

Situación Chile

Segundo trimestre 2014

Primero y penúltimo riesgo es China

Jorge Selaive, Economista Jefe

BBVA Research Chile - 7 de mayo de 2014

Índice

- 1 Escenario Internacional
- 2 Mercados financieros locales con mejoras generalizadas, acorde con el desempeño regional
- 3 Chile: Actividad se desacelera más de lo previsto y PIB 2014 crecería 3,4%

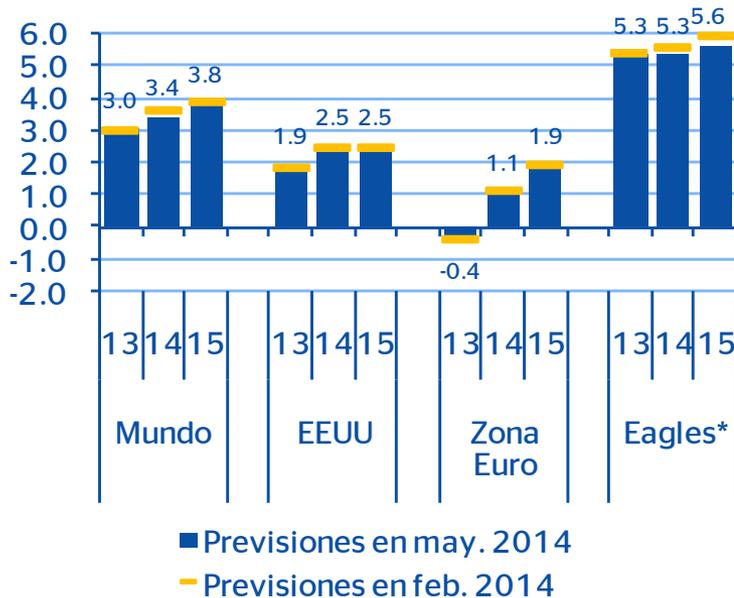
Recuadro: El nuevo escenario del cobre y sus implicancias sobre la economía chilena
- 4 Cuenta corriente ha alcanzado niveles sostenibles como anticipamos
- 5 Inflación: sorpresas del primer trimestre explicadas principalmente por factores cíclicos
- 6 Estímulo monetario mayor al esperado por el mercado mientras que el crecimiento del gasto público sería de 8,6% en 2014
- 7 Principal riesgo continúa siendo una desaceleración mayor en China

Escenario Internacional con mejora en el mundo desarrollado

- Año 2014 se caracterizará por un mayor crecimiento mundial. Destacan mejores desempeños de EE.UU. y de la Eurozona.
- Política económica contribuye a reducir incertidumbres: en EE.UU. acuerdo fiscal e inicio del *tapering*.

Previsiones de crecimiento del PIB (%)

Fuente: FMI y BBVA Research



*EAGLEs es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.

EE.UU.: Futuros de Fed funds y tasas de interés de largo plazo (%)

Fuente: BBVA Research



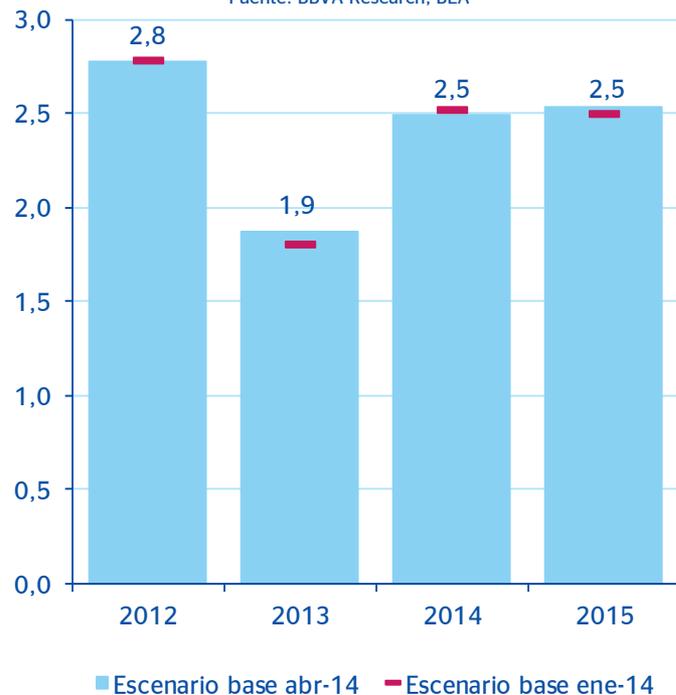
— Tipo 10 años Bonos del Tesoro a madurez constante (prom, % p.a.)

— Tipo de Fondos federales implícitos en precios futuros 12 meses (% p.a.)

EE.UU.: en línea con lo previsto en crecimiento

EE.UU.: crecimiento del PIB (a/a)

Fuente: BBVA Research, BEA



Mantenemos nuestro escenario base de crecimiento, la desaceleración del 1T14 debería ser de corta duración (relacionada con el mal tiempo)

El balance de riesgos permanece ligeramente sesgado al alza

La FED concluirá el «tapering» a finales de 2014 y comenzará a aumentar los tipos de interés en el segundo semestre de 2015

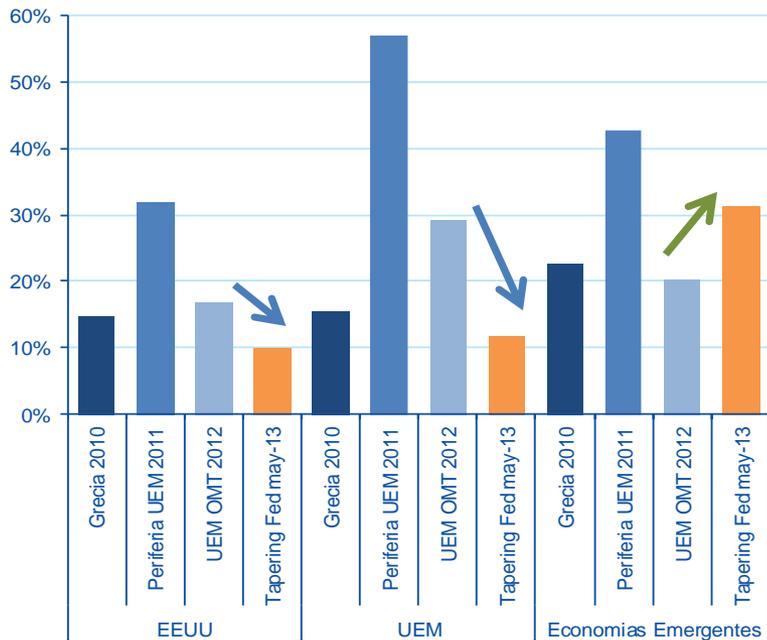
La normalización monetaria en EE.UU. es un evento de impacto global en los mercados financieros

En mayo de 2013 el mercado percibió que el final del aumento del balance de la FED se acercaba, lo que elevó la volatilidad global, sobre todo en mercados emergentes

La volatilidad del tipo de cambio fue mayor en las economías emergentes con mayor dependencia de la financiación externa

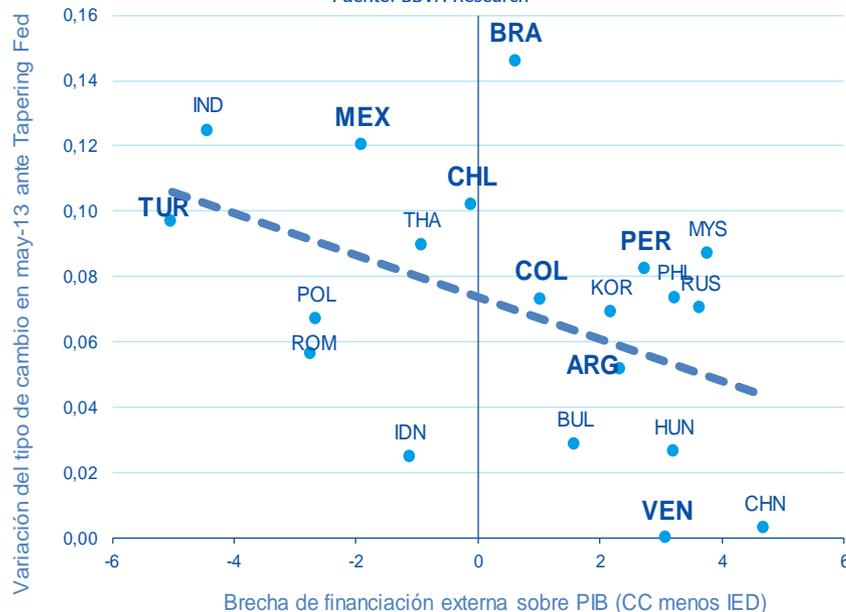
Tensiones financieras respecto al “evento Lehman”
(Índice Tensiones financieras de BBVA Research respecto a Lehman=100%)

Fuente: BBVA Research



Variabilidad del tipo de cambio en mayo-junio 2013
necesidades de financiación externa

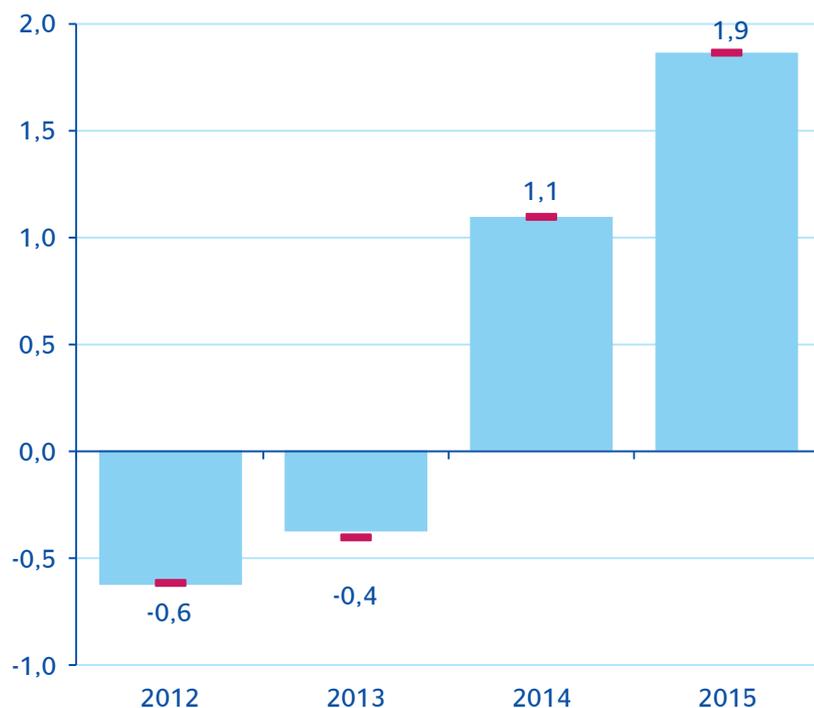
Fuente: BBVA Research



El área del euro: el crecimiento económico se afianza en línea con lo previsto

Eurozona: crecimiento del PIB (a/a)

Fuente: BBVA Research



■ Escenario base abr-14 ■ Escenario base ene-14

La demanda interna contribuirá a la recuperación en el año 2014, especialmente la inversión

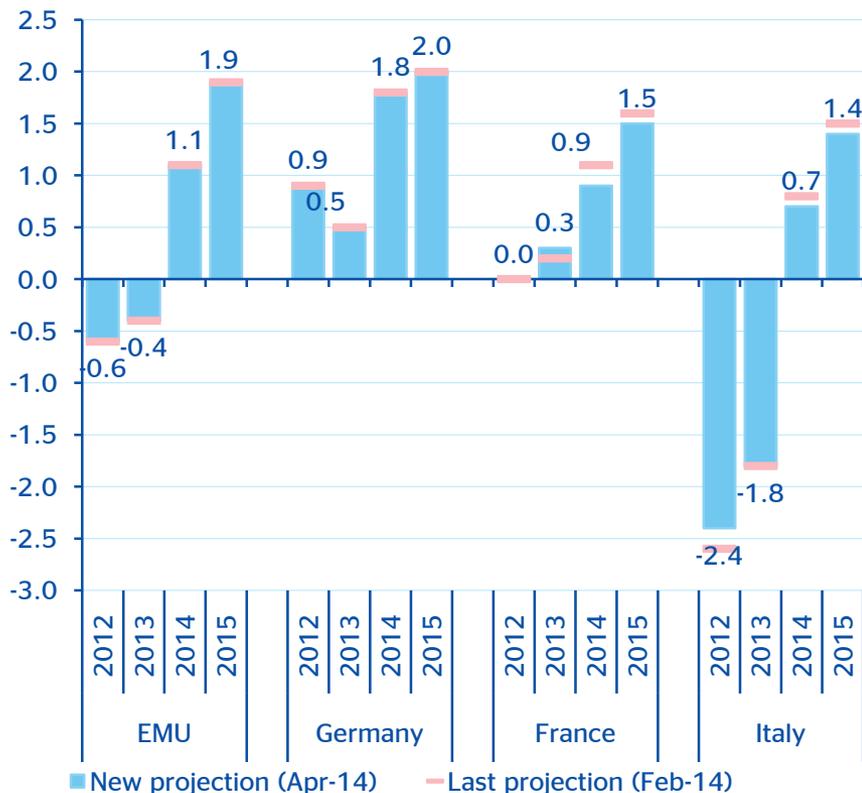
La fortaleza del euro frenará la contribución al crecimiento de la demanda externa

La **Unión Bancaria** en proceso de implementación con AQR y ST debe apoyar la recuperación del crédito, **el test clave para el final de la crisis**

El área del euro: el crecimiento económico se afianza en línea con lo previsto

Eurozona: crecimiento del PIB por países (a/a)

Fuente: BBVA Research



La demanda interna contribuirá a la recuperación en el año 2014, especialmente la inversión

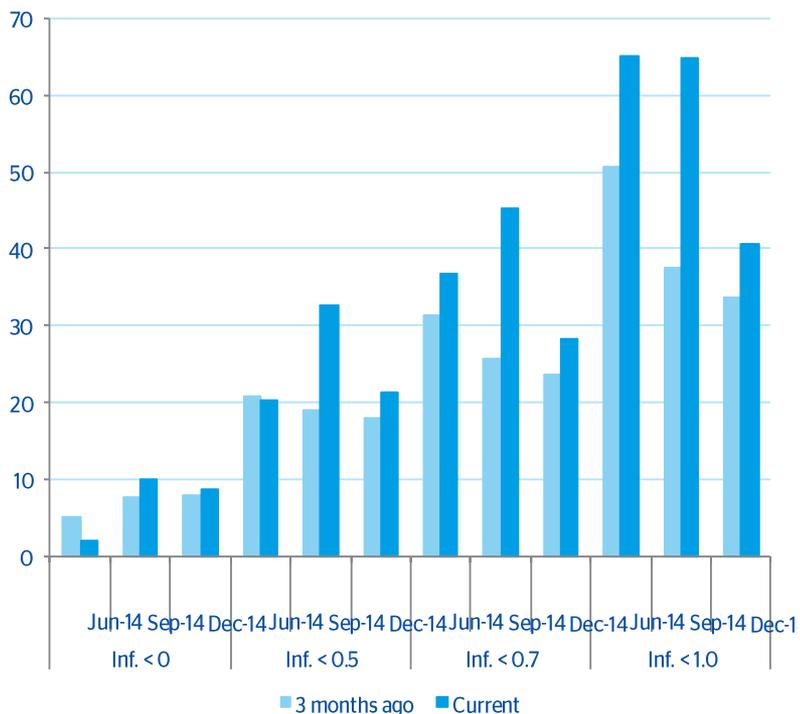
La fortaleza del euro frenará la contribución al crecimiento de la demanda externa

La **Unión Bancaria** en proceso de implementación con AQR y ST debe apoyar la recuperación del crédito, **el test clave para el final de la crisis**

Inflación: perspectiva de subidas acotadas, clave en la política monetaria del BCE

Probabilidad de inflación en 2014 por debajo de ciertos umbrales (%)

Fuente: BBVA Research



Las **sorpresas bajistas** en inflación han incrementado el **riesgo de desanclaje de las expectativas**

La apreciación del euro y la caída de los precios de las materias primas presionan la inflación a la baja

Inflación: perspectiva de subidas acotadas, clave en la política monetaria del BCE

Inflación en la eurozona: escenario base

Fuente: BBVA Research



Las **sorpresa bajista** en inflación han incrementado el **riesgo de desanclaje de las expectativas**

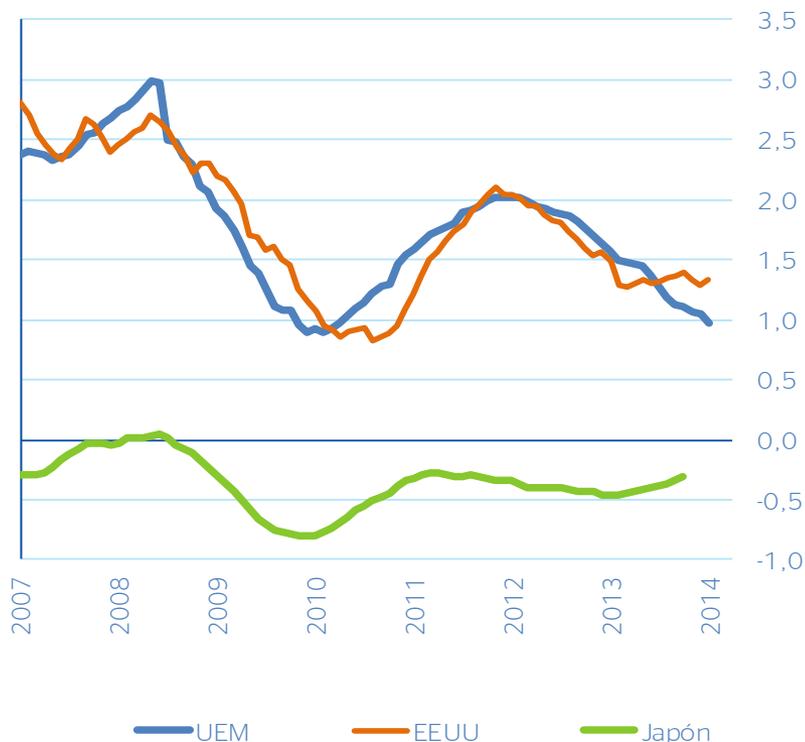
La apreciación del euro y la caída de los precios de las materias primas presionan la inflación a la baja

La recuperación en marcha de la demanda, las menores tensiones financieras y la mejora de la capacidad de oferta de crédito de la banca reducen el riesgo de deflación

...pero una inflación "demasiado baja demasiado tiempo" es un riesgo para las economías desarrolladas

Presiones inflacionistas en economías desarrolladas (Medias podadas de IPC de la eurozona y Japón, y PCE en EE.UU.)

Fuente: BBVA Research y Fed de Dallas



Medidas optimizadas de tensiones inflacionistas muestran la ausencia de presiones al alza

El deslizamiento a la baja de la inflación de la eurozona la hace vulnerable a shocks negativos adicionales

El BCE parece dispuesto a tomar nuevas medidas si fuera necesario

China: el crecimiento se modera al comienzo de 2014

Los indicadores de China pierden fuerza, ...

... y las políticas se orientan a reducir vulnerabilidades, con menos margen de maniobra en el corto plazo

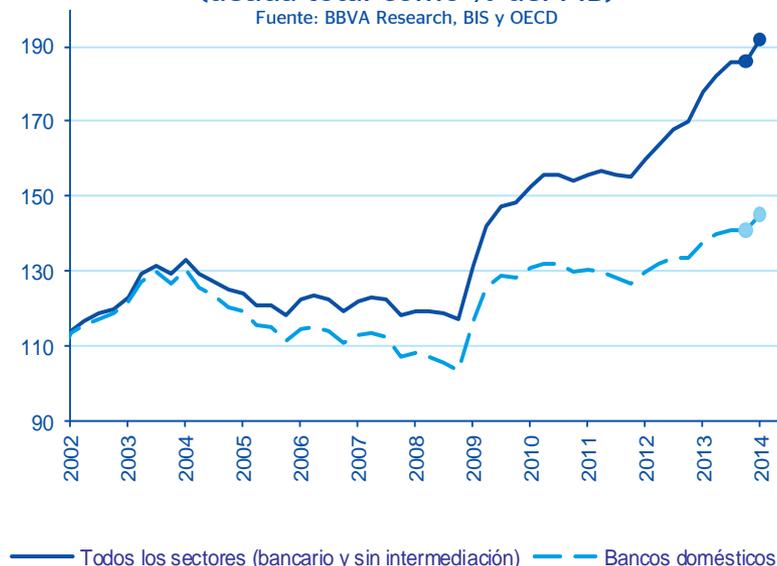
China: Producción industrial, a/a %

Fuente: Haver y BBVA Research



China: Deuda del sector privado no financiero (deuda total como % del PIB)

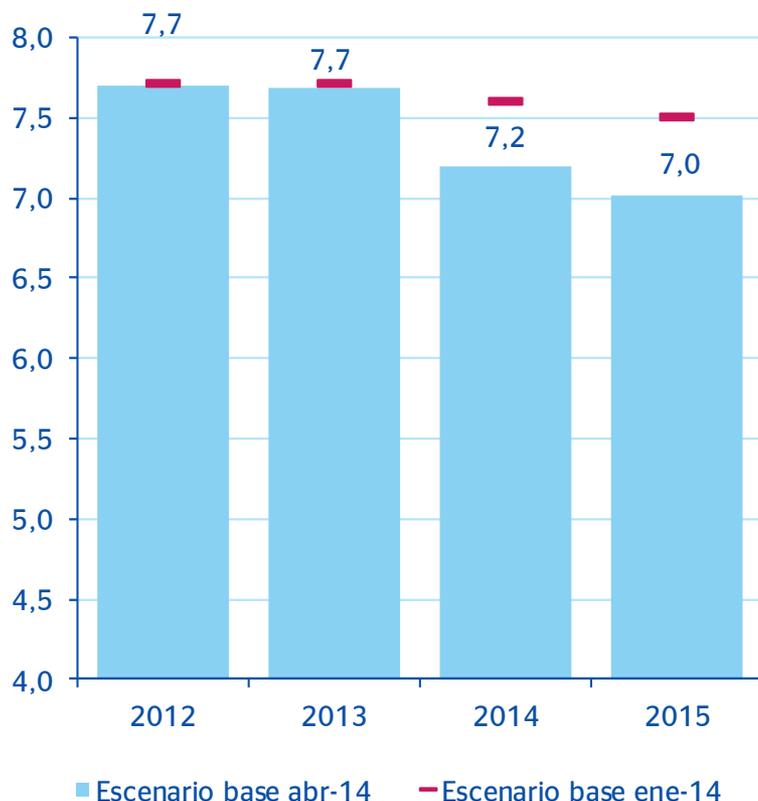
Fuente: BBVA Research, BIS y OECD



China: revisión a la baja del crecimiento por la reciente moderación y cambio de objetivo de la política económica

China: Crecimiento del PIB (% a/a)

Fuente: BBVA Research



El gobierno seguirá adelante con las reformas económicas e implementará medidas para reducir los riesgos financieros

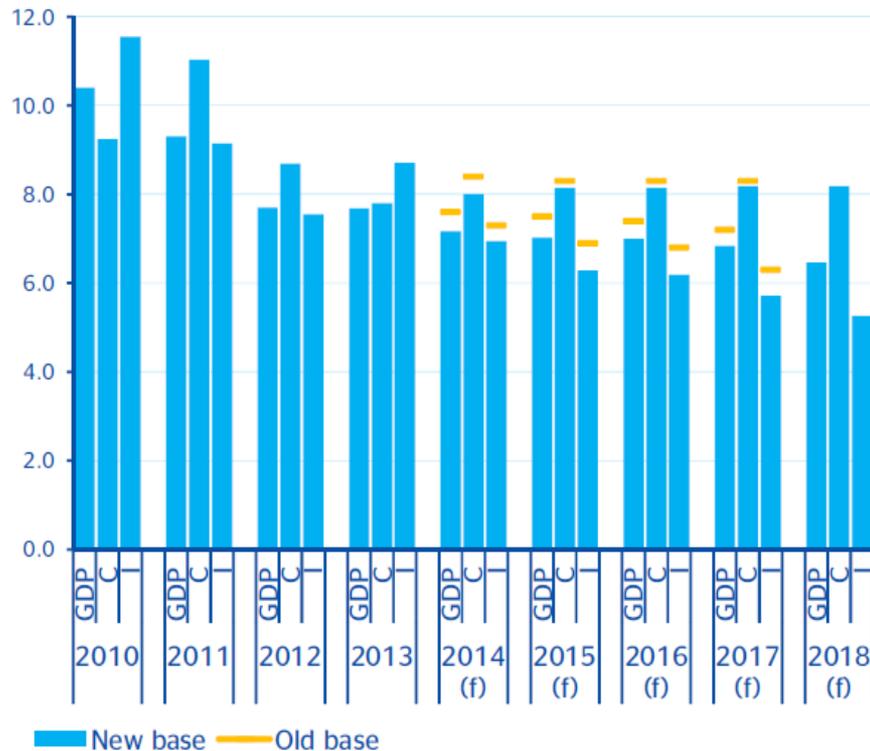
Esperamos un mayor ajuste en la inversión que en el consumo

Si la economía se desacelera más de lo previsto (por debajo del 7%), existe margen para el impulso público (inversión en infraestructura, desgravaciones fiscales)

Desaceleración de China principalmente de inversión...la más vinculada el precio del cobre

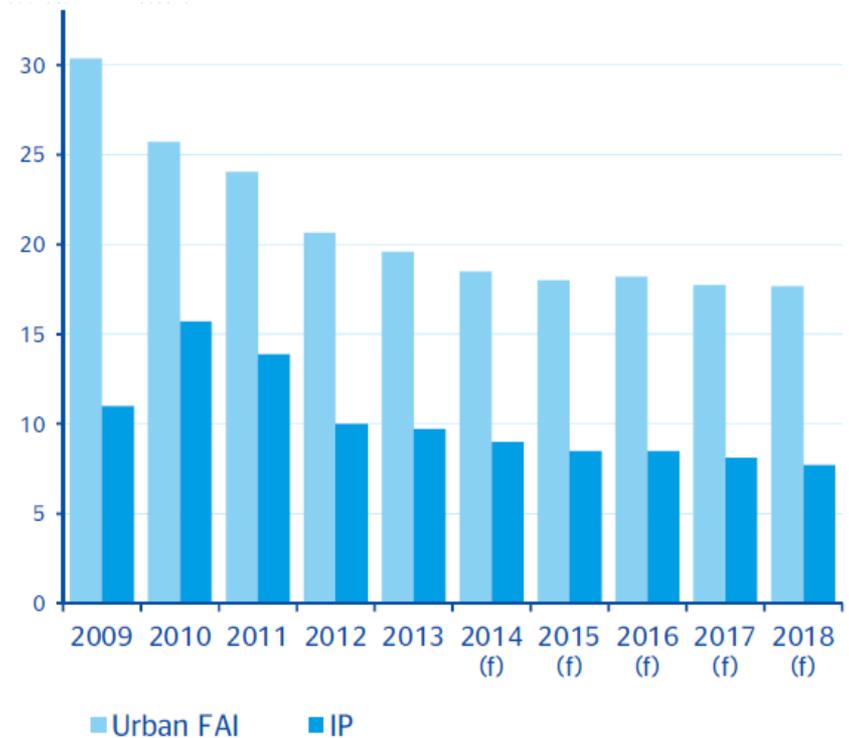
China: GDP, Consumption & Investment

Source: BBVA Research



China: Urban Fixed Asset Investment & Industrial Production

Source: BBVA Research

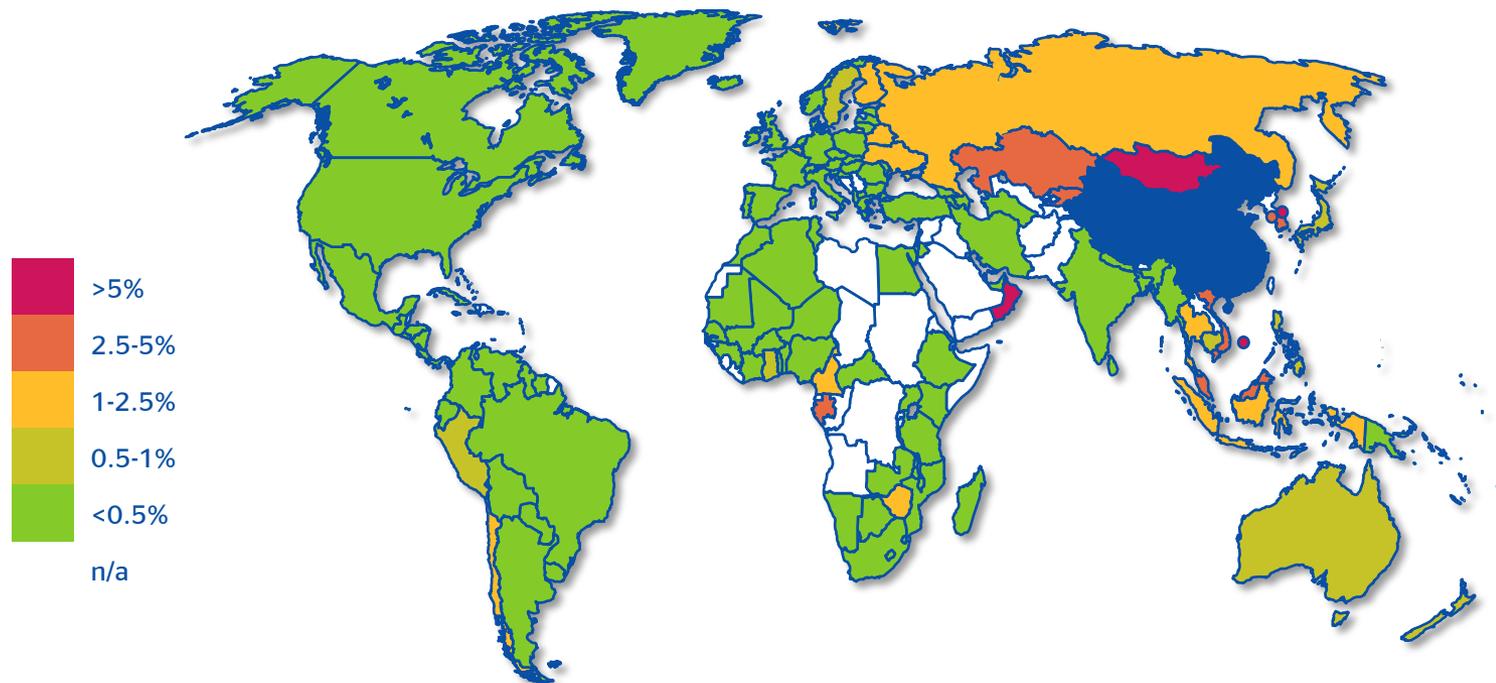


¿Cuál podría ser el impacto en otras áreas económicas de un menor crecimiento en China?

La importancia de China como fuente de demanda mundial ha aumentado en la última década, pero sigue existiendo diferenciación

Exportaciones a China como % de PIB en 2000

Fuente: BBVA Research, Comtrade y World Bank

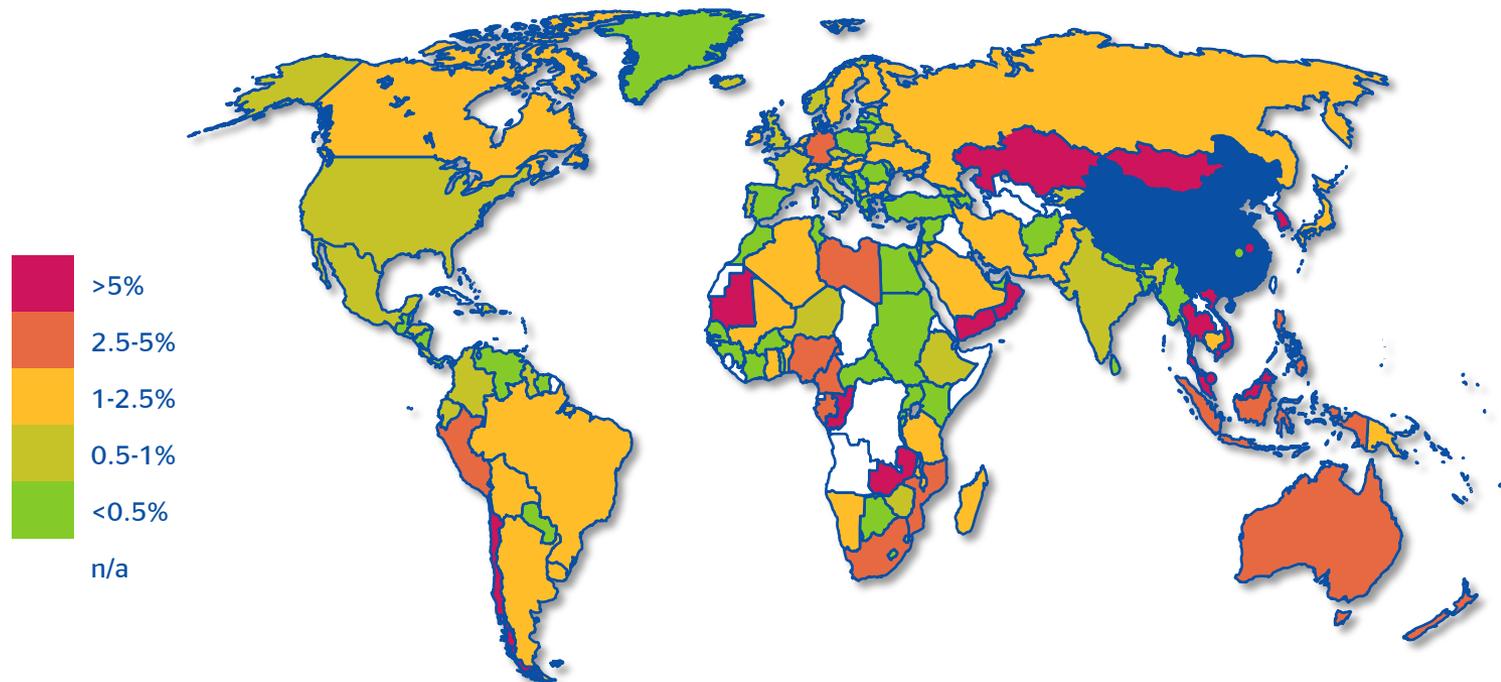


¿Cuál podría ser el impacto en otras áreas económicas de un menor crecimiento en China?

La importancia de China como fuente de demanda mundial ha aumentado en la última década, pero sigue existiendo diferenciación

Exportaciones a China como % de PIB en 2012

Fuente: BBVA Research, Comtrade y World Bank



¿Cuál podría ser el impacto en otras áreas económicas de un menor crecimiento en China?

Crecimiento del GDP, impacto de cambios en el crecimiento de China (de mayor a menor impacto)

Fuente: BBVA Research

| Ranking | Área Económica |
|---------|----------------|
| 1 | América Latina |
| 2 | Japón |
| 3 | Eurozona |
| 4 | EE.UU. |

Aproximadamente cada punto de menor crecimiento en China reduce el crecimiento mundial en 0,4 pp, principalmente en el canal comercial (menor demanda de China)

Si además del contagio vía comercio se produjese un repunte de la volatilidad financiera global, la respuesta del PIB mundial podría doblarse, hasta casi 1 pp

Con todo, seguiría habiendo diferenciación entre distintas áreas geográficas en cuanto al impacto esperado

En resumen: la expansión global seguirá, con China creciendo menos y normalización monetaria en perspectiva

- 1 **La expansión global continuará con China creciendo menos** pero sin riesgos inmediatos de un ajuste brusco
- 2 Eventos de importancia global son el **endurecimiento de la política monetaria de la FED**, que se separará más de la política monetaria europea, **y ajustes (adicionales) en el crecimiento de China**, que tendrían en todo caso un impacto heterogéneo en EM.

Crecimiento del PIB mundial (%)

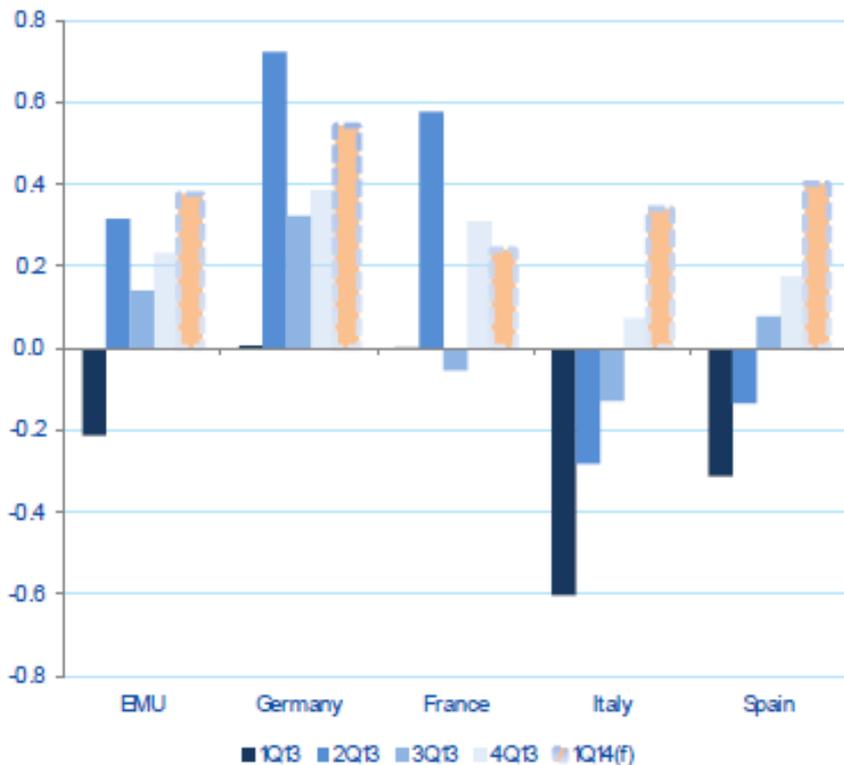
Fuente: BBVA Research



En Europa, mejora de todos los países, con mayor rol de la demanda doméstica

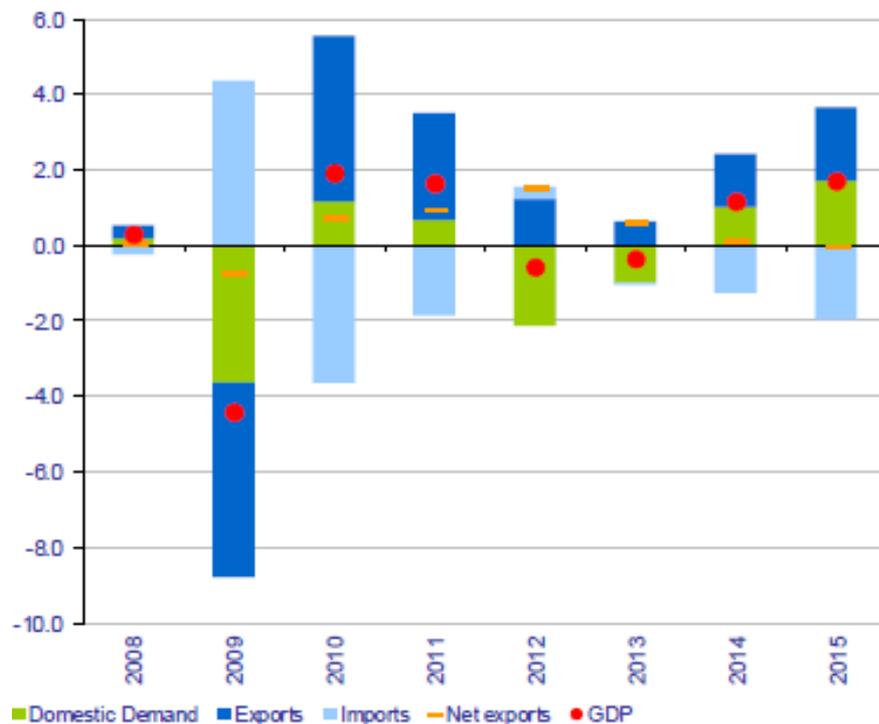
GDP by countries (% q/q)

Source: Eurostat and BBVA Research



Eurozone: annual contribution to GDP growth (pp)

Source: Eurostat and BBVA Research



Índice

- 1 Escenario Internacional
- 2 Mercados financieros locales con mejoras generalizadas, acorde con el desempeño regional
- 3 Chile: Actividad se desacelera más de lo previsto y PIB 2014 crecería 3,4%

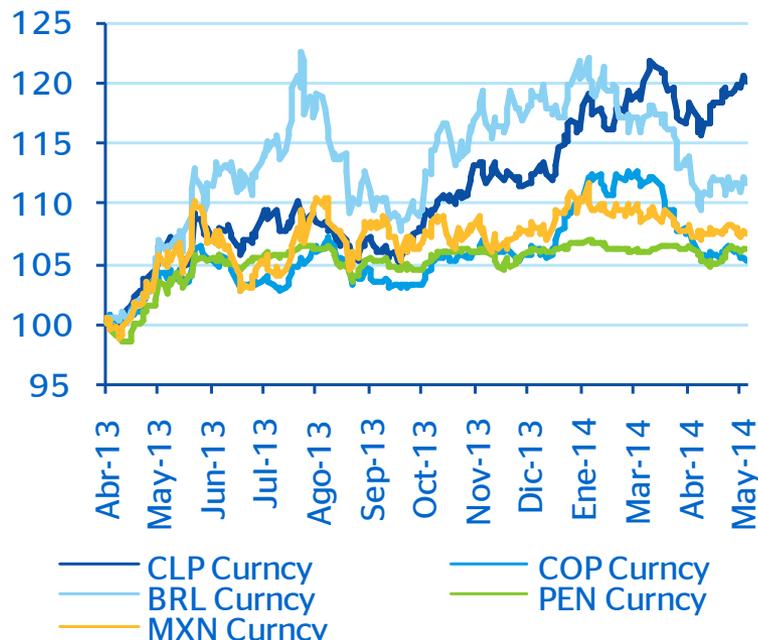
Recuadro: El nuevo escenario del cobre y sus implicancias sobre la economía chilena
- 4 Cuenta corriente ha alcanzado niveles sostenibles como anticipamos
- 5 Inflación: sorpresas del primer trimestre explicadas principalmente por factores cíclicos
- 6 Estímulo monetario mayor al esperado por el mercado mientras que el crecimiento del gasto público sería de 8,6% en 2014
- 7 Principal riesgo continúa siendo una desaceleración mayor en China

La acelerada pero bienvenida depreciación del CLP

- La depreciación del peso tiene un componente transitorio, dado por el desarme de posiciones de *carry trade* y la preocupación generada sobre algunas economías emergentes.
- En la medida que los mercados diferencien a Chile y se asiente mejor la estrategia de salida de la Fed, podríamos ver estabilizaciones. Sin embargo, enmarcadas en un proceso depreciativo nominal y real.

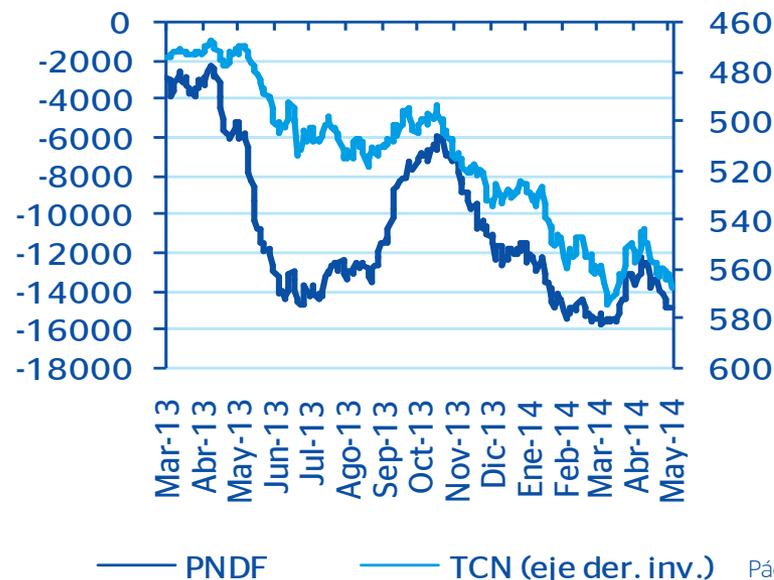
Paridades con respecto al dólar (índices
30-04-2013=100)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



Posición neta en el mercado derivado externo
y Tipo de cambio nominal (\$/USD)

Fuente: BCCCh y BBVA Research



Tasas largas se ajustan a la baja desde inicios de año

- Se han mitigado los castigos a los costos de endeudamiento externo, fenómeno compartido por otras economías andinas.
- El retroceso del bono del Tesoro Americano desde inicios el 2014 en conjunto con mayores recortes esperados para la TPM en Chile han permitido disminuciones de la deuda soberana en pesos a plazos de 5 y 10 años.

EMBI Chile y LATAM (puntos base)

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



Tasas BCP 5 y 10 años y UST 10 años (porcentaje)

Fuente: ABIF, Federal Reserve Bank of St. Louis, BBVA Research



Índice

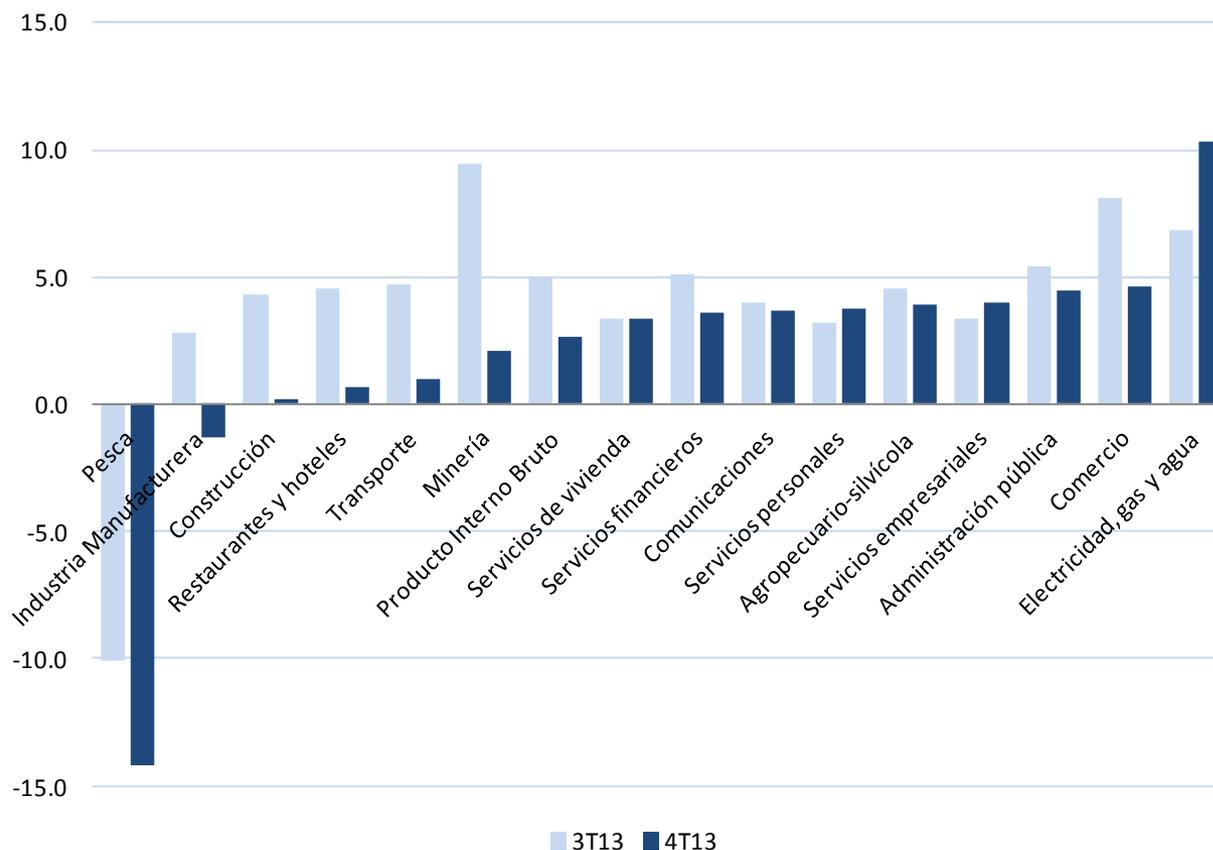
- 1 Escenario Internacional
- 2 Mercados financieros locales con mejoras generalizadas, acorde con el desempeño regional
- 3 Chile: Actividad se desacelera más de lo previsto y PIB 2014 crecería 3,4%

 Recuadro: El nuevo escenario del cobre y sus implicancias sobre la economía chilena
- 4 Cuenta corriente ha alcanzado niveles sostenibles como anticipamos
- 5 Inflación: sorpresas del primer trimestre explicadas principalmente por factores cíclicos
- 6 Estímulo monetario mayor al esperado por el mercado mientras que el crecimiento del gasto público sería de 8,6% en 2014
- 7 Principal riesgo continúa siendo una desaceleración mayor en China

Composición sectorial del PIB muestra desaceleración generalizada

Crecimiento del PIB por sectores
(Var. % a/a)

Fuente: BBCh y BBVA Research

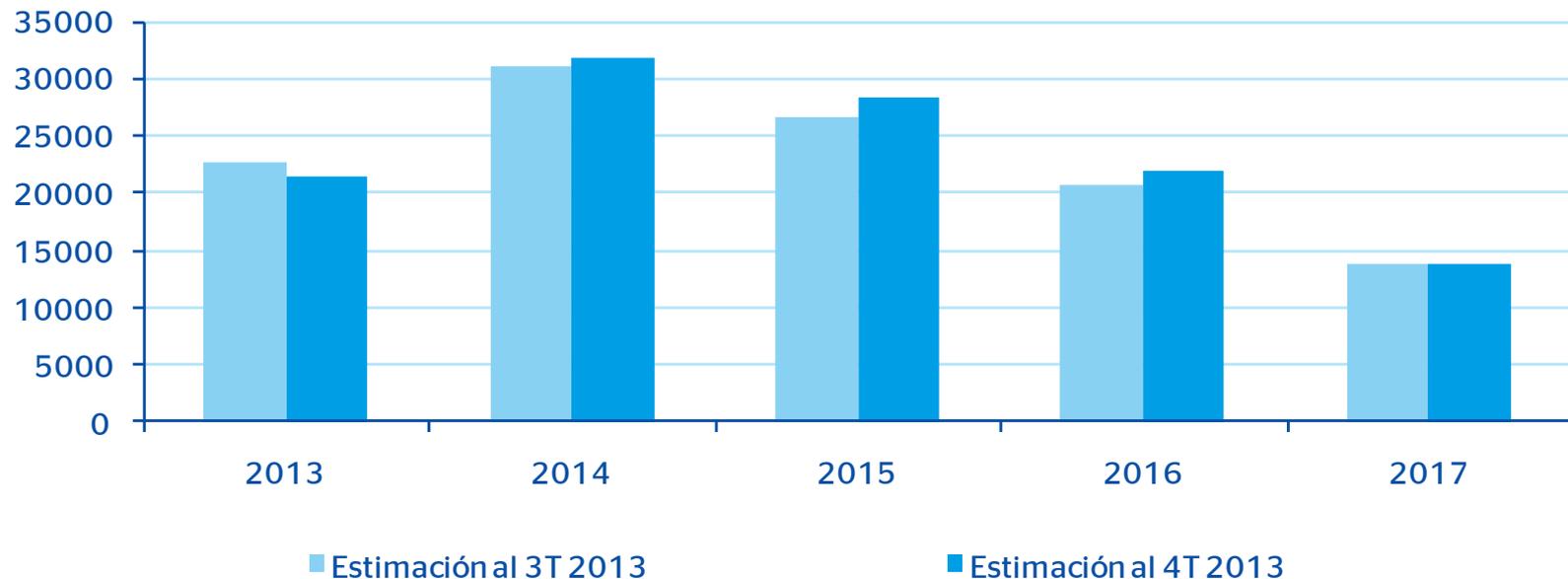


Inversión con dosis importantes de incertidumbre en 2014

- Catastro de inversión considera montos relevantes en los próximos años. Sin embargo, su concreción no está asegurada.
- Muy alineado con dinámica de la confianza empresarial donde se ha visto optimismo de minería y comercio compensado con pesimismo de industria y construcción.

Estimación inversión a materializar (millones de USD)

Fuente: CBC, BBVA Research

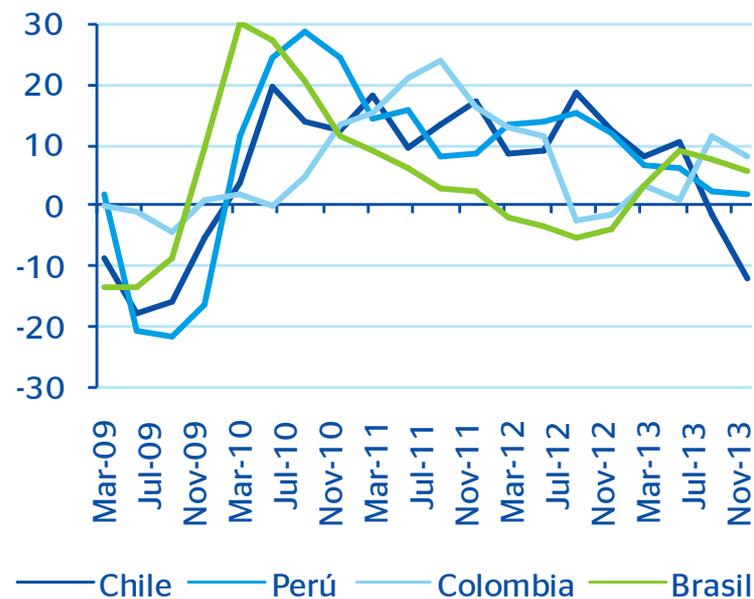
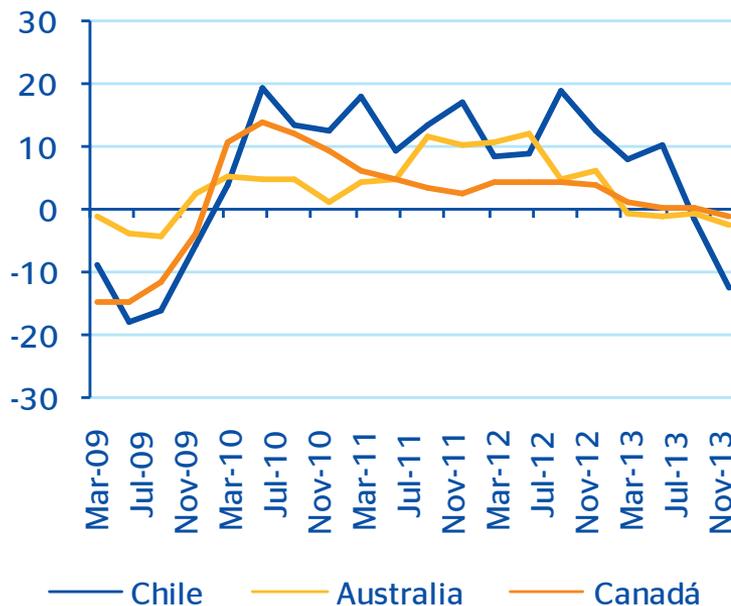


Caída de la inversión más allá de factores globales

- La caída de la inversión en Chile ha sido superior a otras economías exportadoras de *commodities* y Latam
- Observamos desaceleración en la inversión privada, pero también una contribución significativa pero acotada vinculada a menor dinamismo de la inversión pública. **ES recomendable ejecutar la totalidad de la inversión pública presupuestada para el 2014 de manera de evitar daños a la actividad.**

Crecimiento a/a de la inversión fija (%)

Fuente: BCCh, BBVA Research

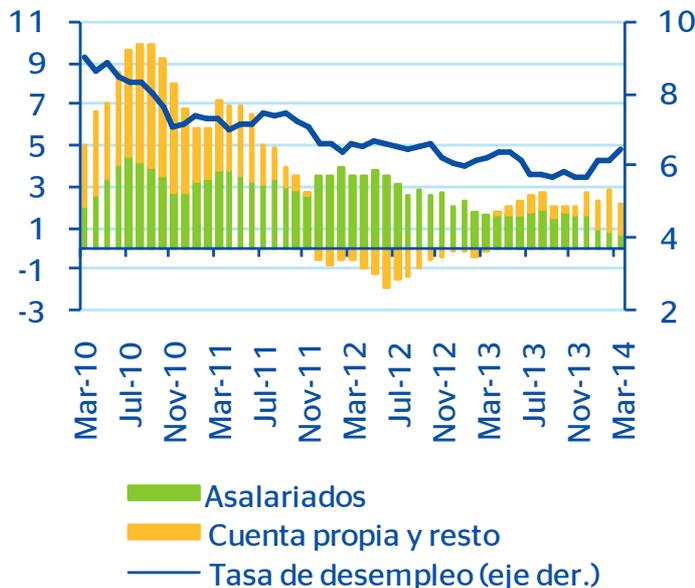


Mercado laboral y confianza de consumidores sostienen el crecimiento del consumo privado

- Mercado laboral (empleo y remuneraciones) continúa mostrando dinamismo a pesar de menor crecimiento del PIB.
- Consumidores se mantienen optimistas respecto del futuro de la economía.

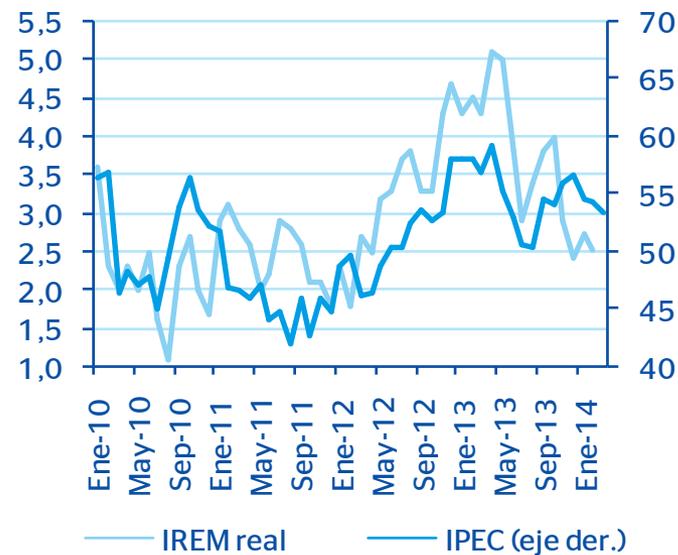
Crecimiento del empleo por categoría y tasa de desempleo (var. % a/a, %)

Fuente: INE, BBVA Research



Crecimiento de los salarios reales y Confianza del consumidor (var. % a/a, Índice)

Fuente: INE, BCCh, BBVA Research



Recuadro: El nuevo escenario del cobre y sus implicancias sobre la economía chilena

- Nuestro escenario base contempla una reducción paulatina en el precio del cobre hasta niveles de US\$2,8/libra.
- El desafío para la minería es disminuir los costos directos ante una persistente caída en la Ley del Minería. Menores costos energéticos y mayor disponibilidad de agua parecen necesarios.

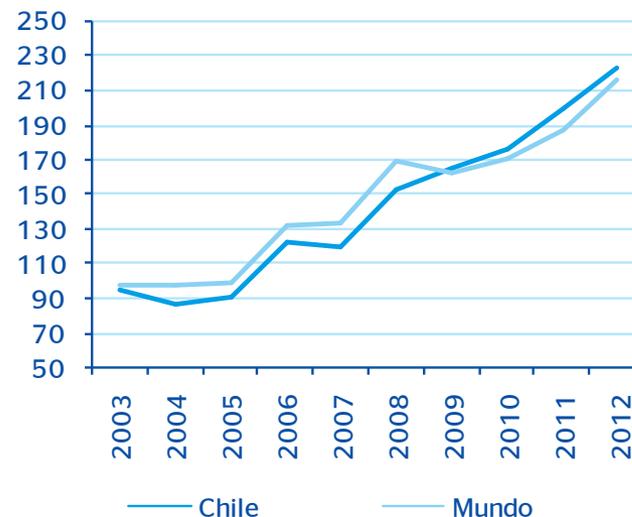
Proyección precio del cobre (US\$ por libra, promedio)

Fuente: Comisión Chilena del Cobre, BBVA Research



Costo de producción de cátodos de cobre (C3) cUS\$ de 2011 por libra

Fuente: BBVA con datos de Cochilco



Índice

- 1 Escenario Internacional
- 2 Mercados financieros locales con mejoras generalizadas, acorde con el desempeño regional
- 3 Chile: Actividad se desacelera más de lo previsto y PIB 2014 crecería 3,4%

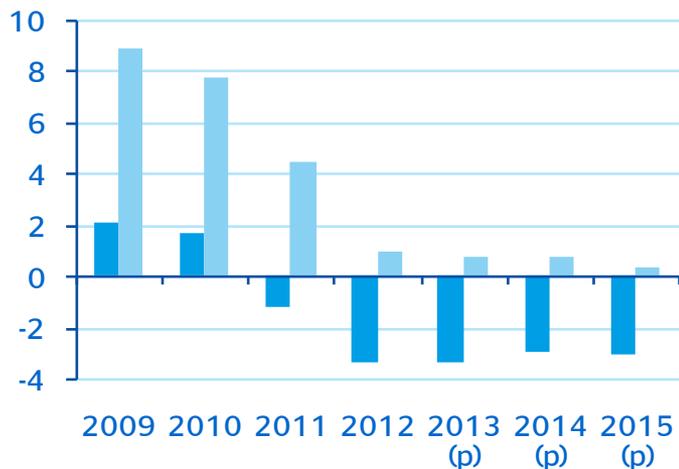
Recuadro: El nuevo escenario del cobre y sus implicancias sobre la economía chilena
- 4 Cuenta corriente ha alcanzado niveles sostenibles como anticipamos
- 5 Inflación: sorpresas del primer trimestre explicadas principalmente por factores cíclicos
- 6 Estímulo monetario mayor al esperado por el mercado mientras que el crecimiento del gasto público sería de 8,6% en 2014
- 7 Principal riesgo continúa siendo una desaceleración mayor en China

Cambio en la composición del crecimiento contribuye a mitigar riesgo de sostenibilidad de la cuenta corriente

- Corregimos a la baja nuestra proyección de déficit en cuenta corriente debido a un ajuste en la composición del crecimiento, con una menor contribución de la inversión y una mayor del sector externo.
- Se han concretado los riesgos depreciativos y es más evidente la desaceleración de la demanda interna. En su conjunto, estos elementos contribuyen a levantar los riesgos de sostenibilidad de la cuenta corriente.
- Compensando solo parcialmente, se suma un leve a la baja en el precio promedio del cobre proyectado para el periodo 2014-2015

Saldo comercial y de cuenta corriente (% del PIB)

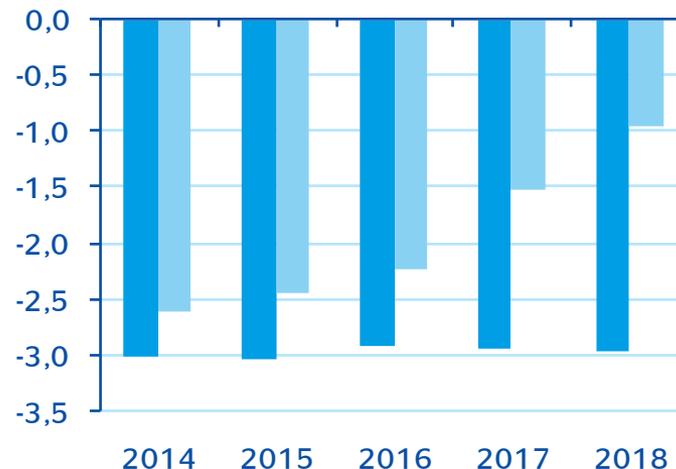
Fuente: BCCh, BBVA Research



■ Cuenta corriente ■ Balanza comercial

Escenario base y de riesgo Cuenta Corriente (% del PIB)

Fuente: BBVA Research



■ Base ■ Riesgo

Índice

- 1 Escenario Internacional
- 2 Mercados financieros locales con mejoras generalizadas, acorde con el desempeño regional
- 3 Chile: Actividad se desacelera más de lo previsto y PIB 2014 crecería 3,4%

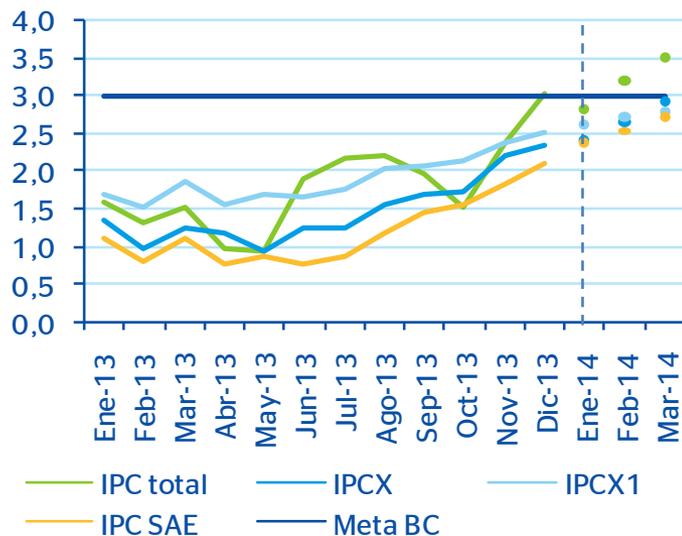
Recuadro: El nuevo escenario del cobre y sus implicancias sobre la economía chilena
- 4 Cuenta corriente ha alcanzado niveles sostenibles como anticipamos
- 5 Inflación: sorpresas del primer trimestre explicadas principalmente por factores cíclicos
- 6 Estímulo monetario mayor al esperado por el mercado mientras que el crecimiento del gasto público sería de 8,6% en 2014
- 7 Principal riesgo continúa siendo una desaceleración mayor en China

Depreciación cambiaria y cambios metodológicos aceleraron la inflación

- La baja inflación que se registró en la primera parte de 2013 obedeció en gran medida al impacto deflacionario del componente transable. Este a su vez, hacía eco del bajo nivel del tipo de cambio, pero también de los reconocidos problemas metodológicos del IPC, particularmente en la medición de prendas de vestir y calzado.

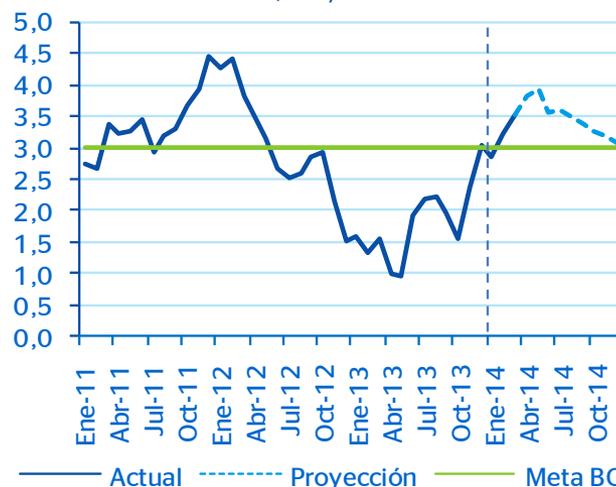
Medidas de inflación* (var. a/a, porcentaje)

*Línea punteada indica comienzo de nueva canasta base 2013=100
Fuente: BCCh, INE y BBVA Research



Inflación a/a efectiva y proyecciones BBVA 2014 (porcentaje)*

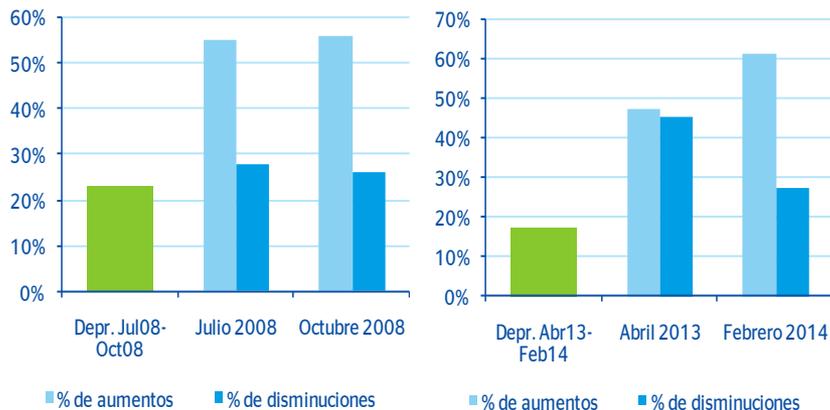
*Línea punteada indica comienzo de nueva canasta base 2013=100
Fuente: BCCh, INE y BBVA Research



..y no vemos aspectos inflacionarios sobre los aspecto cíclicos anteriores.

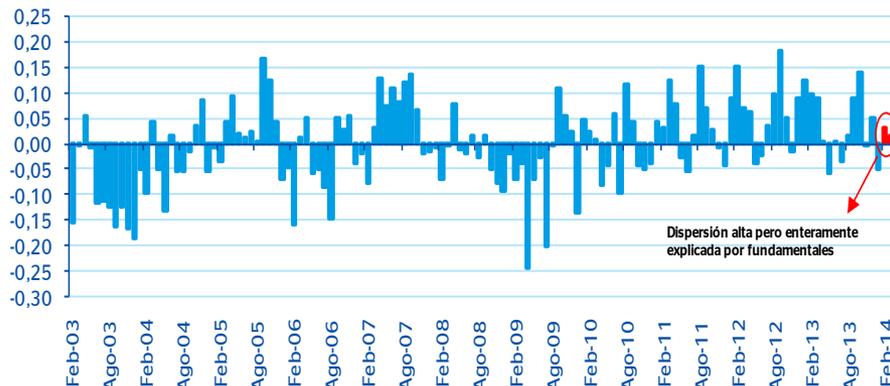
Comparación dispersión inflacionaria en episodios depreciativos similares

Fuente: BCCh, BBVA Research



Residuo entre dispersión inflacionaria estimada por fundamentales y dispersión efectiva

Fuente: INE, BCCh, BBVA Research

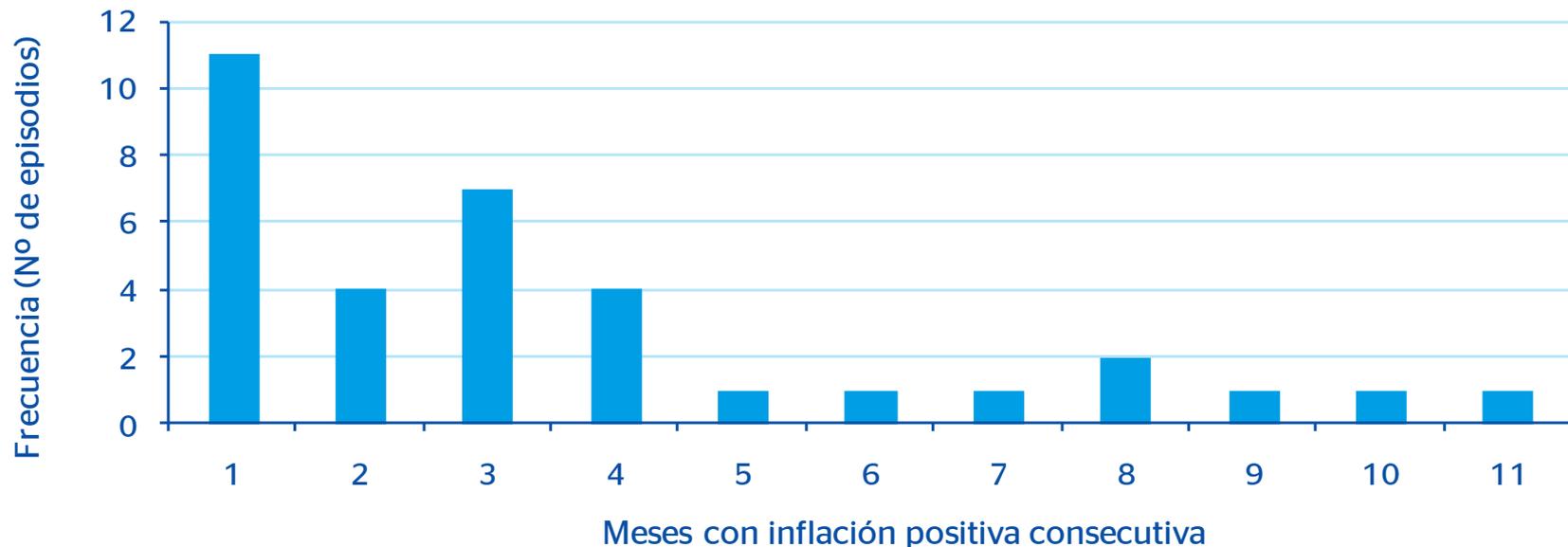


No descartamos un registro inflacionario negativo y/o muy por debajo de lo esperado por el mercado en el segundo semestre

- La composición transitoria de la inflación reciente hacen prever eventuales reversiones, que son también consistentes con la historia inflacionaria.

Episodios con inflaciones positivas consecutivas: 1999-2013

Fuente: BBVA Research



El impacto inflacionario de primera vuelta vinculado a la RT es acotado

Tabla 1
Impacto en inflación de la
Reforma Tributaria

| | Incidencia (%) |
|-----------------------|-----------------------|
| Bebida gaseosa | 0,03 |
| Jugo líquido | 0,01 |
| Jugo en polvo | 0,00 |
| Pisco | 0,02 |
| Ron | 0,02 |
| Whisky | 0,01 |
| Vodka | 0,01 |
| Vino | 0,06 |
| Vino espumoso | 0,00 |
| Cerveza | 0,03 |
| Cigarrillos | 0,02 |
| Total estimado | 0,22 - 0,25 |

Fuente: BBVA Research

Índice

- 1 Escenario Internacional
- 2 Mercados financieros locales con mejoras generalizadas, acorde con el desempeño regional
- 3 Chile: Actividad se desacelera más de lo previsto y PIB 2014 crecería 3,4%

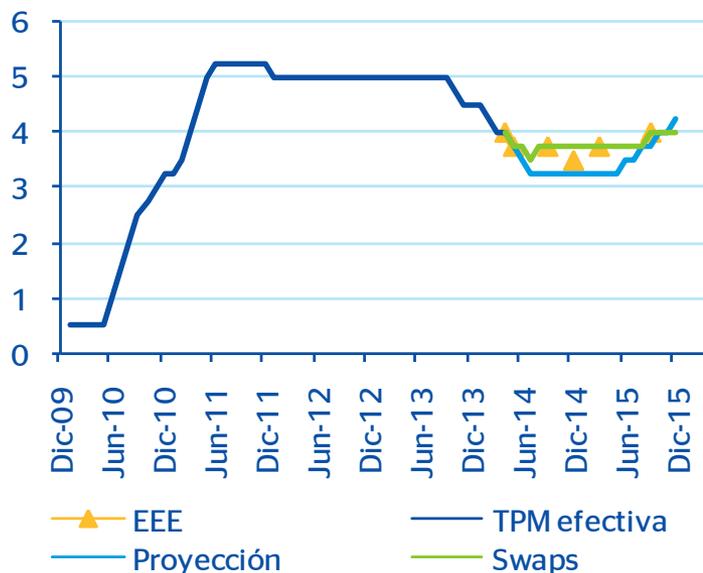
Recuadro: El nuevo escenario del cobre y sus implicancias sobre la economía chilena
- 4 Cuenta corriente ha alcanzado niveles sostenibles como anticipamos
- 5 Inflación: sorpresas del primer trimestre explicadas principalmente por factores cíclicos
- 6 Estímulo monetario mayor al esperado por el mercado mientras que el crecimiento del gasto público sería de 8,6% en 2014
- 7 Principal riesgo continúa siendo una desaceleración mayor en China

Más gasto fiscal, y no poco, en conjunto con impulso monetario contribuirán al crecimiento en 2014

- Proyectamos que la TPM llegará a 3,25% este año. De esta forma se habrá inyectado un estímulo monetario que contribuirá a la mantención del dinamismo del consumo y colaborará en la depreciación cambiaria.
- Gasto público crecerá más de 8% este año. Además de la menor base, está el efecto que tendrá en los ingresos fiscales el mayor tipo de cambio y la Reforma Tributaria.

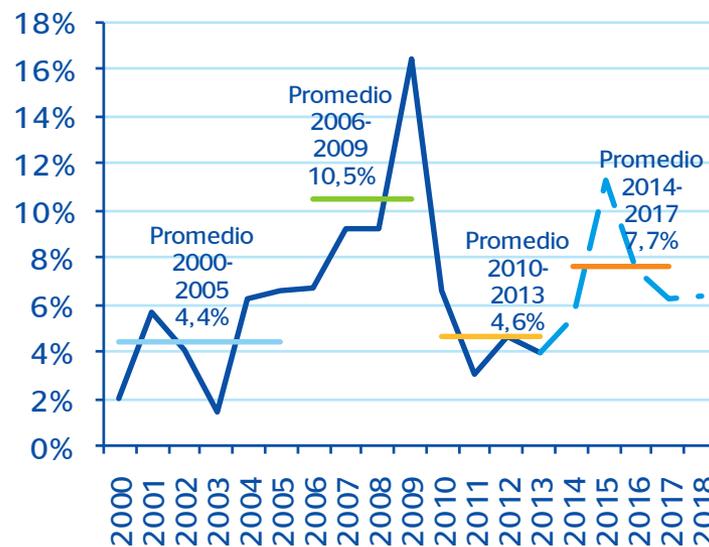
TPM efectiva y trayectorias implícitas en EEE y swaps (porcentaje)

Fuente: BCCh, Tradition, BBVA Research



Crecimiento del gasto público y promedios por periodo 2000-2018

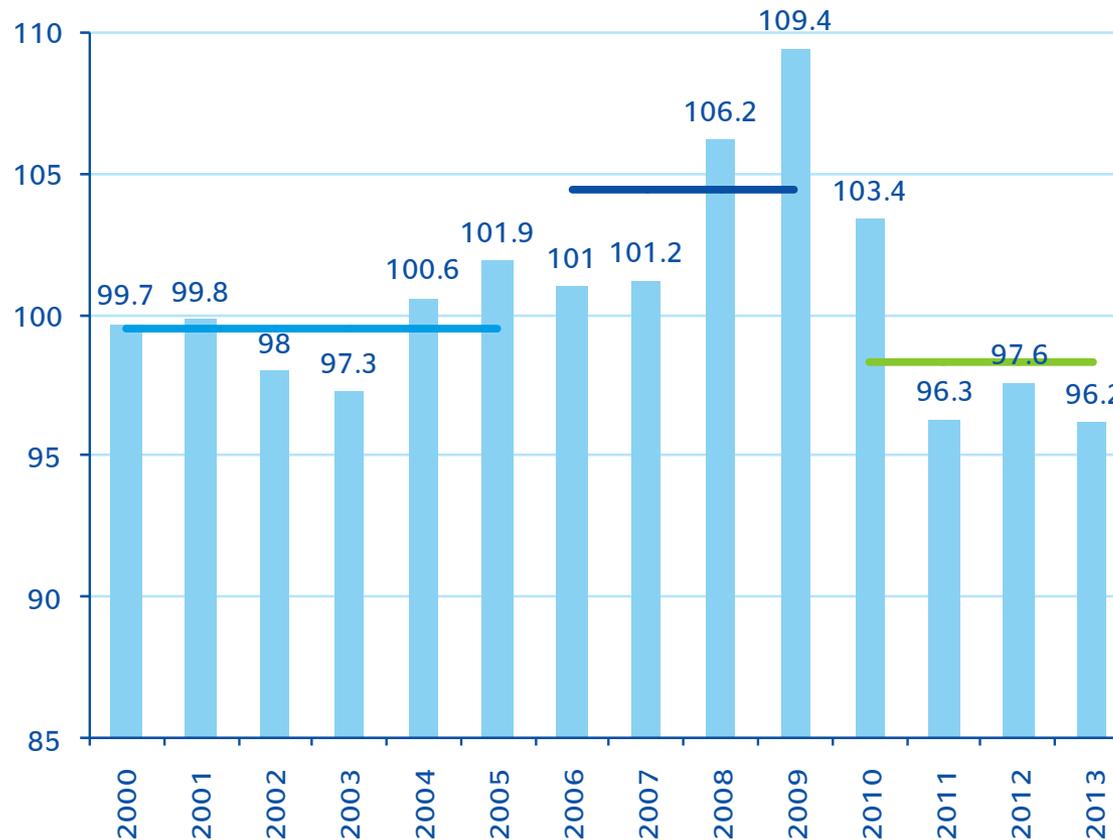
Fuente: Dirección de Presupuestos, BBVA Research



Política Fiscal: en 2013 histórica subejecución del Presupuesto, principalmente de inversión pública

Ejecución Gobierno Central Presupuestario (porcentaje)

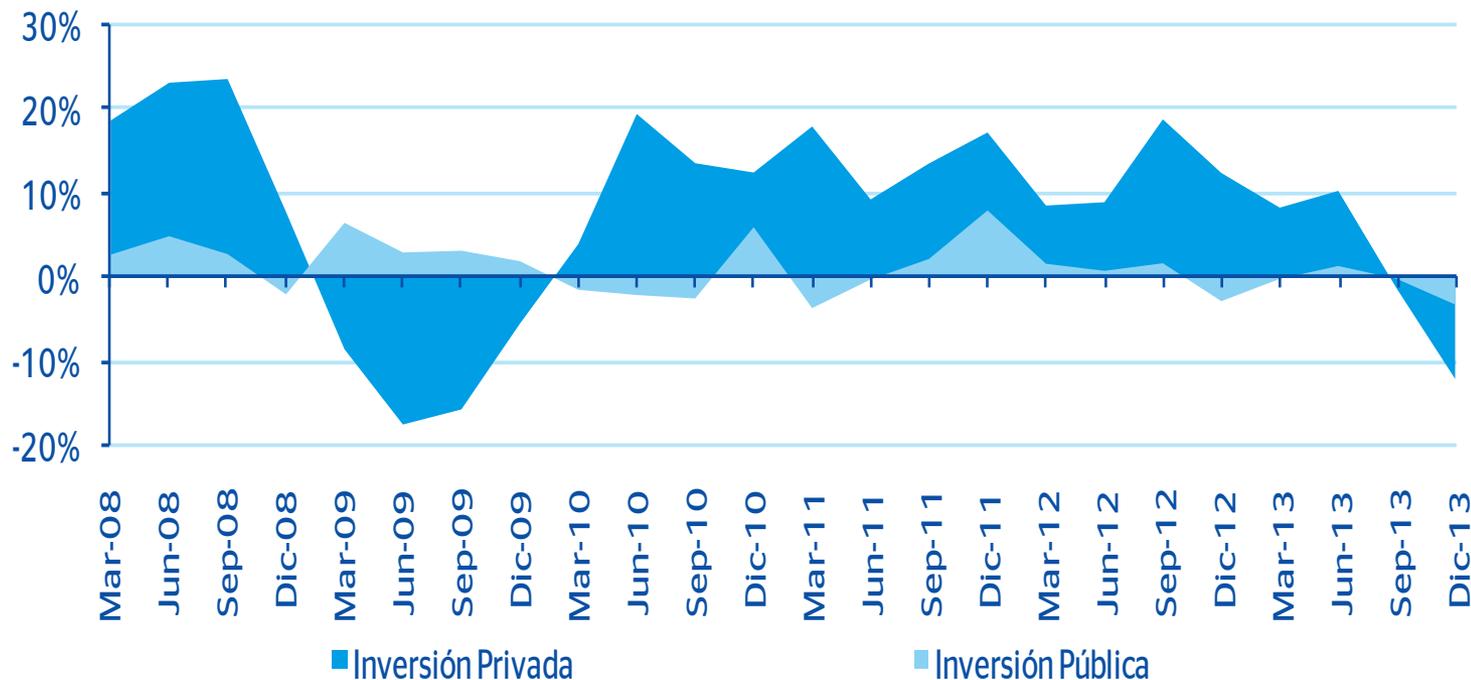
Fuente: DIPRES y BBVA Research



En consecuencia, resulta importante que la inversión pública retome vuelo en un escenario de menor dinamismo privado para la FBCF...para no repetir lo visto el 2013

Estimación de la incidencia de la inversión pública y privada en la inversión total (2008-2013)

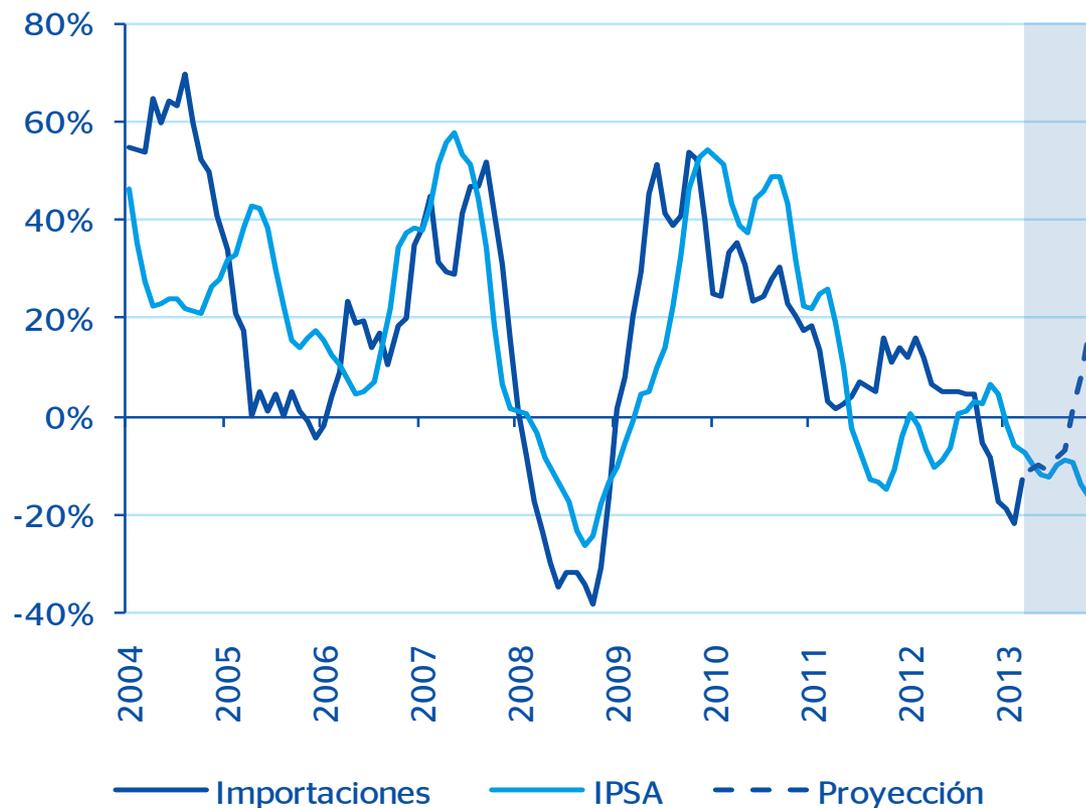
Fuente: BCCh, Dipres, BBVA Research



Inversión se recuperaría y entregaría soporte al IPSA

Importaciones de Capital Rezagadas 9m e IPSA
(var. % promedio móvil trimestral, cifras nominales)

Fuente: Banco Central de Chile



Índice

- 1 Escenario Internacional
- 2 Mercados financieros locales con mejoras generalizadas, acorde con el desempeño regional
- 3 Chile: Actividad se desacelera más de lo previsto y PIB 2014 crecería 3,4%

Recuadro: El nuevo escenario del cobre y sus implicancias sobre la economía chilena
- 4 Cuenta corriente ha alcanzado niveles sostenibles como anticipamos
- 5 Inflación: sorpresas del primer trimestre explicadas principalmente por factores cíclicos
- 6 Estímulo monetario mayor al esperado por el mercado mientras que el crecimiento del gasto público sería de 8,6% en 2014
- 7 Principal riesgo continúa siendo una desaceleración mayor en China

Principales riesgos

- El déficit de cuenta corriente se ha moderado significativamente respecto a nuestra evaluación anterior alcanzando niveles sostenibles.
- Incertidumbre asociada al *tapering* también se ha reducido con el inicio de este proceso en diciembre. La mantención de un proceso gradual de retiro del estímulo no debiese ocasionar impactos adicionales en los mercados emergentes, excepto en economías más vulnerables.
- Una desaceleración económica mayor a la anticipada de China se mantiene como el principal riesgo externo por sus implicancias en el dinamismo del sector exportador, flujos de capitales y las cuentas fiscales.
- Localmente, la Reforma Tributaria (RT) debe evaluarse en el mérito de los efectos temporales que podría tener sobre las intenciones de inversión privada.

Resumen escenario macroeconómico

Previsiones macroeconómicas

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|
| PIB (% a/a) | 5.8 | 5.4 | 4.1 | 3.4 | 4.3 |
| Inflación (% a/a, fdp) | 4.4 | 1.5 | 3.0 | 3.1 | 3.0 |
| Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | 521 | 479 | 524 | 570 | 578 |
| Tasas de interés (% fdp) | 5.25 | 5.00 | 4.50 | 3.25 | 4.25 |
| Consumo Privado (% a/a) | 8.9 | 6.0 | 5.6 | 3.5 | 4.5 |
| Consumo Público (% a/a) | 2.5 | 3.7 | 4.2 | 4.8 | 4.6 |
| Inversión (% a/a) | 14.4 | 12.2 | 0.4 | -1.5 | 5.4 |
| Resultado Fiscal (% PIB) | 1.4 | 0.6 | -0.6 | -1.9 | -2.0 |
| Cuenta Corriente (% PIB) | -1.2 | -3.4 | -3.4 | -3.0 | -3.0 |

Fuente: BBVA Research

Situación Chile

Segundo trimestre 2014

Primero y penúltimo riesgo es China

Jorge Selaive, Economista Jefe

BBVA Research Chile - 7 de mayo de 2014