

Situación Chile

1er Semestre 2009

La crisis de expectativas superó en intensidad al choque internacional

Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile

- La crisis de expectativas superó en intensidad al choque internacional.
- Crisis de confianza: Tanto consumidores como empresarios frenaron sus decisiones de consumo, producción e inversión, provocando la caída en la demanda interna.
- El nivel de precios ha mostrado variaciones negativas por varios meses consecutivos y se encuentra actualmente en 3%, exactamente en el centro del rango meta del instituto emisor.
- El sistema financiero se ha mantenido solvente, con razonables niveles de liquidez.
- Pocas economías han contado con la posibilidad de realizar una combinación de estímulo monetario y fiscal de las proporciones que el Banco Central y el Gobierno de Chile lograron implementar, sin que esto pusiera en jaque la estabilidad del sistema financiero ni la salud de las cuentas fiscales.
- La tasa de política monetaria se recortó en 750 puntos básicos en 6 meses, hasta un nivel de 0,75%, esperamos que se mantenga en ese nivel por un largo período.

- El paquete de estímulo fiscal alcanzó los US\$ 4.300 millones (3% del PIB) financiado completamente con recursos ahorrados en épocas de bonanza. Si fuese necesario, hay espacio para implementar un plan adicional, en particular podría llegar a requerirse para dar continuidad al impulso fiscal en 2010 y aminorar los impactos de la crisis en el empleo.
- El sector externo chileno se ha resentido fuertemente y aun no da señales de recuperación, particularmente en importaciones. El peso, por otra parte, luego de sufrir una fuerte depreciación hacia fines de año, se ha recuperado y se encuentra por debajo de su nivel de equilibrio
- Las previsiones para el crecimiento del PIB en 2009 se han revisado varias veces a la baja, actualmente esperamos -1,2%. La tasa de desempleo alcanzaría los dos dígitos pronto. El alza de los salarios reales sin duda sostendrá el consumo privado, compensando en cierta medida los efectos negativos del alto desempleo, al igual que la caída de los precios. Proyectamos una inflación de 0,2% para el final del año.
- El principal riesgo al cual estará expuesta la economía chilena en 2010 es que la recuperación de los socios comerciales tarde en llegar, o incluso no llegue.

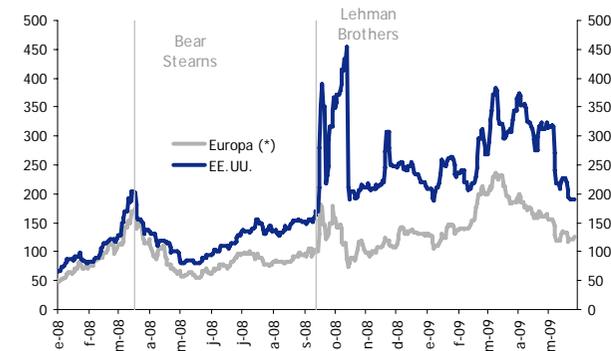
- Las tensiones financieras comienzan a reducirse en el segundo trimestre, rebajando los elevados niveles de aversión al riesgo.
- El ritmo de contracción de la actividad podría estar moderándose, aunque se observan crecimientos negativos en el corto plazo.
- Los gobiernos han incrementado las medidas para enfrentar la crisis.
- El mayor riesgo a corto plazo en las economías desarrolladas es una deflación, justificando la adopción de importantes medidas contracíclicas.
- En los próximos meses, la atención estará en evaluar la efectividad de las políticas implementadas. Pese a estas, la recuperación sigue siendo incierta.
- No habría recuperación antes de 2010, la que se traducirá en tasas de crecimiento muy moderadas y bajo el potencial.

Indicador de Tensiones Financieras



Fuente: Servicio de Estudios
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa alemana, CDS bancarios, corporativos y CDS soberanos europeos

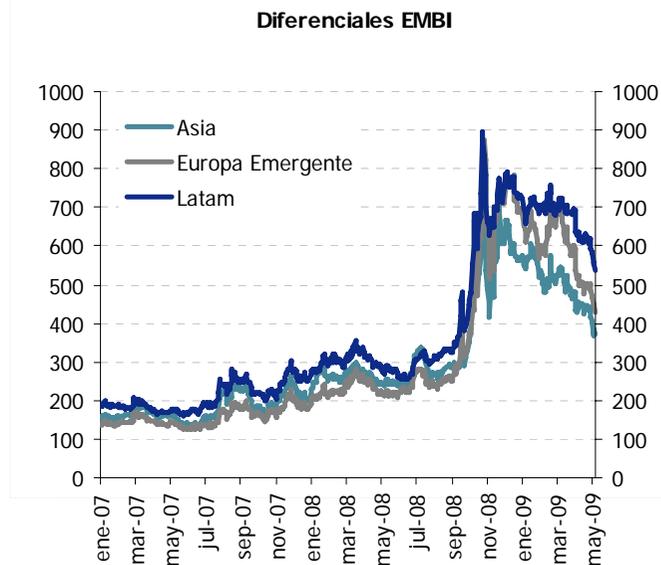
Bancos: CDS deuda senior 5 años (pb)



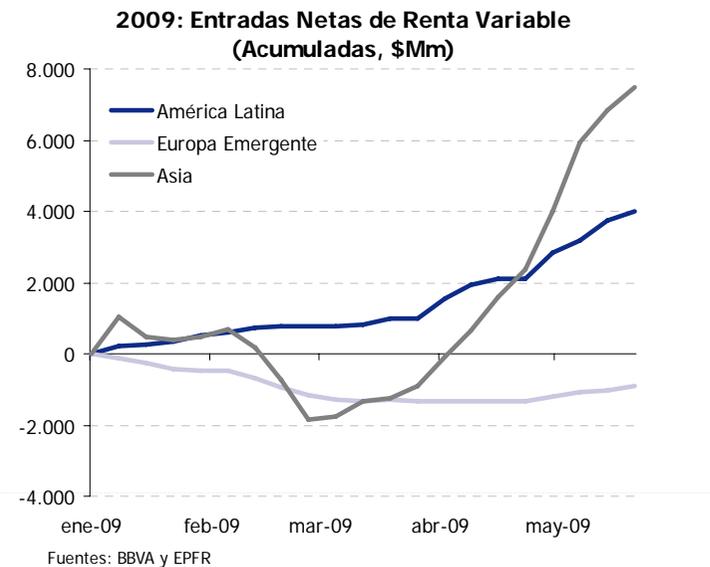
Fuente: Bloomberg

*Bancos incluidos: Barclays, RBS, Iloyds, HSBC, Alliance & Bingley, Standard Chartered, Allied Irish Bank, BNP, Deutsche Bank, ING, Unicredit, UBS, Credit suisse, Credit agricole, Societe Generale, Intesa, BBVA, Santander

- La moderación de la aversión global al riesgo, el refuerzo económico dado por el G-20 al FMI, la creación de una nueva línea de crédito para economías ilíquidas, sumado a la implementación de importantes políticas contracíclicas en buena parte de las economías emergentes han permitido una favorable evolución en las economías menos desarrolladas.
- En el último mes los indicadores financieros muestran una importante evolución.
- Los Spreads de riesgo soberanos han caído fuertemente y las presiones depreciatorias han retrocedido, lo que ha propiciado que incluso las entradas de flujos en los emergentes vuelvan a terreno positivo propiciando fuertes repuntes en los índices bursátiles.



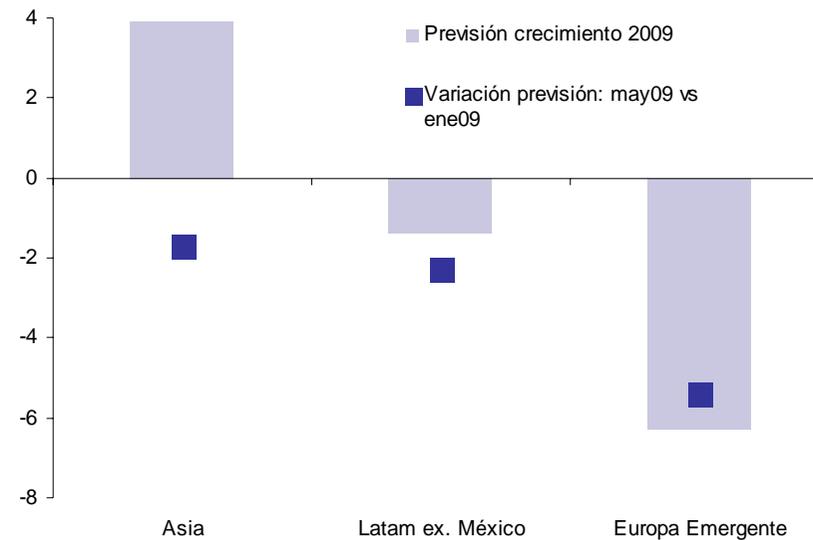
Fuente: Datastream y JP Morgan



- Se espera un ajuste muy intenso en Europa Emergente, producto de sus abultados desequilibrios fiscales y elevada dependencia del financiamiento externo.
- Se prevé que las economías emergentes, lideradas por Asia y con moderadas caídas del PIB en América Latina, crezcan por encima de las economías desarrolladas durante los próximos años.

- Los precios de las materias primas se mantienen por sobre los promedios históricos en el primer trimestre de 2009.
- Los recortes de oferta y las perspectivas de valorización del dólar deberían limitar el actual movimiento alcista, sin embargo los precios seguirán dando soporte a los países exportadores de materias primas.

Economías emergentes: Previsión de crecimiento 2009 y variación en la previsión desde enero

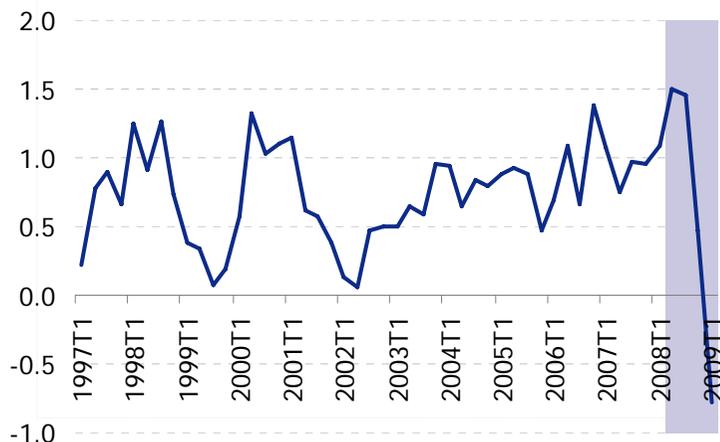


Fuente: BERD y BBVA

- La principal sorpresa no vino desde afuera, sino que de la demanda interna. Al shock externo se sumó uno de expectativas que terminó por hundir el consumo y la inversión doméstica.

Demanda Agregada en Chile (Var. % a/a)					
	2007	2008		2009	
		IV trim	año	I trim	año (p)
Demanda Interna	7.8	-0.2	7.4	-7.6	-0.4
Consumo	7.1	1.1	4.2	-0.6	1.4
Inversión	12.0	10.4	19.5	-9.3	-7.6
Exportaciones	7.6	3.4	3.1	-2.7	-15.1
Importaciones	14.9	1.8	12.9	-14.8	-10.7
PIB	4.7	0.2	3.2	-2.1	-1.2

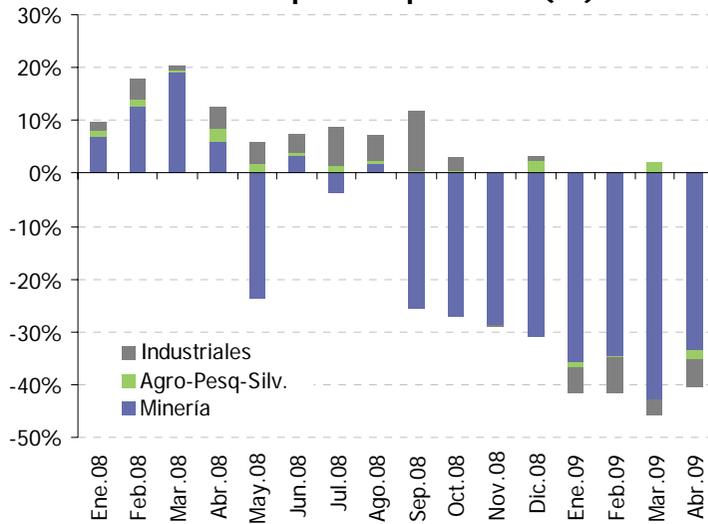
**Variación de Existencias
(% PIB, año móvil)**



- Destaca un importante recorte en los inventarios, particularmente en la minería. Anticipándose a la caída en la demanda, las empresas han ajustado en forma sustancial la producción.

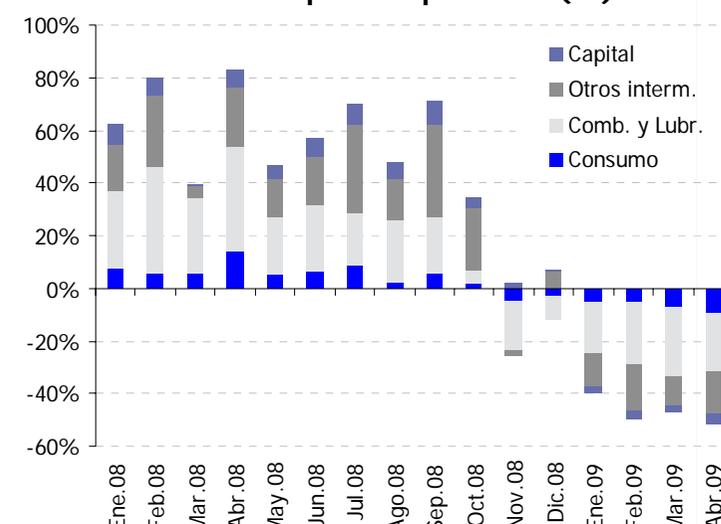
fuentes: BCCh y BBVA

**Crecimiento Exportaciones Totales
Contribución por Componentes (%)**



fuelle: BCChy BBVA

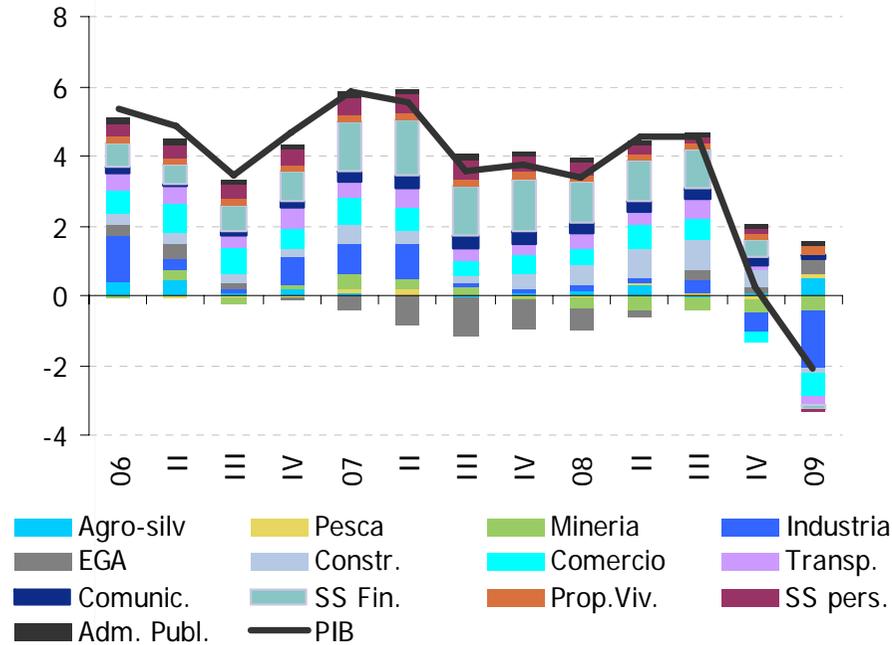
**Crecimiento Importaciones Totales
Contribución por Componentes (%)**



fuelle: BCChy BBVA

- El comercio internacional mostró caídas del orden de 50% por varios meses. Mientras el desplome en las exportaciones se explica mayoritariamente por una caída en los precios, la caída en las importaciones responde fundamentalmente a menor volumen.
- Siguiendo la tendencia mundial, dentro de las importaciones de bienes de consumo, las de bienes durables han sido las más afectadas. A la fecha no se observan señales de recuperación, signo de que aún no se materializa un repunte en las expectativas.
- El sector exportador estaría recuperando valor en el margen.

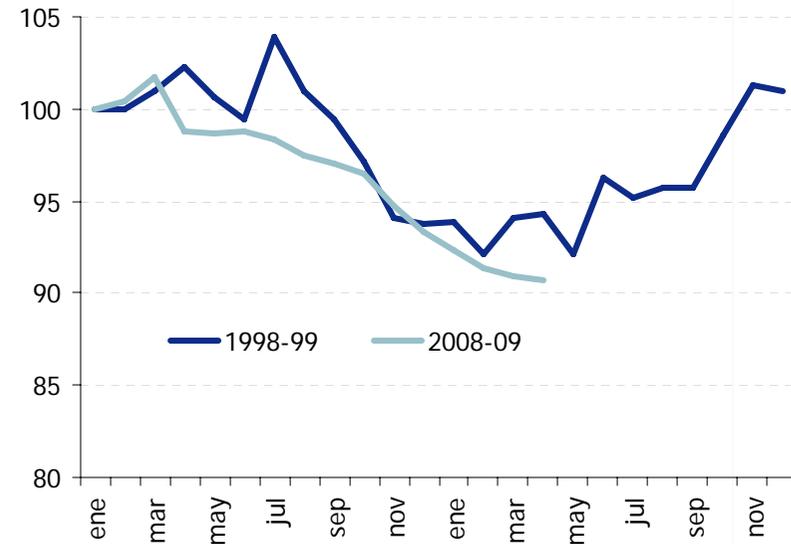
Contribución por sector al crecimiento del PIB trimestral



fuerente: BCCh

- La industria ha sido el sector que más ha resentido la crisis y no da señales de estar tocando fondo.
- Las tasas de variación negativa superan las observadas durante la crisis asiática.

Producción Física Industrial Índice desestacionalizado



fuerente: INE y BBVA

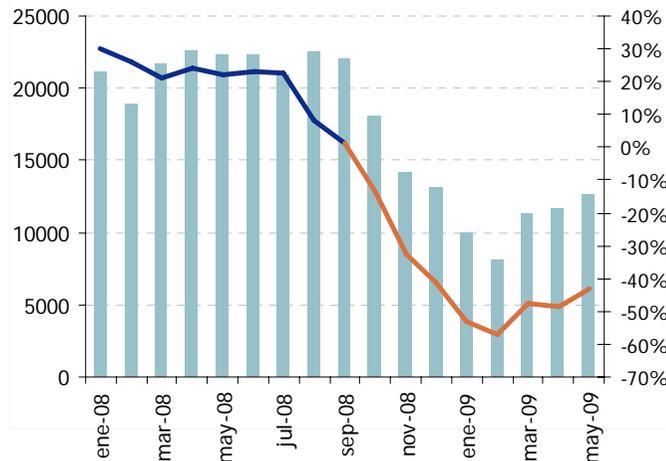
- La minería sufrió ajustes importantes ante la caída de los precios.
- Adicionalmente, la ley del cobre se redujo y se produjeron fallas técnicas en Escondida y Codelco Norte.
- Esperamos que el precio del cobre alcance un promedio de 1,78 US\$/lb.

Cobre (US\$cent / libra)



fuernte: Cochilco

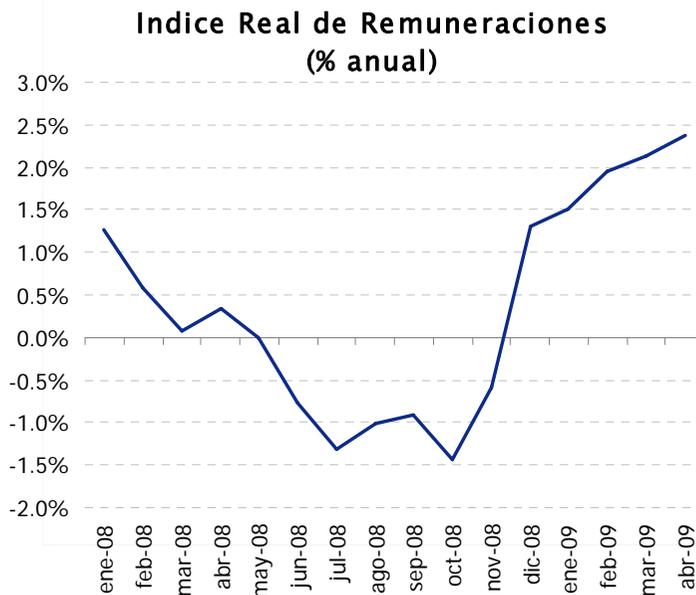
Ventas de Autos
(unidades/mes y var % a/a)



fuernte: ANAC y BBVA

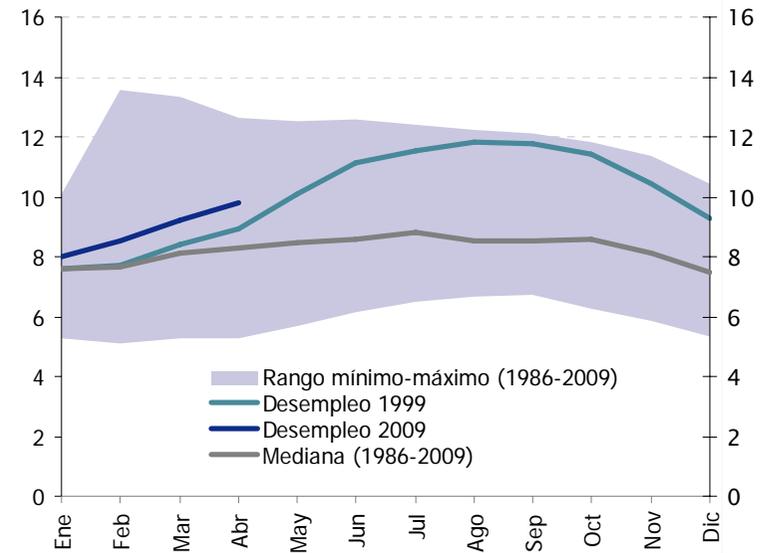
- Importante freno a las compras de bienes durables, siendo el sector automotriz uno de los más golpeados.
- Ventas minoristas y en supermercados recuperándose en último mes.
- Las expectativas de inflación baja, el aumento de los salarios reales, y el repunte en la confianza, permiten esperar un alza en el consumo el segundo semestre.

- El costo social de la crisis se verá reflejado en un alza en la tasa de desempleo.
- En el próximo trimestre móvil llegaría a dos dígitos.



fuelle: INE

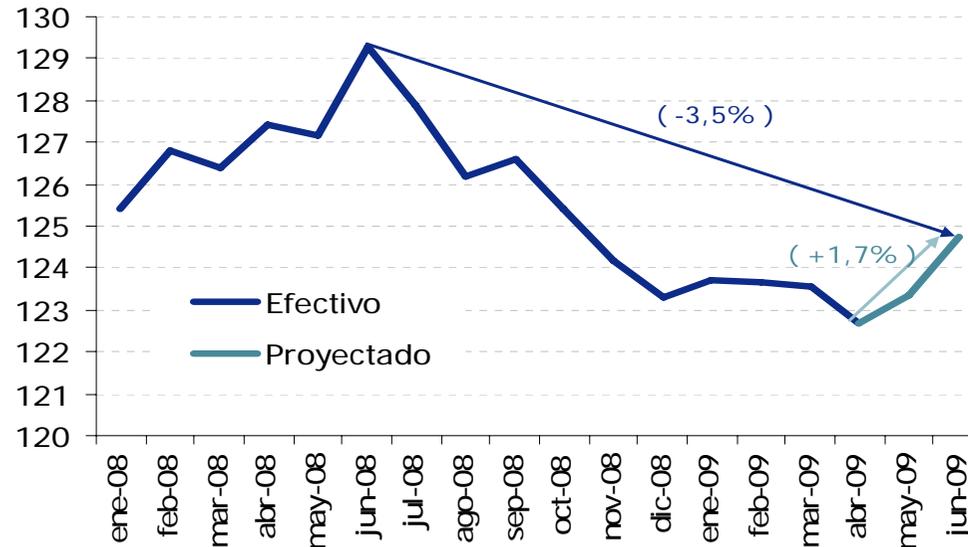
Tasa de Desempleo



fuelle: INE y BBVA

- La evolución de los salarios muestra un alto grado de inercia.
- Alza significativa en los salarios reales, lo que favorecería el consumo contrarrestando en cierta medida el impacto negativo del alza en el desempleo.

Evolución IMACEC desestacionalizado (índice original base 2003)



fuelle: BCCh y BBVA

- Esperamos que la variación del IMACEC en mayo sea -3% (y junio -3,5%).
- Así, nuestra estimación para el segundo trimestre de 2009 es -3,7%.
- Aún así, la caída anual estará escondiendo una recuperación en el margen.

Crecimiento PIB (% anual, por trimestre)

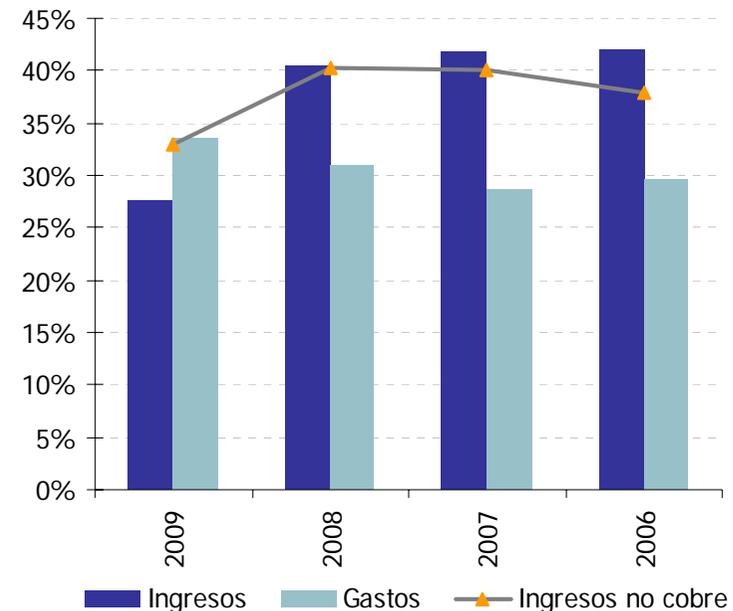


fuelle: BCCh y proyecciones BBVA

- Durante el año 2009 la economía irá de menos a más, promediando -1,2%.
- En 2010 habrá crecimiento positivo (estimación actual 2,1% con sesgo positivo)

- El gobierno ha actuado con una política fiscal fuertemente expansiva, bien direccionada, de rápida implementación y apoyada con un plan pro empleo.
- Más recientemente, se anunciaron nuevas medidas por un 0,2% del PIB.
- Destaca la ejecución presupuestaria del gasto público, que ha sido muy superior a años anteriores, lo que reforzaría el impulso fiscal.
- Se estaría concentrando el impulso fiscal en los primeros meses del año, precisamente cuando el sector privado parece más resentido.
- La intensidad del gasto público debiera ir decayendo conforme avanza el año.

Ejecución Fiscal: % avance sobre Ley aprobada a abril 2009



fuelle: Dirección de presupuestos y BBVA

- El gobierno ha debido modificar nuevamente sus proyecciones, anunciando un déficit efectivo de 4,1% del PIB en 2009 y un déficit estructural de 0,4% del PIB.
- El mayor déficit estructural se debe a una caída en los ingresos estructurales respecto de los calculados al estimar el presupuesto, si bien el gobierno gastará un monto consistente con el programado.
- La Regla de Política Fiscal, ¿debe evaluarse ex - ante o ex - post?

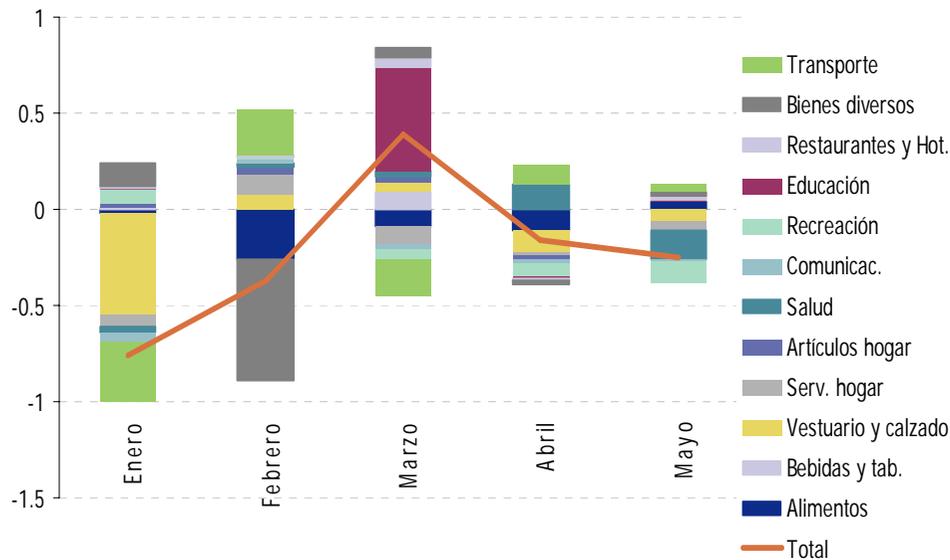
Supuestos Macroeconómicos Ministerio de Hacienda

	Ley de Presupuestos 2009	Enero 2009	Junio 2009
PIB			
Tasa de Variación Real	4,0%	2%-3%	-0,75%-0,25%
Crecimiento PIB Tendencial	4,9%	4,9%	4,9%
Demanda Interna			
Tasa de Variación Real	4,3%	4,3%	-4,0%
IPC			
Variación Diciembre a Diciembre	6,2%	5,2%	2,3%
Tipo de Cambio \$/US\$			
En \$ 2009	538	538	580
Precio Cobre Us\$/lb			
BML	290		192
De Largo Plazo	199	199	199

Fuente: Dirección de Presupuestos

- Lo razonable es aplicar la Regla exclusivamente ex – ante, definiendo el límite máximo del gasto en el ejercicio presupuestario. Sin embargo, esto se tendría que establecer claramente para evitar futuras confusiones.
- La menor base de ingresos estructurales para 2009 incidirá en un menor ingreso estructural en 2010.
- Con la meta de superávit estructural de 0,5% del PIB, el gasto en 2010 sólo podría crecer en 3,9%, cifra muy baja como para sostener una recuperación sólida. Recomendamos mantener la meta en 0%

Contribución a la inflación por división (porcentajes)



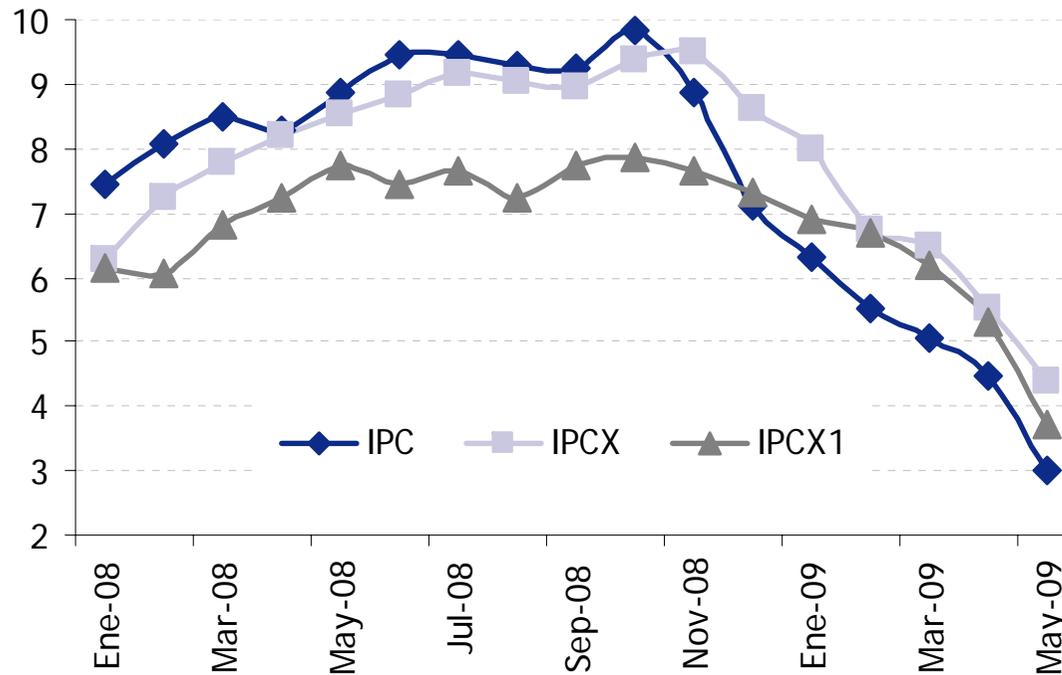
fuelle: INE y BBVA

Principales incidencias negativas y positivas en IPC de mayo

	Ponderación	Var. Mensual	Incidencia
Alimentos	17.87	0.2	0.04
Bebidas y tab.	2.10	-0.2	0.00
Vestuario y calzado	5.07	-1.2	-0.06
Serv. hogar	12.73	-0.4	-0.05
Artículos hogar	7.22	0.1	0.00
Salud	5.52	-2.6	-0.15
Transporte	18.74	0.2	0.04
Comunicac.	4.01	-0.2	-0.01
Recreación	9.23	-1.2	-0.11
Educación	6.19	0.1	0.01
Restaurantes y Hot.	5.93	0.3	0.02
Bienes diversos	5.39	0.4	0.02
Total	100.00		-0.25

- El registro negativo del mes de mayo estuvo explicado por Salud, debido a la “guerra” de precios entre las farmacias (los medicamentos tienen una ponderación de 1,8% y su variación negativa fue de 8,8%), y Recreación, afectado en general por la recesión y particularmente por las ofertas de paquetes turísticos.

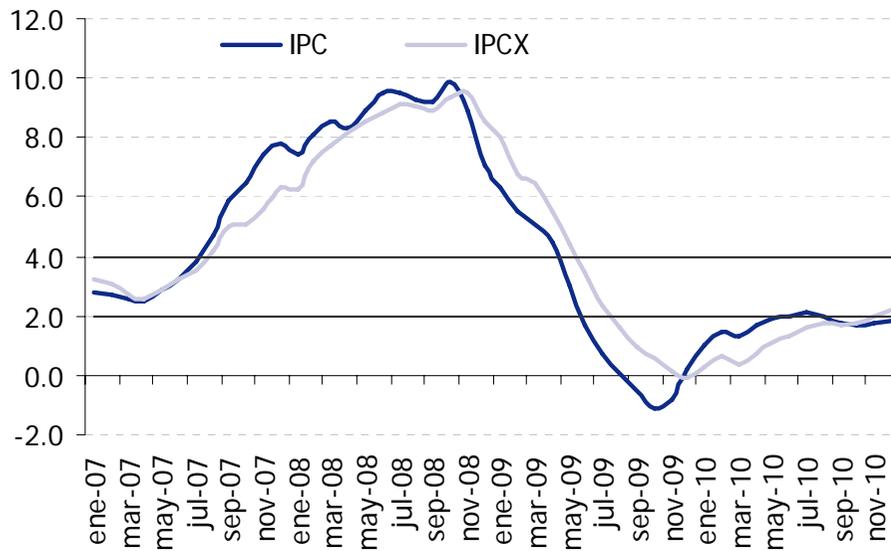
**Dinámica de la inflación
(variación porcentual real anual)**



Fuente: INE.

- La caída de los precios ha sido generalizada e incluye a las diferentes definiciones de inflación subyacente.

**Evolución de la inflación
(var. % a/a)**



Fuente: BCCh y BBVA

ESCENARIO BASE

VAR MENSUAL			
	IPC	IPCX	IPCX1
ene-09	-0.8	-0.2	-0.4
feb-09	-0.4	-0.3	0.2
mar-09	0.4	0.6	0.8
abr-09	-0.2	-0.2	-0.1
may-09	-0.3	-0.3	-0.5
jun-09	0.1	-0.1	
jul-09	0.2	0.0	
ago-09	0.2	0.0	
sep-09	0.4	0.2	
oct-09	0.3	0.3	
nov-09	0.2	0.1	
dic-09	-0.2	-0.1	
ene-10	0.0	0.2	
feb-10	0.1	0.1	
mar-10	0.2	0.3	
abr-10	0.2	0.2	
may-10	0.0	0.0	
jun-10	0.2	0.1	
jul-10	0.4	0.3	
ago-10	0.1	0.1	
sep-10	0.2	0.2	
oct-10	0.3	0.3	
nov-10	0.2	0.3	
dic-10	-0.1	0.1	

Fecha: 9 de junio de 2009

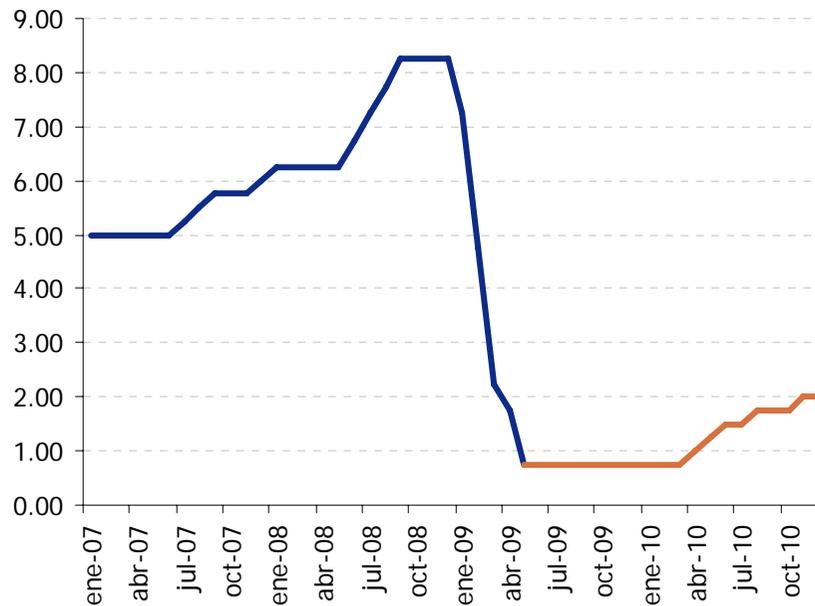
VAR INTERANUAL			
	IPC	IPCX	IPCX1
ene-09	6.3	8.0	6.9
feb-09	5.5	6.7	6.7
mar-09	5.0	6.5	6.2
abr-09	4.5	5.5	5.3
may-09	3.0	4.4	3.7
jun-09	1.7	3.5	
jul-09	0.7	2.4	
ago-09	0.1	1.6	
sep-09	-0.6	0.9	
oct-09	-1.1	0.6	
nov-09	-0.8	0.1	
dic-09	0.2	-0.1	
ene-10	1.0	0.3	
feb-10	1.5	0.6	
mar-10	1.3	0.3	
abr-10	1.7	0.7	
may-10	1.9	1.1	
jun-10	2.0	1.3	
jul-10	2.2	1.6	
ago-10	1.9	1.7	
sep-10	1.8	1.7	
oct-10	1.7	1.8	
nov-10	1.7	2.0	
dic-10	1.8	2.2	

Promedios

2009	2.0	3.3
2010	1.7	1.3

- Inflación: dejó de ser problema, abriendo espacios para fuerte relajación de la Política Monetaria, proceso que habría terminado en junio.

Tasa de Política Monetaria



	<u>TPM</u>
1t09	2.25
2t09	0.75
3t09	0.75
4t09	0.75
1t10	0.75
2t10	1.5
3t10	1.75
4t10	2

fuelle: BCCh, proyecciones BBVA

- TPM en menor nivel desde nominalización: 0,75%
- El Banco Central dio por terminado el ciclo de recortes y anunció que mantendría TPM al nivel actual por un período prolongado.
- Esperamos que la TPM comience a subir nuevamente en 2° trimestre de 2010.

Tipo de Cambio Nominal (\$/US\$)

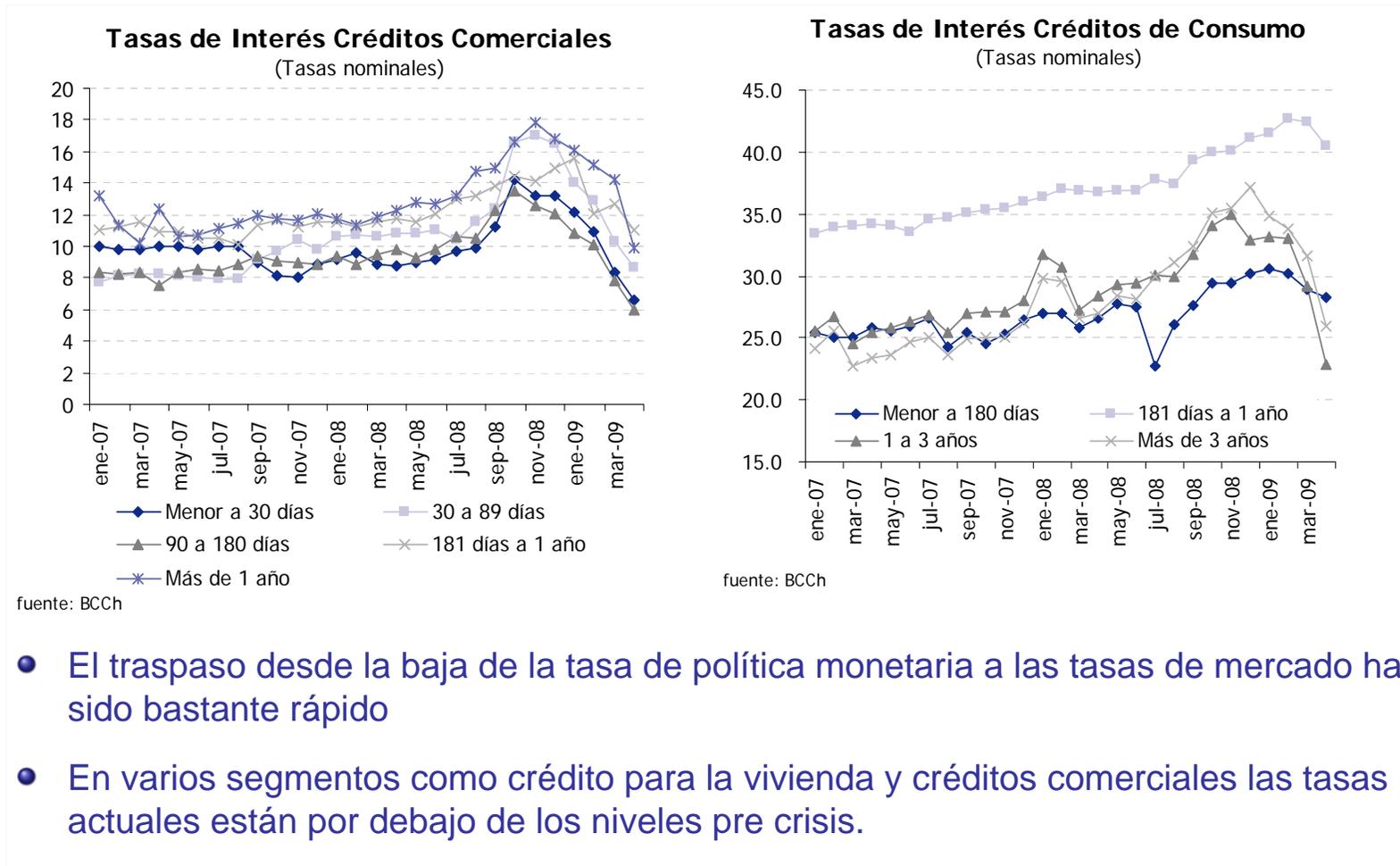


fuelle: BCCh



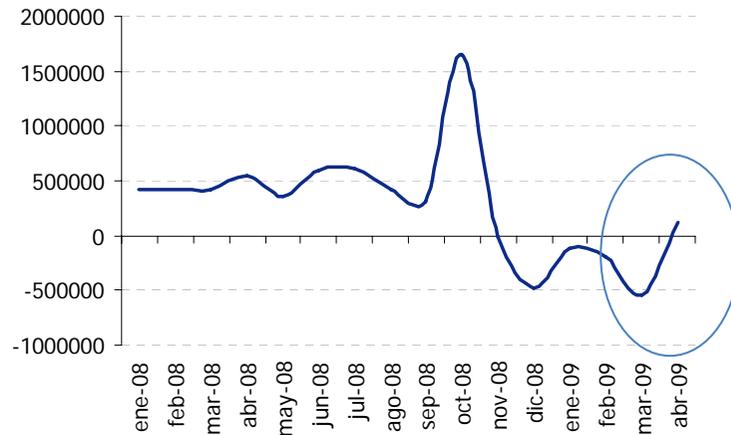
fuelle: BCCh

- El peso chileno se ha venido fortaleciendo, superando esta apreciación el 10% entre el cierre de 2008 y principios de junio.
- Reducción en la aversión al riesgo a nivel internacional y la recuperación de las monedas respecto al dólar, recuperación del precio del cobre y las licitaciones semanales del FEES.
- El tipo de cambio estaría en un rango coherente con sus fundamentos en el largo plazo: al cierre de 2009 en torno a \$ 560 por dólar.



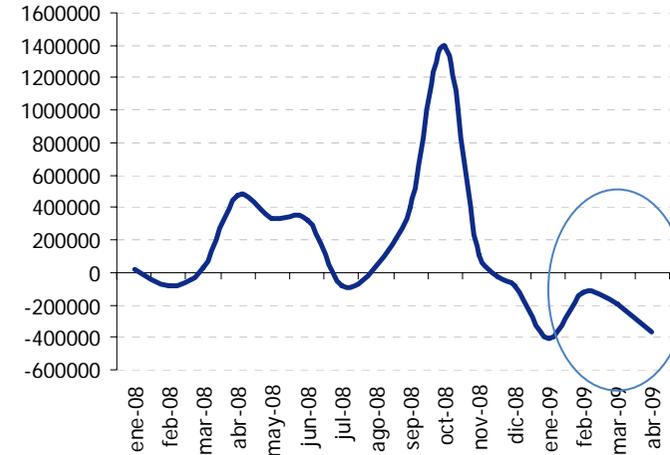
- El traspaso desde la baja de la tasa de política monetaria a las tasas de mercado ha sido bastante rápido
- En varios segmentos como crédito para la vivienda y créditos comerciales las tasas actuales están por debajo de los niveles pre crisis.
- En los créditos de consumo la evolución es mixta, dependiendo de los plazos.

Flujo de créditos comerciales nominal
(Millones de \$ serie desestacionalizada)



Fuente: SBIF y BBVA

Flujo de crédito comex nominal
(Millones de \$ serie desestacionalizada)



Fuente: SBIF y BBVA

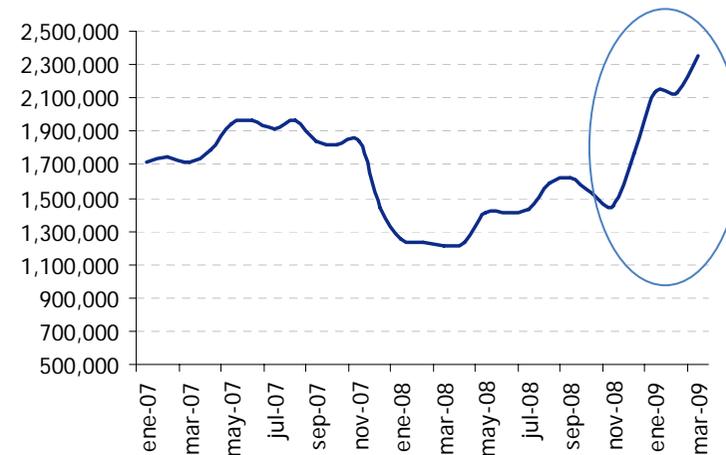
- Los flujos de créditos mejoran, o se estabilizan en todos los segmentos.
- En particular, las empresas chilenas volvieron al mercado financiero local financiando capital de trabajo tanto con bancos como con emisiones privadas de deuda.
- La excepción: El segmento de créditos para comercio exterior, luego del boom del último trimestre de 2008, ha mostrado flujos negativos.

IPSA, Índice Accionario



fuente: Bloomberg

Colocación de bonos corporativos (MM \$ últimos 12 meses)



Fuente: SVS y BBVA.

- Después de sufrir pérdidas cercanas a 40% durante 2008, la bolsa se recupera, incluso revirtiendo gran parte de éstas.
- El mercado de bonos corporativos ha pasado a ser un protagonista. Las emisiones han alcanzado niveles muy superiores al promedio de los últimos dos años.
- Los spreads a los que se están colocando los bonos dan cuenta de una mejora en las condiciones financieras (altamente competitivos).

- La multinacional América Móvil colocó en el mercado chileno bonos por un valor de UF 4 millones (equivalentes a US\$ 144,5 millones) – abril 2009
- Banco de Crédito de Perú (BCP) podría colocar US\$ 300 millones; la CAF entre US\$ 100 y US\$ 200 millones; y otras multinacionales de México y Brasil.
- ¿Qué factores explican que un país emergente como Chile pueda utilizar su moneda en la estructuración y colocación de deuda corporativa?
 - existencia de inversionistas con el suficiente capital y dispuestos a prestarlo, y empresas ávidas de ese capital
 - existencia de un mercado de derivados que les permita cubrirse ante la eventualidad de una devaluación del peso chileno
 - Condiciones macroeconómicas que dan solidez al peso chileno.
- ¿Cuáles son las implicaciones macroeconómicas de que dichas operaciones se materialicen?
 - En el corto plazo: tendencia a la depreciación de la moneda.
 - El aumento en las expectativas de devaluación debería presionar a un alza en las tasas de interés, reforzando el anterior efecto.
 - Podría haber un cambio en la composición del producto (mayores exportaciones netas, menor inversión). La probabilidad de esto es baja.

Chile

Indicadores Económicos	2007	2008	2009 (p)	2010 (p)
Actividad, promedio				
PIB Nominal (Peso, miles de millones)	85,621	88,535	84,196	88,083
PIB Nominal (USD, miles de millones)	163.9	169.5	146.2	156.5
PIB Real (% variación)	4.7%	3.2%	-1.2%	2.1% ↑
Inflación, final de período				
IPC (% variación)	7.8%	7.1%	0.2%	1.6%
Tipo de Interés y Tipo de Cambio, fin de período				
TPM	6.00%	8.25%	0.75%	2.00%
Tipo de Cambio	499.28	649.00	560.00	566.00
Finanzas Públicas				
Déficit/Superávit Fiscal (% PIB)	8.8%	4.9%	-4.2%	-3.8% ↓
Deuda Pública Neta Total (% PIB)				
Sector Externo				
Exportaciones (USD, miles de millones)	67.7	66.5	46.0	49.2
Importaciones (USD, miles de millones)	44.0	57.6	45.1	50.1
Balanza Comercial (USD, miles de millones)	23.6	8.8	0.9	-0.9
Cuenta Corriente (% PIB)	4.4%	-2.0%	-3.1%	-4.6%
Reservas Internacionales (USD, miles de millones)	17	23	23	23

Situación Chile

1er Semestre 2009

La crisis de expectativas superó en intensidad al choque internacional

Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile