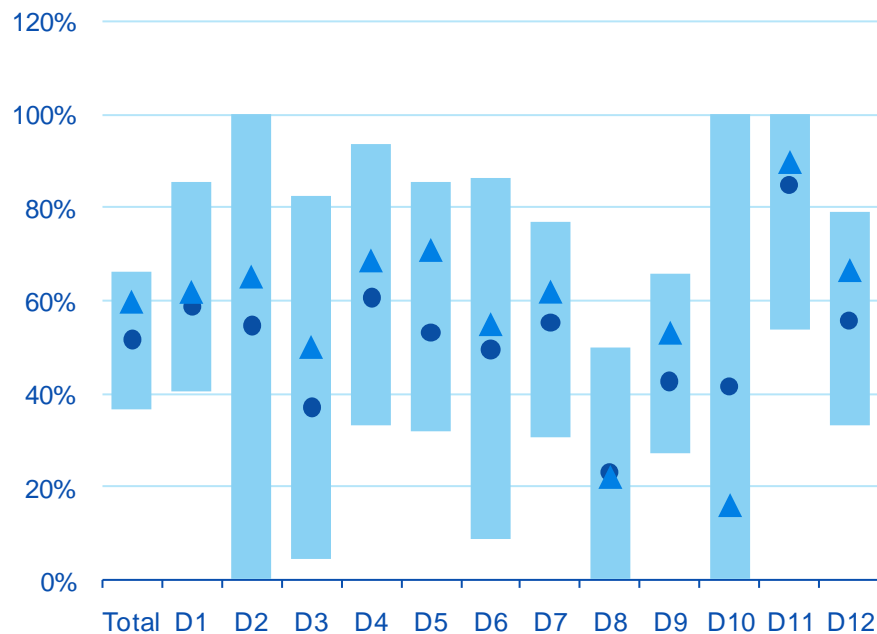


\*Supone déficit fiscal estructural de 0,8% del PIB al 2019, precio del cobre de largo plazo de US\$2,75 /lb y crecimiento del PIB de tendencia de 3%.

# Inflación continúa alta reflejando efectos de traspaso cambiario...

**Difusión inflacionaria por divisiones**  
(% de productos con aumentos de precio respecto del mes previo)

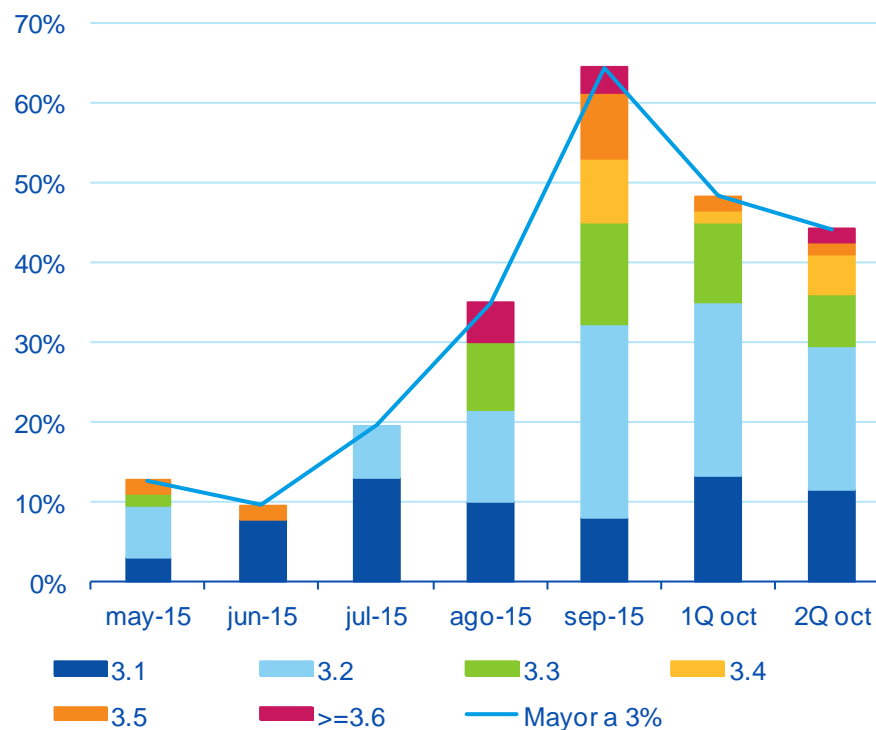
Fuente: INE, BBVA Research



Rango 2009-2014 ● Promedio 2009-2014 ▲ Promedio 2015

**EOF: inflación 12 meses adelante (13 al 24)**  
(porcentaje de respuestas con expectativas sobre 3%)

Fuente: BCCh, BBVA Research

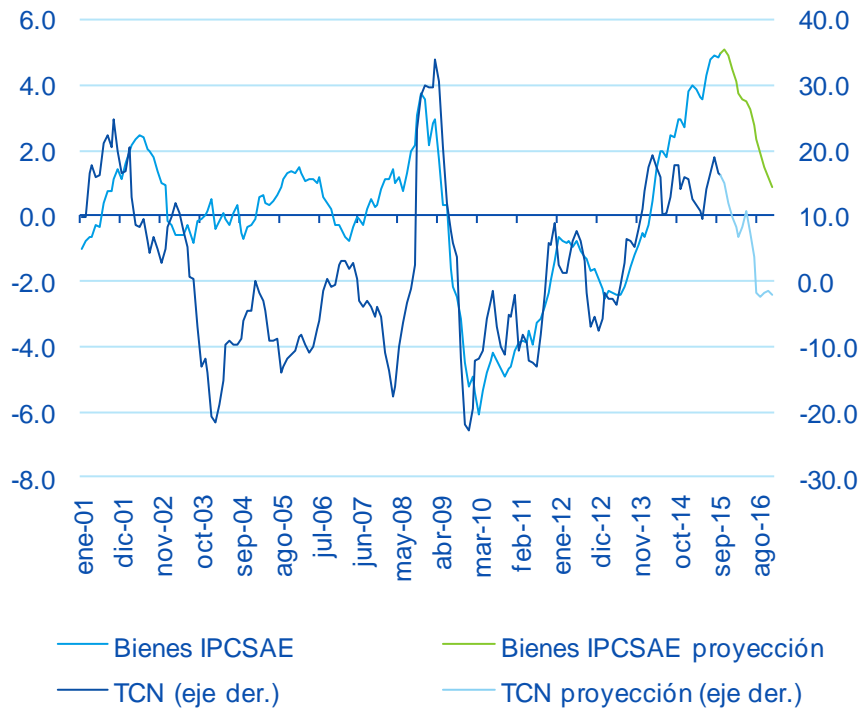


\*Encuesta de Operadores Financieros de la segunda quincena de cada mes.

# ...pero proyectamos una gradual convergencia hacia el 3% en 2016

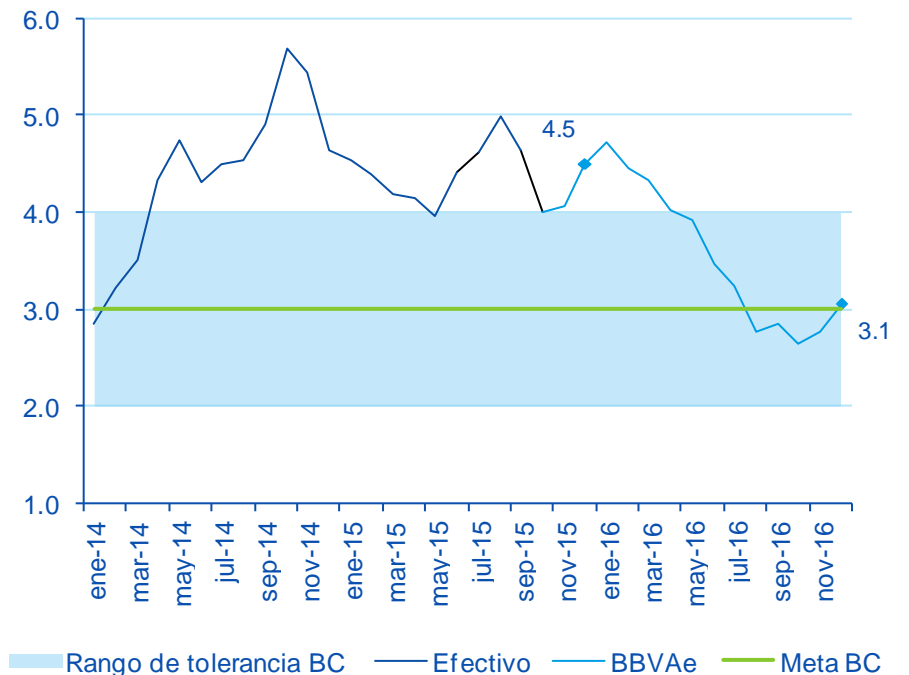
**IPC Bienes SAE vs Tipo de Cambio Nominal (var. % a/a)**

Fuente: BCCh, BBVA Research



**Proyección de inflación IPC 2015 y 2016 (var. % a/a)**

Fuente: INE, BCCh, BBVA Research

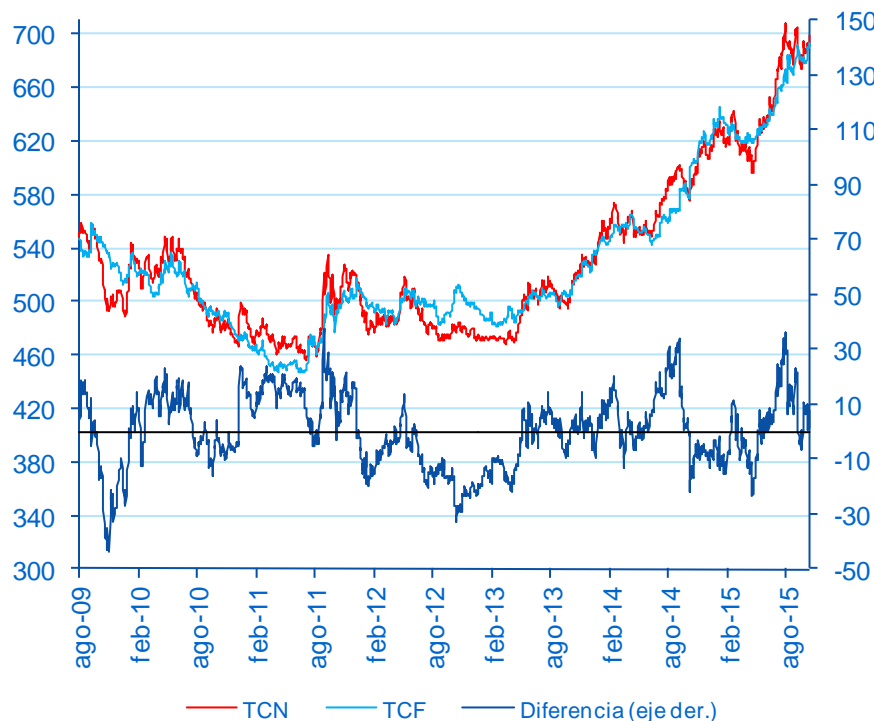




# Fundamentales acordes con tipo de cambio en torno a \$690. TCR se ubica sobre promedios históricos y contribuirá a recuperación de sectores transables no mineros

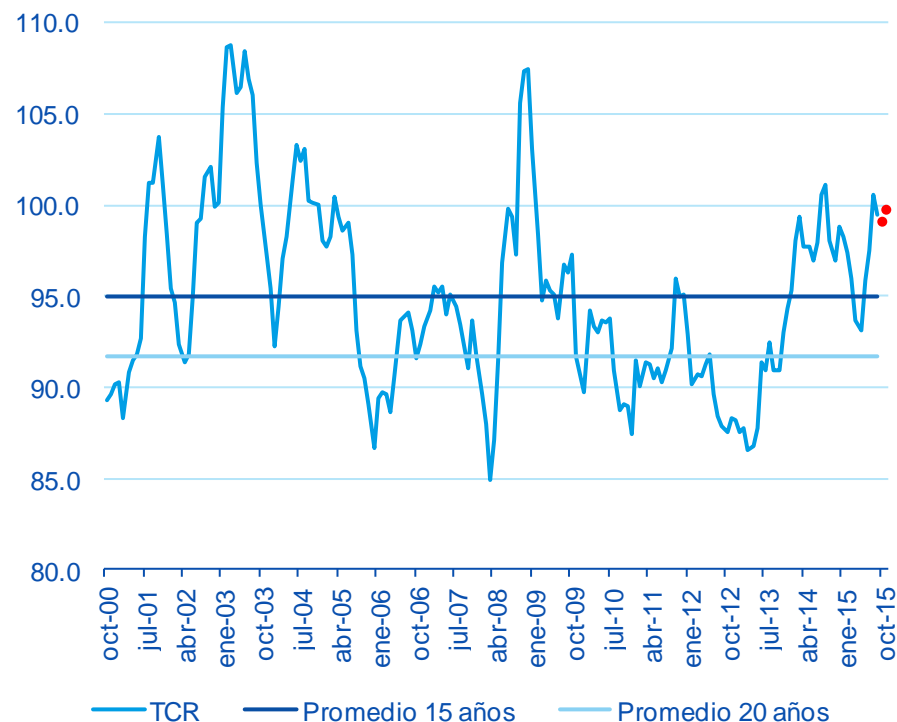
**Tipo de cambio efectivo y estimado\*  
(\$/US\$)**

Fuente: Bloomberg, BCCh y BBVA Research



**Índice de Tipo de cambio real, TCR  
(promedio 1986=100)**

Fuente: BCCh, BBVA Research.



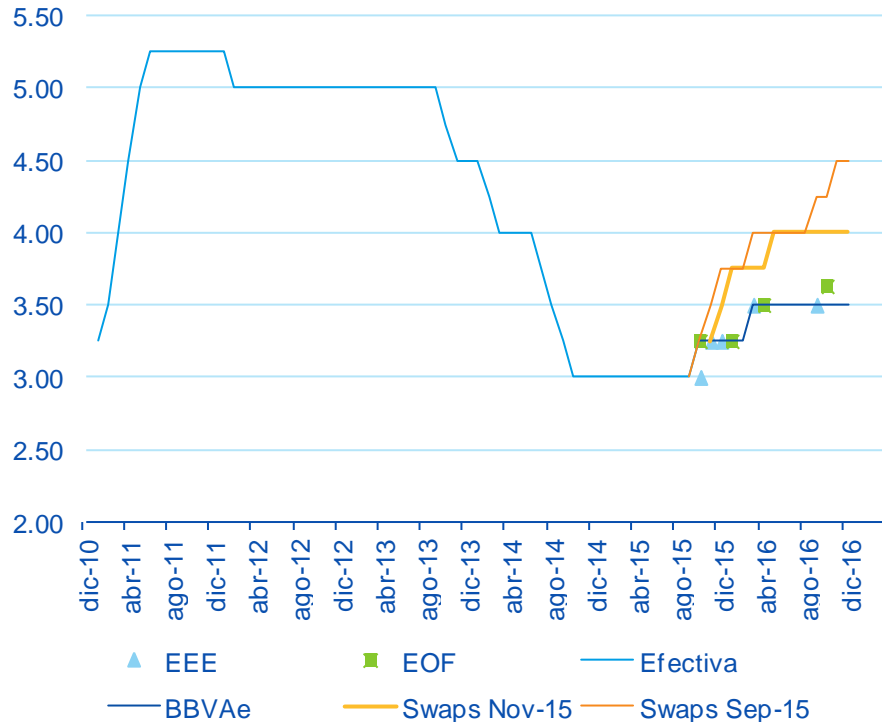
\*Modelo de determinación de corto plazo del tipo de cambio CLP/USD en la línea de Cowan et al (2007).

\*Puntos corresponden a estimación para octubre y noviembre en base a variación del TCM. Página 25

# En este contexto, vemos pocos espacios para mayores alzas de tasas de interés...¿Sintonía fina o ciclo de alzas?

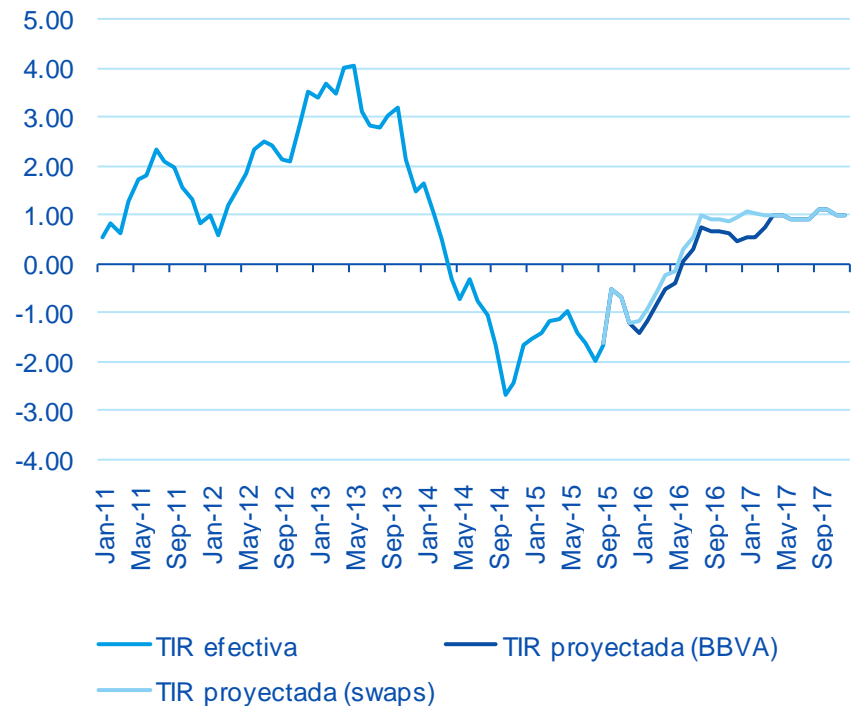
**TPM efectiva y estimada y trayectorias implícitas en swaps y encuestas (porcentaje)\***

Fuente: BCCh, Tradition, BBVA Research.



**Tasa de interés real y proyecciones (porcentaje)**

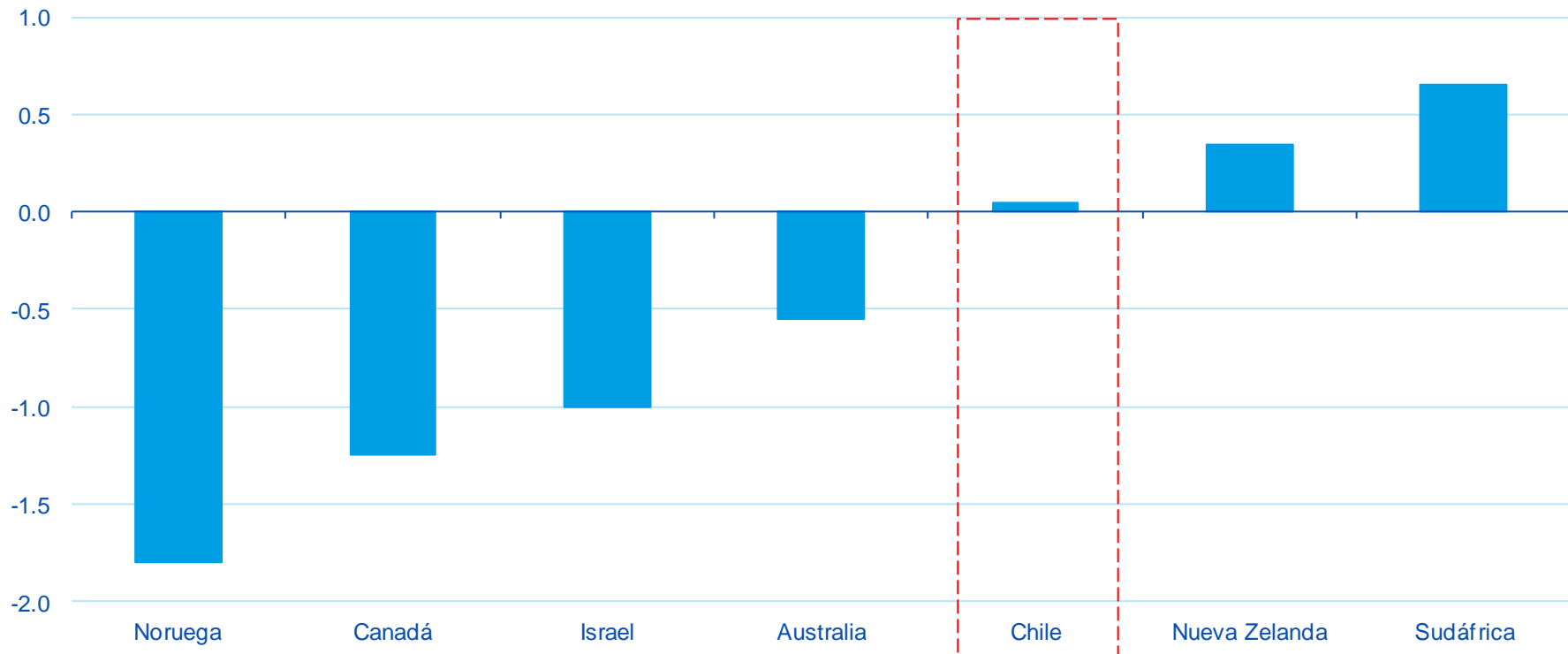
Fuente: BCCh, BBVA Research



\*EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile con datos a octubre de 2015.  
 EOF: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central de Chile con datos a la segunda semana de octubre de 2015.

# Economías comparables mantendrán estímulo monetario durante 2016, en tanto Chile lo disminuiría

TPM real\*  
(%)



(\*) Calculada como la TPM menos la inflación esperada para fines de 2016. Inflación de banco centrales, en tanto TPM de encuesta Bloomberg  
Fuente: Banco Central de Chile y de los respectivos países, Bloomberg, BBVA Research.

# Previsiones económicas

## Previsiones macroeconómicas

|                                      | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016  |
|--------------------------------------|------|------|------|------|---|
| <b>PIB (% a/a)</b>                   | 5.5  | 4.2  | 1.9  | 1.9  | 2.0  |
| <b>Inflación (% a/a, fdp)</b>        | 1.5  | 3.0  | 4.6  | 4.5  | 3.1   |
| <b>Tipo de cambio (vs. USD, fdp)</b> | 477  | 529  | 613  | 686  | 671   |
| <b>Tasas de interés (% fdp)</b>      | 5.00 | 4.50 | 3.00 | 3.25 | 3.50  |
| <b>Consumo Privado (% a/a)</b>       | 6.1  | 5.9  | 2.2  | 1.9  | 1.9   |
| <b>Consumo Público (% a/a)</b>       | 3.5  | 3.4  | 4.4  | 4.4  | 4.0   |
| <b>Inversión (% a/a)</b>             | 11.6 | 2.1  | -6.1 | -2.4 | 0.2   |
| <b>Resultado Fiscal (% PIB)</b>      | 0.6  | -0.6 | -1.6 | -2.9 | -3.4  |
| <b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>      | -3.6 | -3.7 | -1.2 | 0.3  | 0.2   |

Fuente: BBVA Research

# Resumen

- **Revisamos a la baja las proyecciones de crecimiento en 2015-2016.** Para el próximo año proyectamos un crecimiento de 2%, con sesgo a la baja. Se ha concretado el riesgo de lenta recuperación de confianzas; el escenario internacional ha evolucionado por debajo de lo previsto y persisten los riesgos. A esto se agrega la posibilidad de un negativo aporte de la **minería** al PIB el próximo año.
- **Gobierno deberá seguir ajustándose el cinturón. Déficit fiscal estructural se mantendría incluso más allá de 2020.** Estrechez fiscal se intensificará en los próximos años de la mano de tanto menores parámetros estructurales como aportes incrementales de la Reforma Tributaria.
- **Desempleo INE podría superar 7% el próximo año** por menor apoyo de empleos fiscales. Sin embargo, mercado laboral ya entrega señales de debilidad.
- **Inflación convergiendo hacia 3% durante 2016.** Debilidad de la demanda interna, menores presiones cambiarias, la reversión del precio de los alimentos perecibles y caídas adicionales en el precio de los combustibles serán factores que generarán un alivio inflacionario en lo que resta del año y durante el próximo.
- **Escenario macroeconómico es consistente con alzas de TPM no más allá de 3,5%.** No es posible descartar escenarios de reversión de dichas alzas.

# Situación Chile

*El desafío de crecer con menores estímulos y con el ajuste minero en curso*