

Situación Chile

Debilidad económica se extenderá más tiempo de lo previsto

Índice

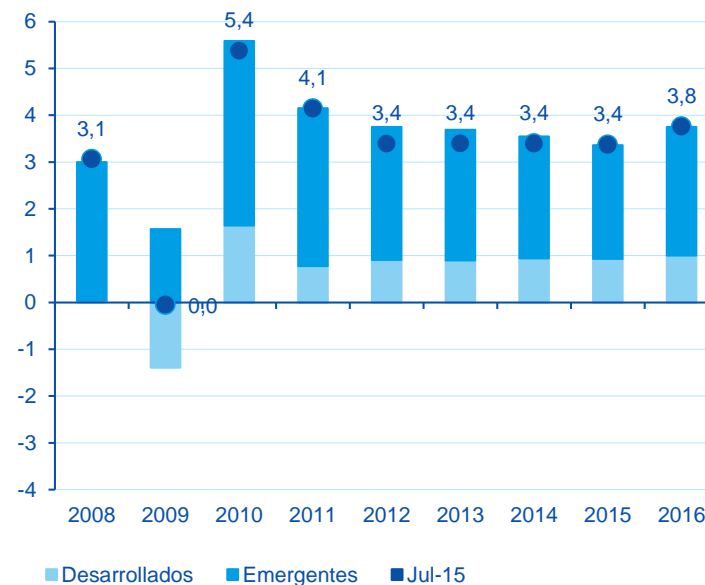
1. Escenario Internacional
2. Economía Chilena

Principales mensajes

- 1 **La recuperación se modera en la primera mitad de 2015** por el ajuste temporal en EEUU y la continuada moderación en China
- 2 **Las economías emergentes afrontan un panorama más incierto** por la subida de tipos de la Fed y el ajuste de precios de las materias primas
- 3 **El balance de riesgos sigue siendo bajista:** normalización monetaria de la Fed, consecuencias de la crisis griega o de la desaceleración en China y una situación geopolítica difícil

Crecimiento mundial (%)

Fuente: BBVA Research

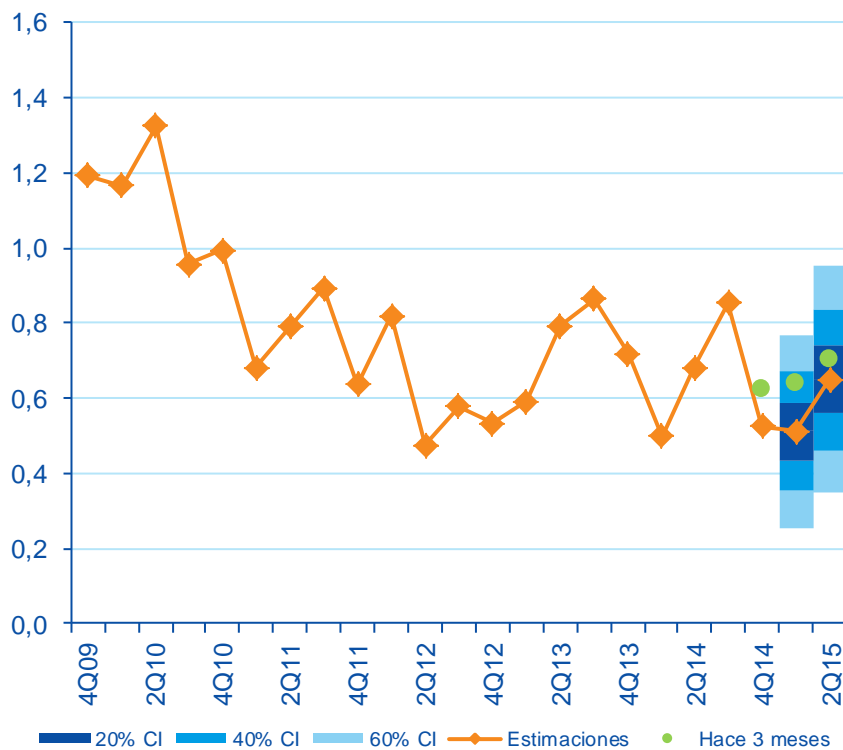


La mejora del crecimiento global se ralentiza, las economías emergentes se frenan más y la inflación empieza a subir

Crecimiento mundial

Previsiones basadas en BBVA Research GAIN (% , Q/Q)

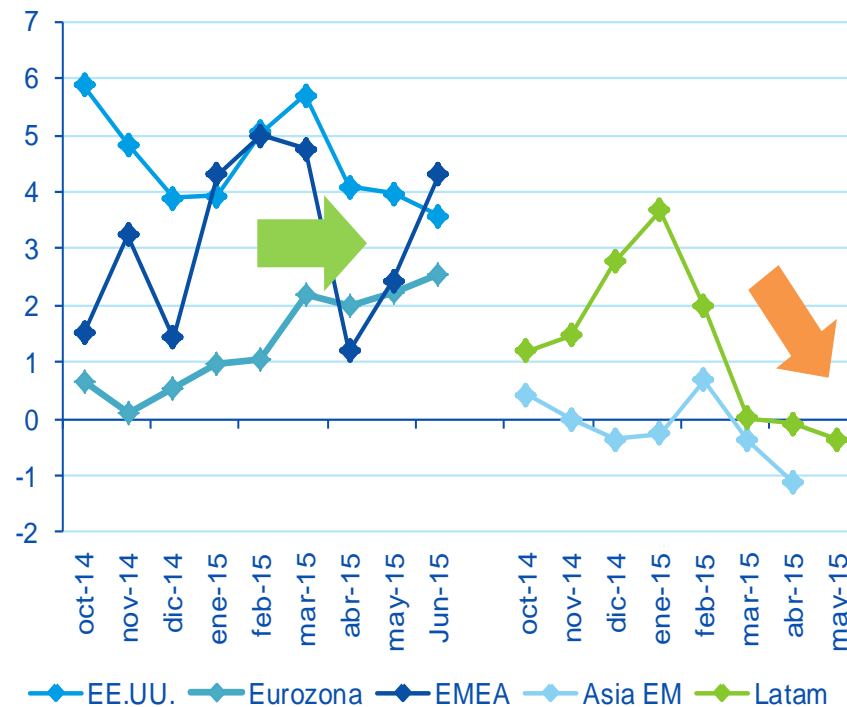
Fuente: BBVA Research



Perspectivas de actividad manufacturera por áreas

PMI de manufacturas (valores positivos: expansión)

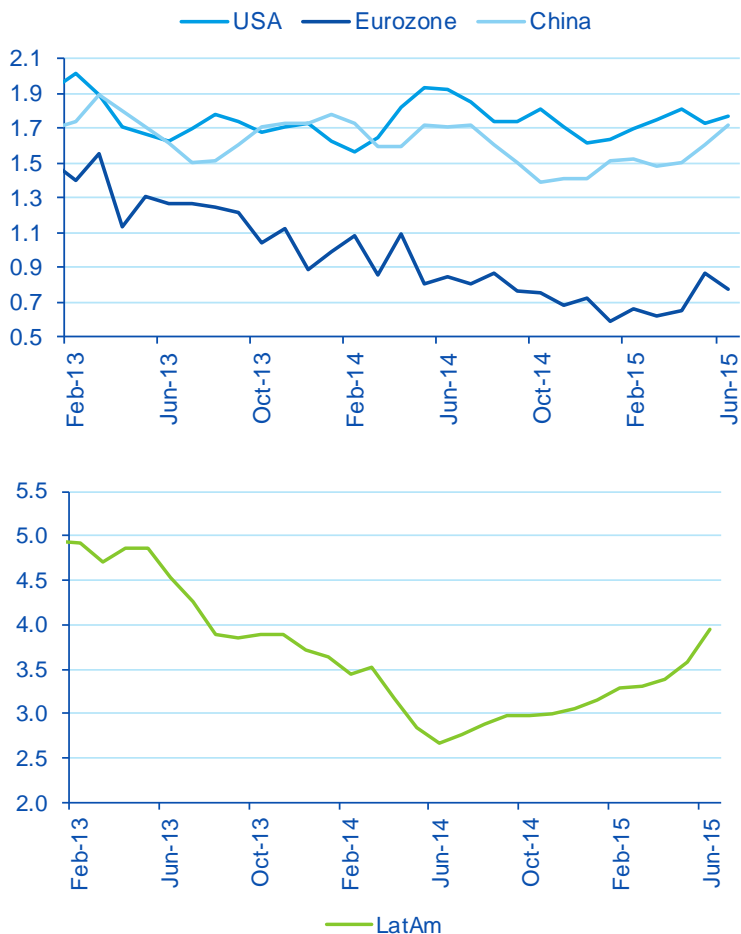
Fuente: BBVA Research, Haver



La inflación ha tocado fondo y lentamente comienza a subir, aunque los precios de las materias primas recientemente se han desplomado más

Inflación subyacente (%)

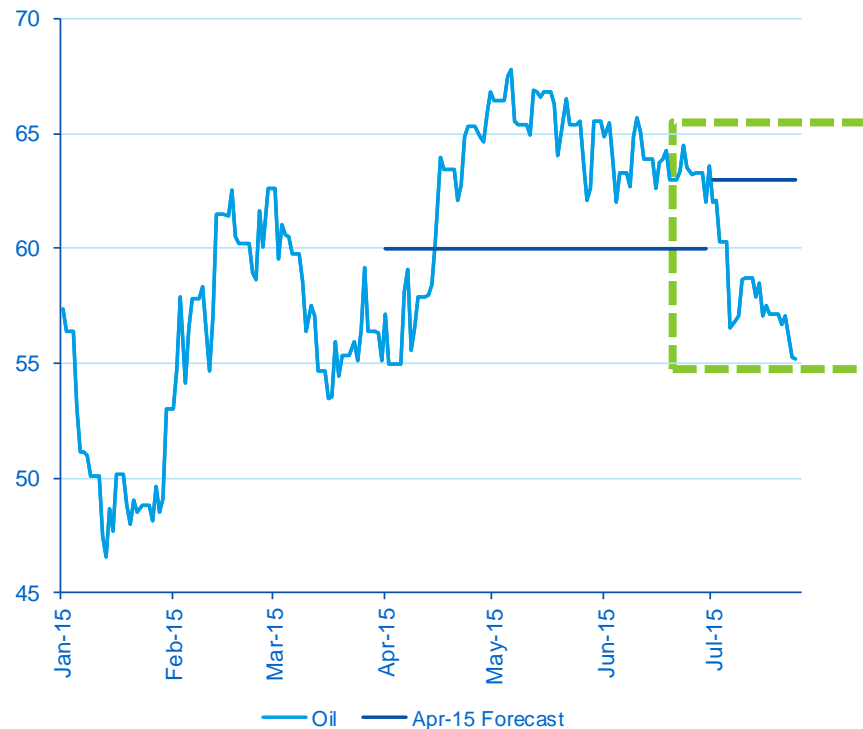
Fuente: BBVA Research, Haver



Commodities: Petróleo

(Brent, USD/bbl)

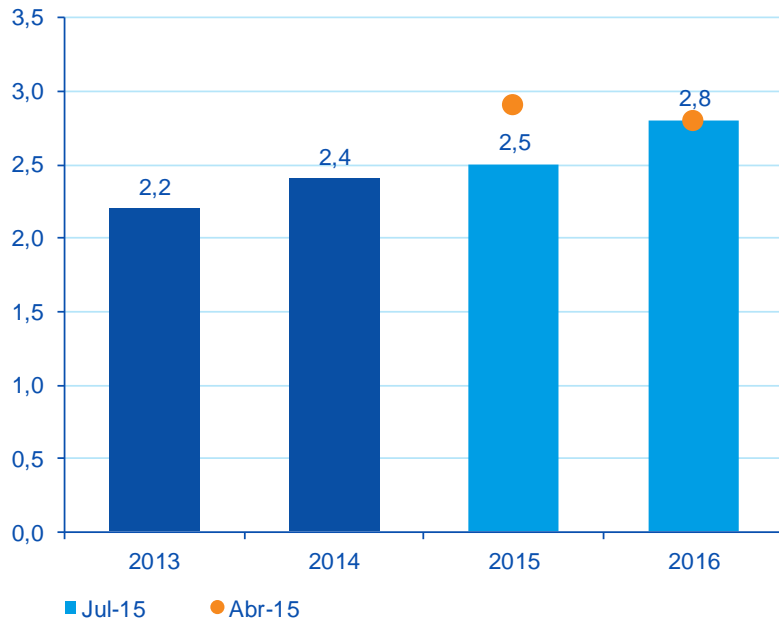
Fuente: BBVA Research



EE.UU.: perspectiva de mejora en el segundo semestre de 2015, pero con incertidumbre en las estimaciones oficiales

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

Fuente: BBVA Research, BEA



Solidez de la recuperación aunque las revisiones en datos conocidos pueden ser significativas; la inflación sigue baja

Fortalecimiento del mercado laboral. La tasa de desempleo de equilibrio no está lejos de los registros actuales

La política monetaria sigue siendo acomodaticia y el FOMC está cerca de sus objetivos (no en inflación)

inflación	2013	2014	2015	2016
Jul-15	1,5	1,6	0,5	1,8
Abr-15	1,5	1,7	0,6	2,1

US: Fed comenzaría normalización monetaria en septiembre, aunque las preocupaciones globales podrían retrasar la decisión

FOMC is close to achieving economic conditions under data-dependent strategy

Monetary policy is highly accommodative

Normalisation date is generating too much anxiety and could increase global financial volatility

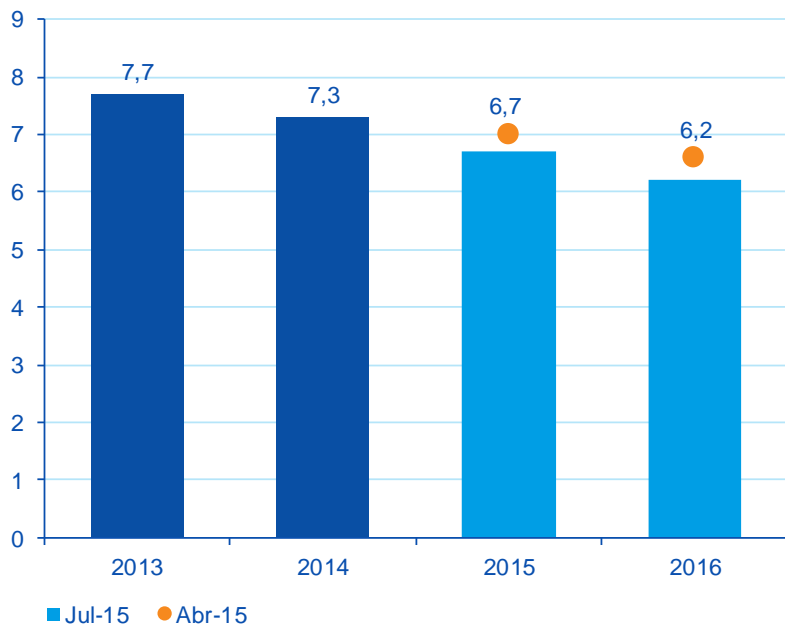
There will be noise in the markets as the market expectations are on the dovish side. Beware also of liquidity issues

	Unemployment Rate	3MMA Change in Non-farm Payrolls	Number of Unemployed per Job Opening	PCE Core Inflation (YoY)	Average Hourly Earnings (YoY)
Goal	5.2% - 5.5%	200K	2,00	2,0%	2.5%
May/June 2015	5,3%	221K	1,62	1,2%	1,9%

China: crecimiento más bajo y riesgos más elevados con el estallido de la burbuja bursátil

China: Crecimiento del PIB (A/A, %)

Fuente: BBVA Research



El modelo de crecimiento intensivo en deuda está alcanzado sus límites

El efecto riqueza de la caída de la bolsa china debería ser limitado, pero las condiciones de financiación y la confianza empresarial se deterioran

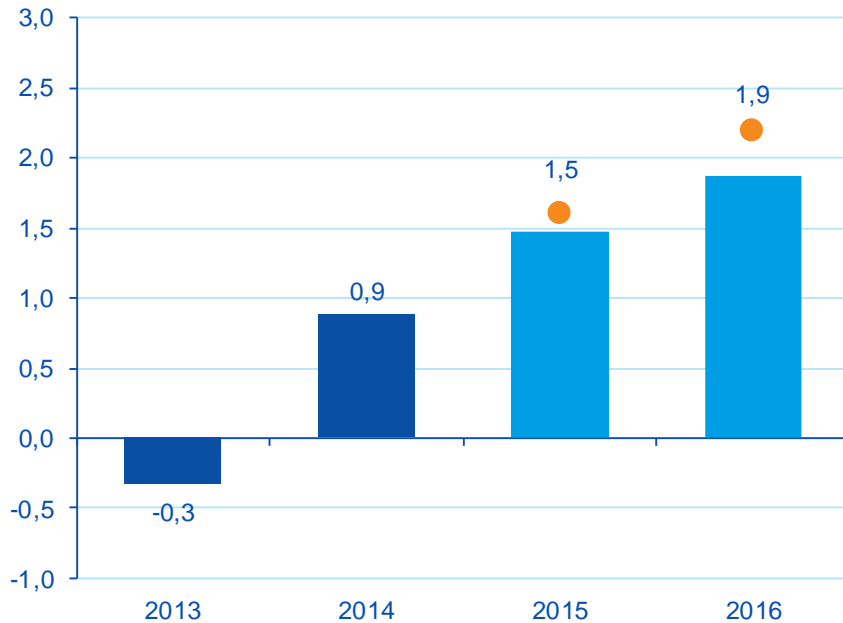
La inflación sigue baja con el ajuste de los precios de las materias primas y la elevada capacidad ociosa en muchas industrias

inflación	2013	2014	2015	2016
Jul-15	2,6	2,1	1,6	2,0
Abr-15	2,6	2,1	2,2	2,5

La eurozona: resistencia de la demanda doméstica en un peor entorno externo

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

Fuente: BBVA Research



■ Jul-15 ● Abr-15

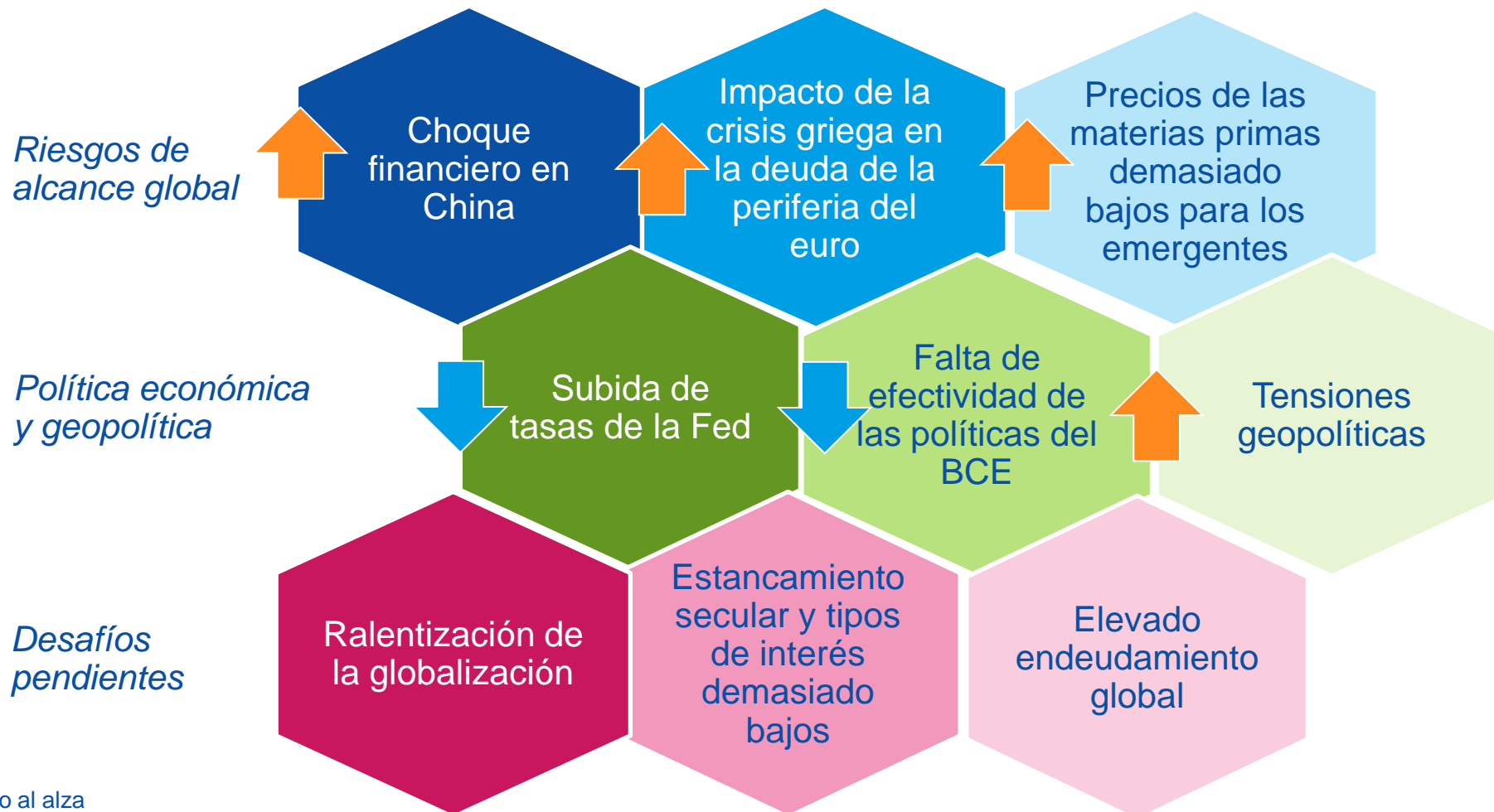
inflación	2013	2014	2015	2016
Jul-15	1,4	0,4	0,3	1,3
Abr-15	1,4	0,4	0,1	1,0

Una demanda externa más débil (e incluso la reciente apreciación del euro) pesan en el crecimiento a pesar del efecto positivo de los menores precios del petróleo

El consumo de los hogares crece apoyado por la renta disponible

El riesgo de deflación se reduce, pero la inflación seguirá en el horizonte de previsión por debajo del objetivo del BCE

Factores de riesgo



Riesgo al alza
 Riesgo a la baja

Índice

1. Escenario Internacional

2. Economía Chilena

Principales mensajes

- **Estimamos crecimiento del PIB de 2,2% el 2015 y 2,7% el 2016.** Lenta recuperación de la inversión y determinantes del consumo con vientos poco favorables apoyarían un crecimiento inferior a 3% este y el próximo año.
- **La inflación estaría concentrada en el corto plazo, y mostraría reversiones que la ubicarían bajo 3% gran parte del 2016.** Concluido parte importante del ajuste cambiario y del traspaso de las alzas de impuestos específicos, reflejando una débil posición cíclica, proyectamos inflación cercana a 2% hacia mediados del 2016.
- **TPM tendría espacio para recortes tarde el 2015 o a inicios de 2016 y se mantendría en niveles estimulativos todo ese año.** Normalización comenzaría recién el 2017 hacia niveles de tasa de interés neutral que estimamos inferiores a las históricas.
- **Déficit fiscales cercanos a 3% del PIB en 2015 y 2016, con una acotada convergencia a balance estructural.** Estimamos crecimiento del gasto público real en torno a 4,5% el 2016.

Volatilidad externa: fuerte ajuste en el PCu y caída del petróleo, pero que aún no se traspasa completamente a gasolinas

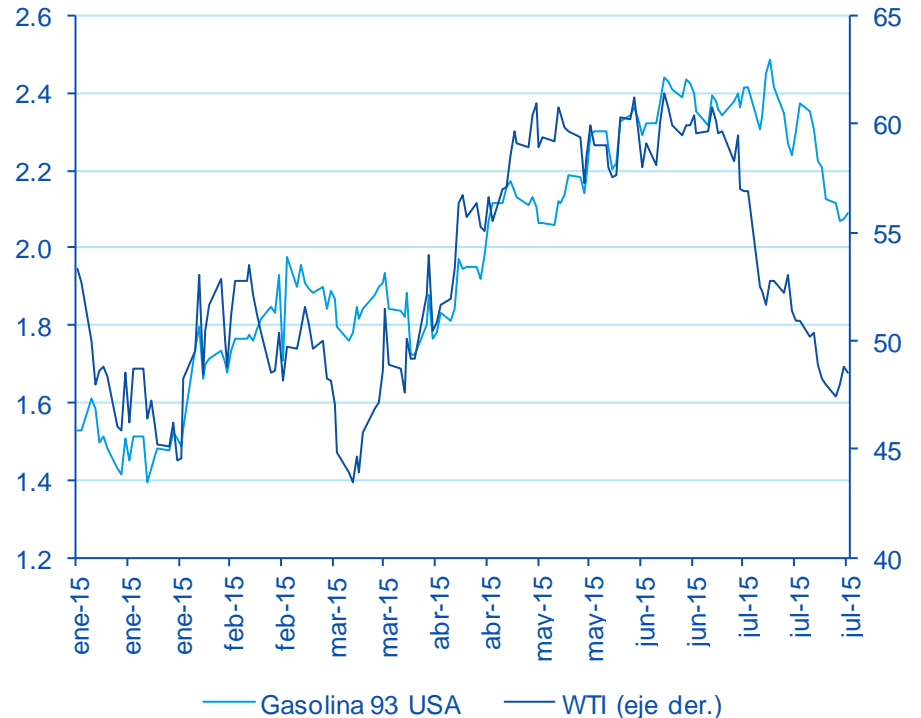
Precio del cobre
(cent. US\$/lb)

Fuente: Bloomberg, BBVA Research



Precio de combustibles USA
(US\$/bll)

Fuente: Bloomberg, BBVA Research

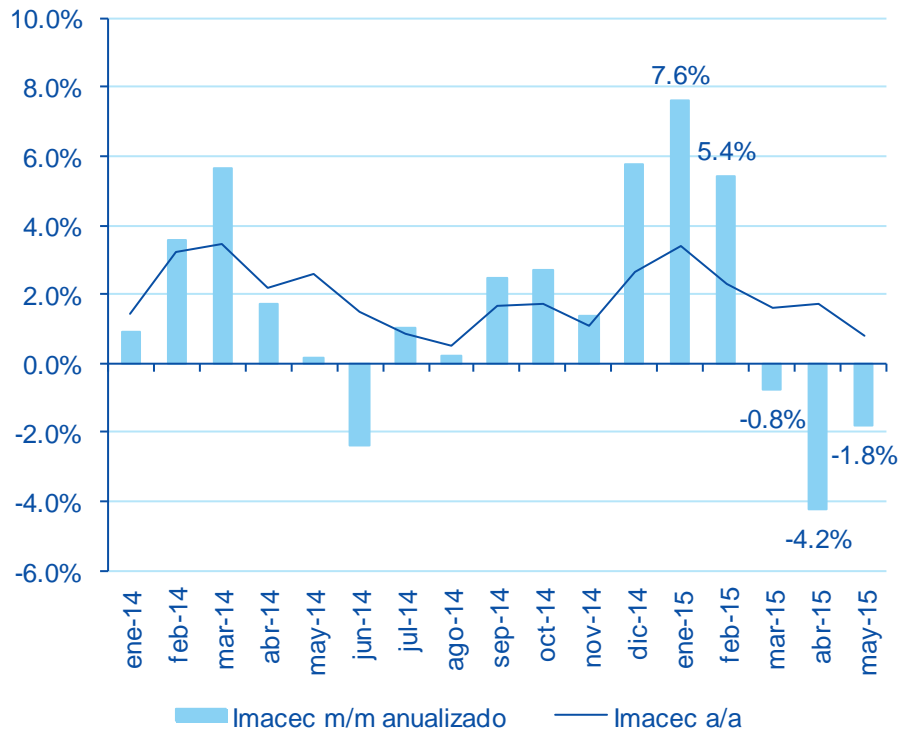


Tercera caída mensual consecutiva del IMACEC genera ajuste en expectativas de crecimiento

2015: 1,9%-2,6%; 2016: 2,5%-3,5%

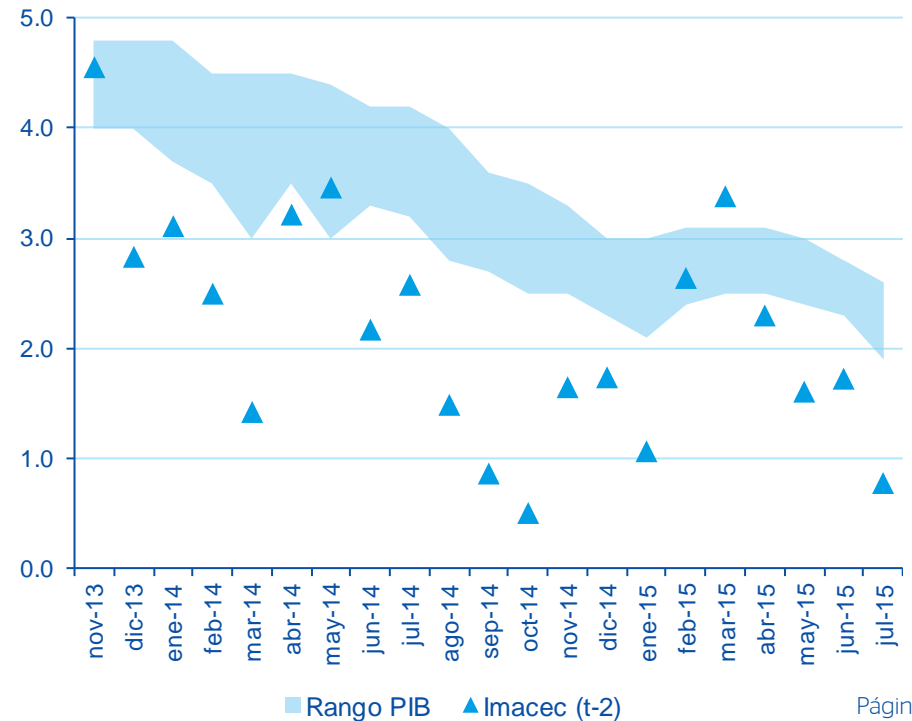
Crecimiento del IMACEC
(var. %)

Fuente: BCCh, BBVA Research



IMACEC y expectativas de crecimiento del PIB 2015
(var. % a/a)

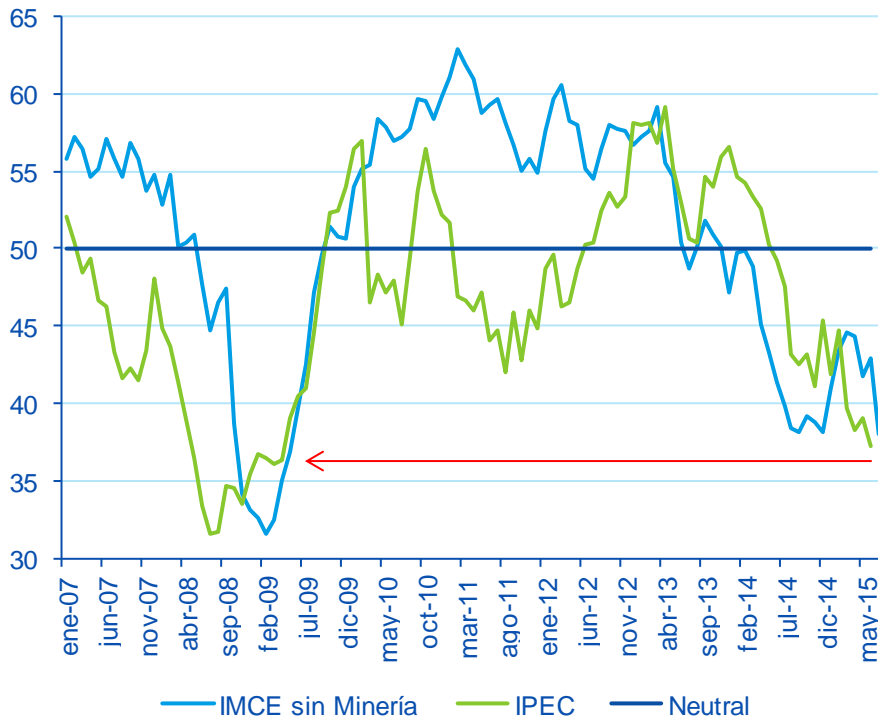
Fuente: BCCh, BBVA Research



Proyección de crecimiento 2015-2016 se ajusta a la baja ante concreción de escenario de riesgo

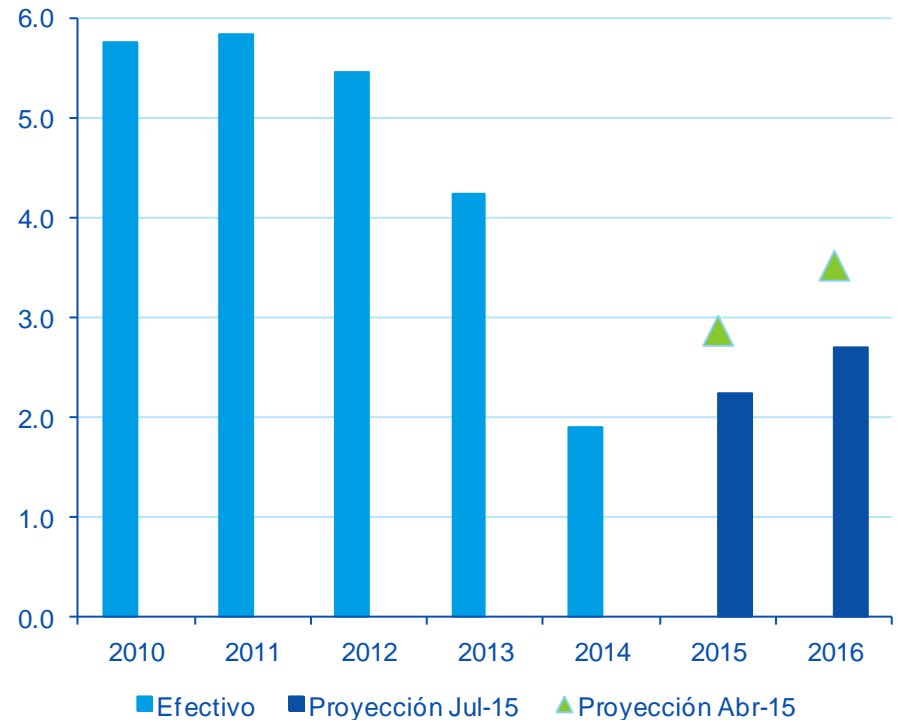
Expectativas de consumidores (IPEC) y empresarios (IMCE) (índice)

Fuente: BCCh, Adimark, Icare, BBVA Research



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

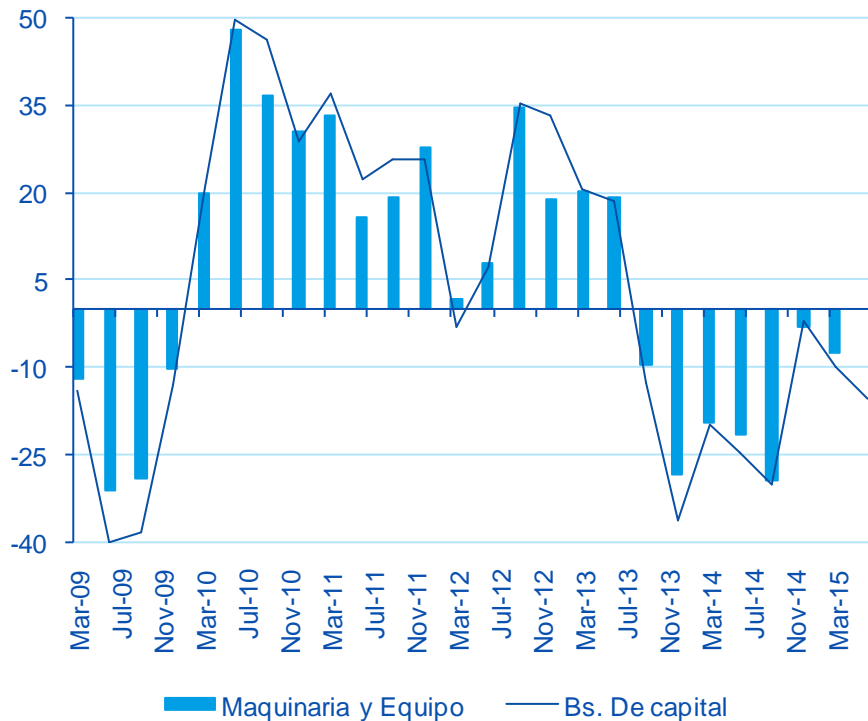
Fuente: BCCh, BBVA Research



Inversión privada con relevante contracción este año, especialmente en maquinarias. Componente minero y expectativas explican este resultado

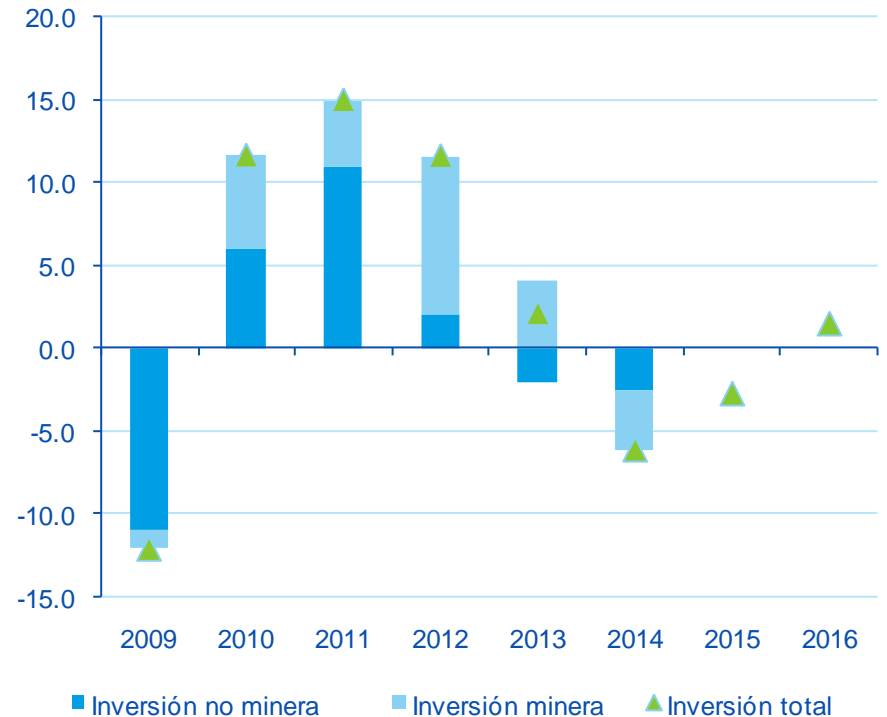
Importaciones de bienes de capital y M&E
(var. % anual)

Fuente: BCCh, BBVA Research



Crecimiento de la inversión minera y no minera
(variación real anual, %)

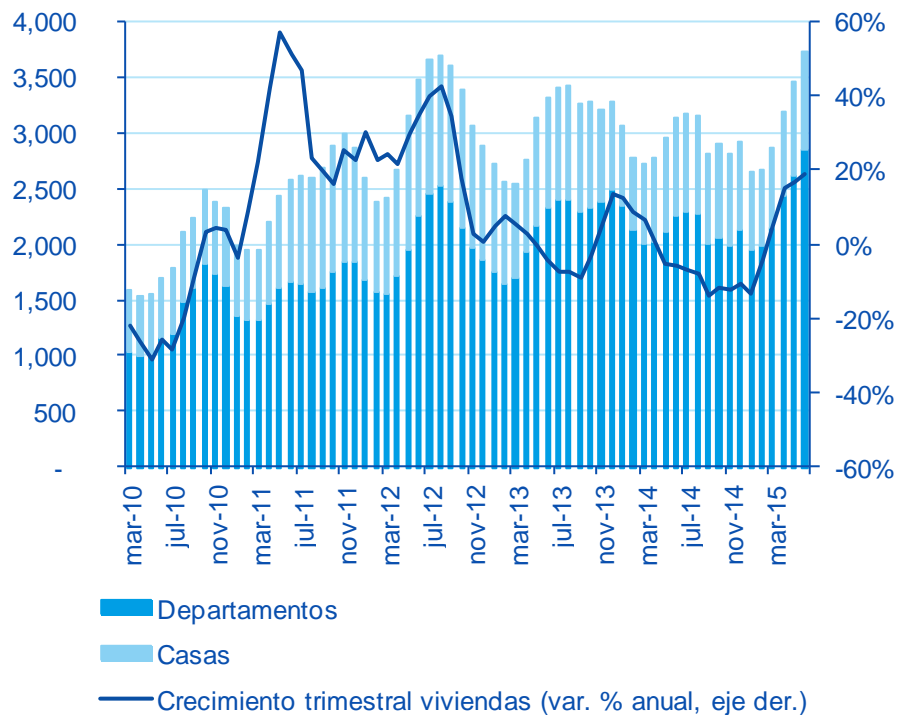
Fuente: BCCh, BBVA Research



Por factores transitorios asociados a la RT, suben las ventas de viviendas y mejoran indicadores del sector construcción

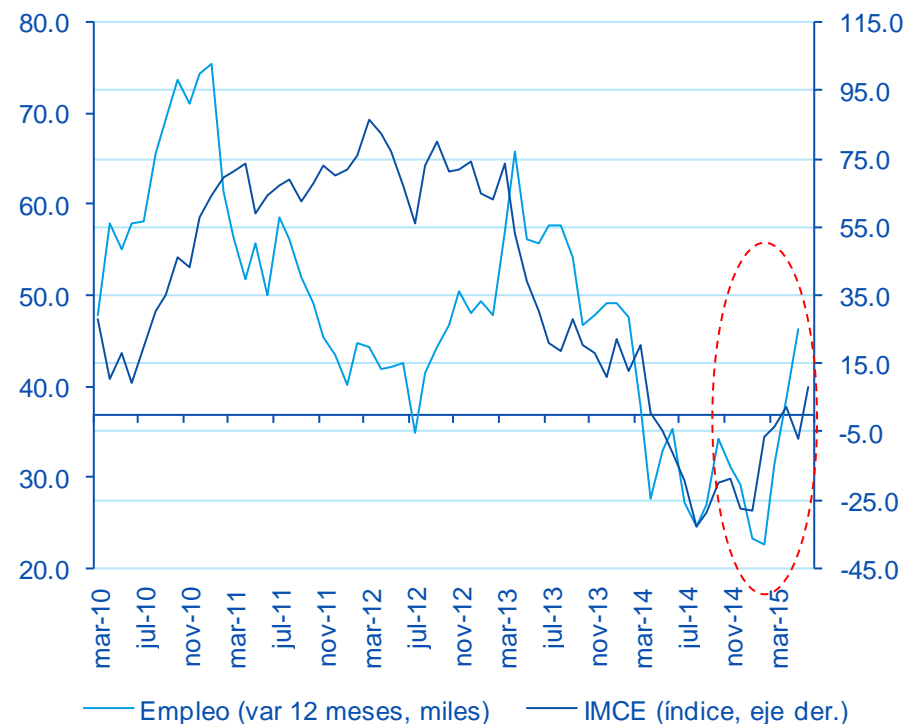
Ventas de viviendas Gran Santiago
(unidades acumuladas en 3 meses)

Fuente: CChC y BBVA Research



Indicadores sector construcción

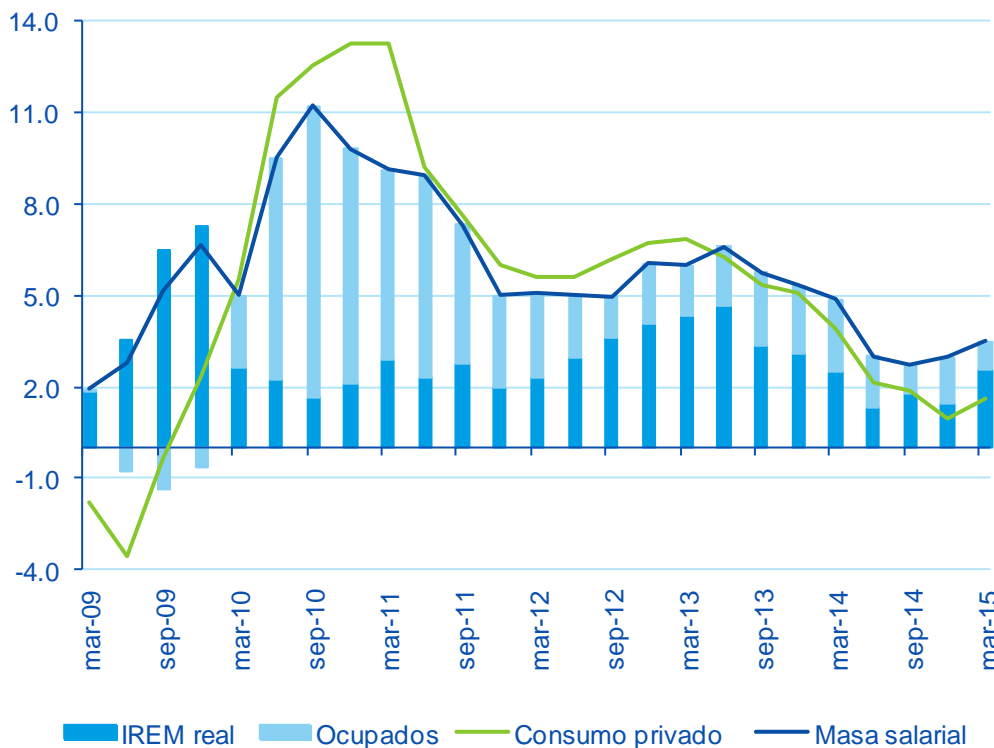
Fuente: BCCh, BBVA Research



Consumo privado con relevante moderación por menor crecimiento de la masa salarial, deterioro de expectativas y de condiciones de financiamiento

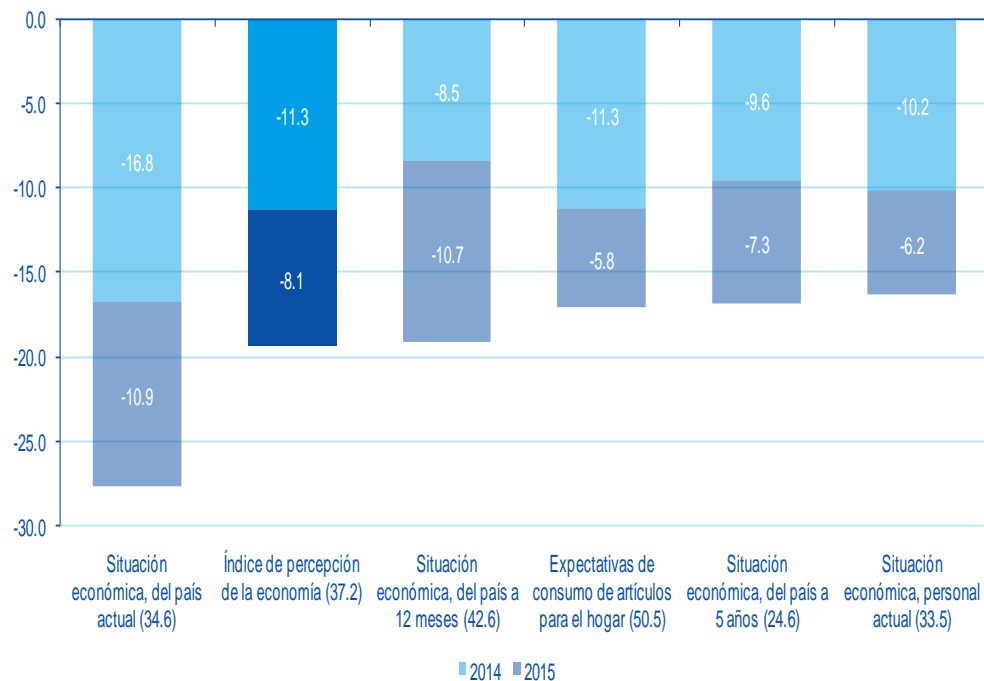
Masa salarial por componentes y consumo privado
(var. % a/a)

Fuente: BCCh, BBVA Research



Componentes del IPEC
(variación respecto de dic-2014)

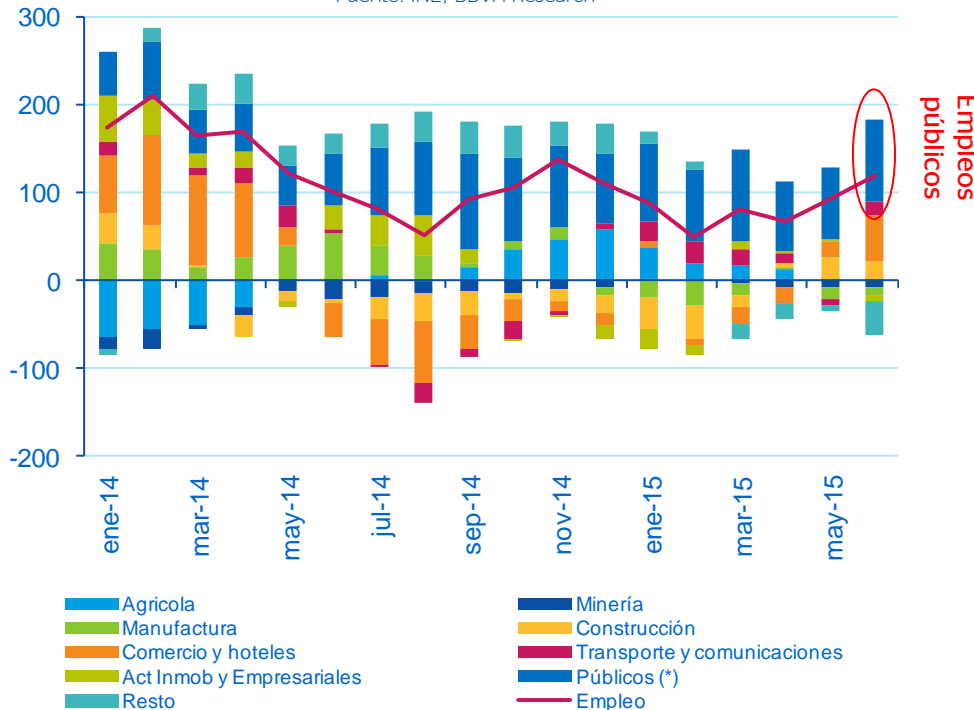
Fuente: Adimark, Banco Central de Chile



Bajo ritmo de creación de empleos continúa muy apoyado por el sector público. Tasa de desempleo se reduce a 6,5%.

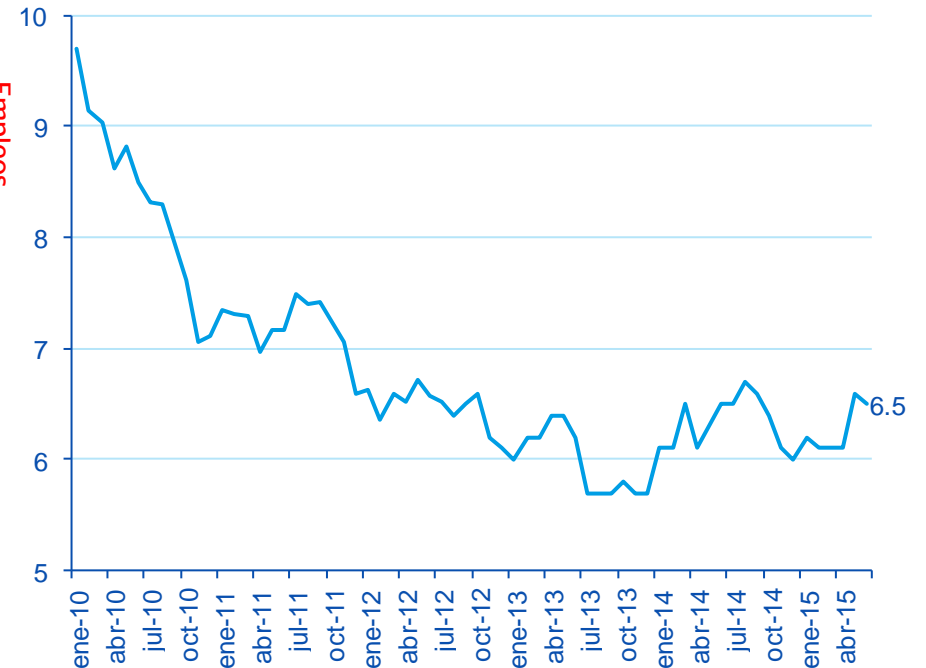
Creación de empleo por actividad económica
(var. 12 meses, miles de personas)

Fuente: INE, BBVA Research



Tasa de desempleo nacional
(%)

Fuente: INE, BBVA Research



*Incluye empleo en los sectores Administración pública y defensa; Enseñanza y Servicios sociales y de salud.

Creación de empleo en 12 meses

Públicos (*)	94	Act Inmob y Empres:	-7
Comercio y hoteles	52	Minería	-9
Construcción	20	Manufactura	-9
Total	119		

Sindicatos: Evidencia empírica da cuenta de efectos negativos en empleo, positivos en salarios y mixtos en productividad

Revisión de estudios sobre efectos de los sindicatos

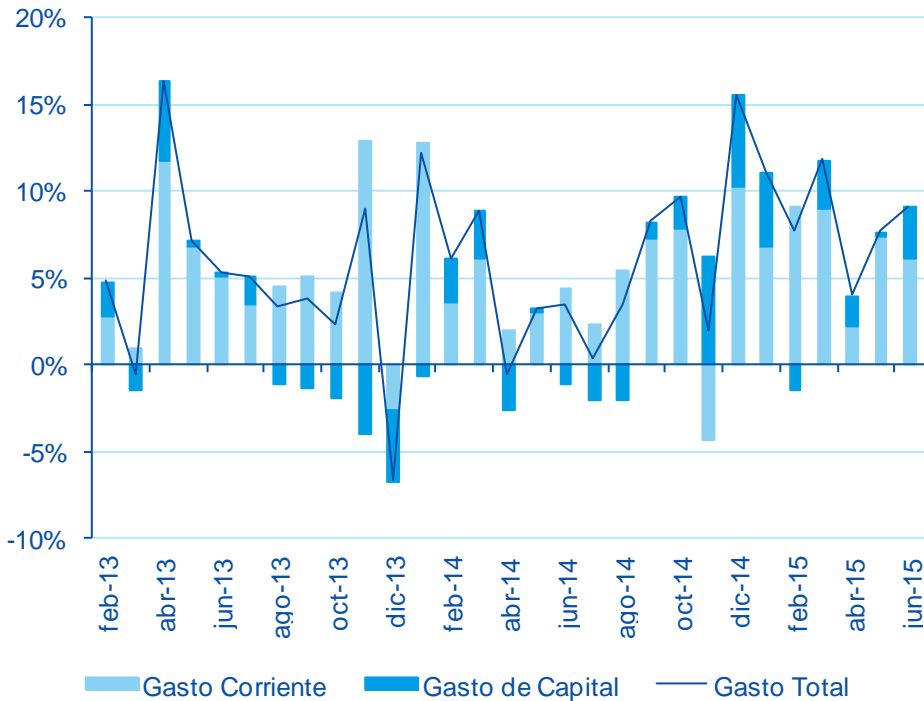
Trabajo	Productividad	Empleo	Salarios	Nota
Landerretche, Lillo y Puentes (2011)	-	-	Positivo	Mayor efecto positivo en salarios bajos
Bravo, Cerda, Kutscher y Larrain (2015)	-	Negativo	Positivo	Aumento de 15% en tasa sindicalización llevaría a caída entre 45
Baizán et al (2011)	-	-	Positivo	Apertura y brecha salarial: premio se explica por mayor
Morikawa (2010)	Positivo	Negativo	Positivo	Efectos diferenciados entre empleo a jornada parcial versus
Hirsch (2007)	Nulo	Negativo	Negativo	Efectos negativos también en I+D e inversión.
Freeman y Medoff (1984)	Negativo	Negativo	Positivo	Efecto negativo sobre bienestar económico.
Blanchflower (1996)	-	Negativo	Positivo	Premios salariales habrían detenido aumento de sindicalización.
Doucouliafos y Laroche (2003)	Mixto	-	-	Efecto positivo en productividad en UK y negativo en US.
Dustmann et al (2007)	-	-	Positivo	Para Alemania, la baja en sindicalización habría aumentado gap
Chun et al (2015)	Positivo	-	-	Para Corea, la mayor productividad estaría focalizada en
GM Chrysanthou (2010)	-	-	Positivo	Para UK, el premio en salarios es significativo para mujeres, pero
Menezes-Filho y Van Reenen (2003)	Mixto	-	-	Efecto negativo en US, no negativo en Europa (principalmente
Blanchflower y Bryson (2002)	-	-	Positivo	Mayor efecto en US que en UK. El "wage premium" no es
Blanchflower y Bryson (2003)	Negativo	Negativo	Positivo	Actualiza estimaciones de Freeman y Medoff (1984). El premio
Freeman (2005)	Levemente positivo	Negativo	Positivo	Se hace cargo de las críticas recibidas a Freeman y Medoff
Acemoglu, Aghion y Violante (2001)	-	-	Positivo	La caída en sindicalización y aumento en gap de salarios
Hirsch (2004)	-	-	Negativo	Indica que estimación del wage gap tiene errores metodológicos

Fuente: BBVA Research

Menor ritmo de ejecución en inversión pública, pero gasto fiscal seguirá siendo relevante en lo que resta del año.

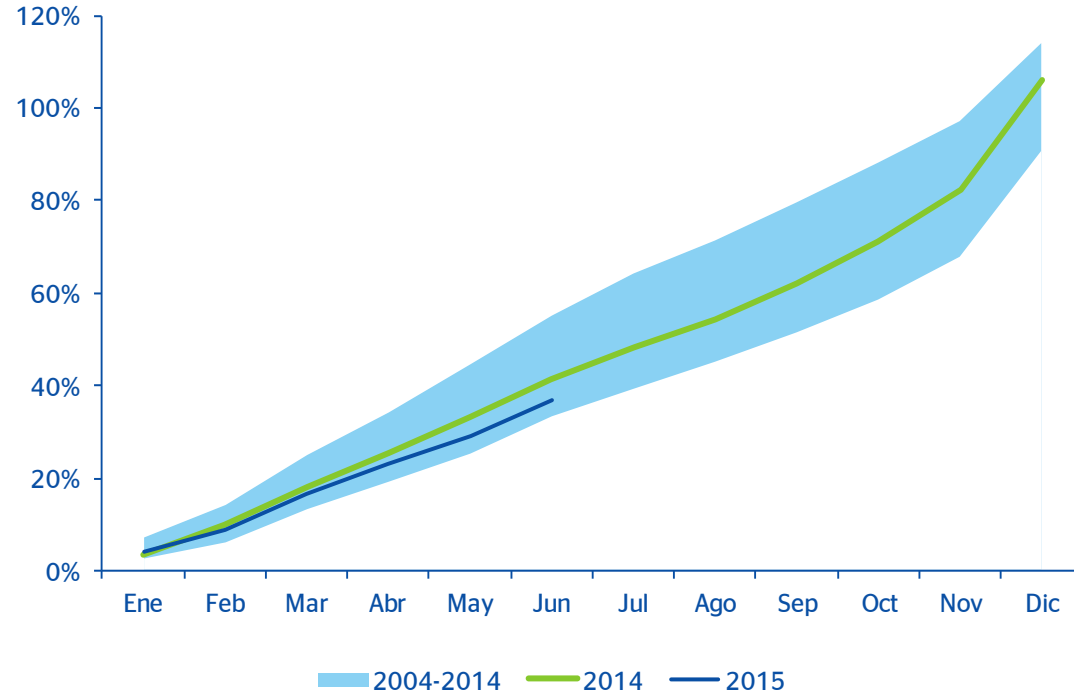
Crecimiento del Gasto Público
(var. %)

Fuente: Dipres, BBVA Research



Avance ejecución en inversión pública 2004-2015

Fuente: Dipres, BBVA Research



Política fiscal en 2016: menor espacio para gasto y también menor contribución al crecimiento

Principales variables macroeconómicas (porcentaje)

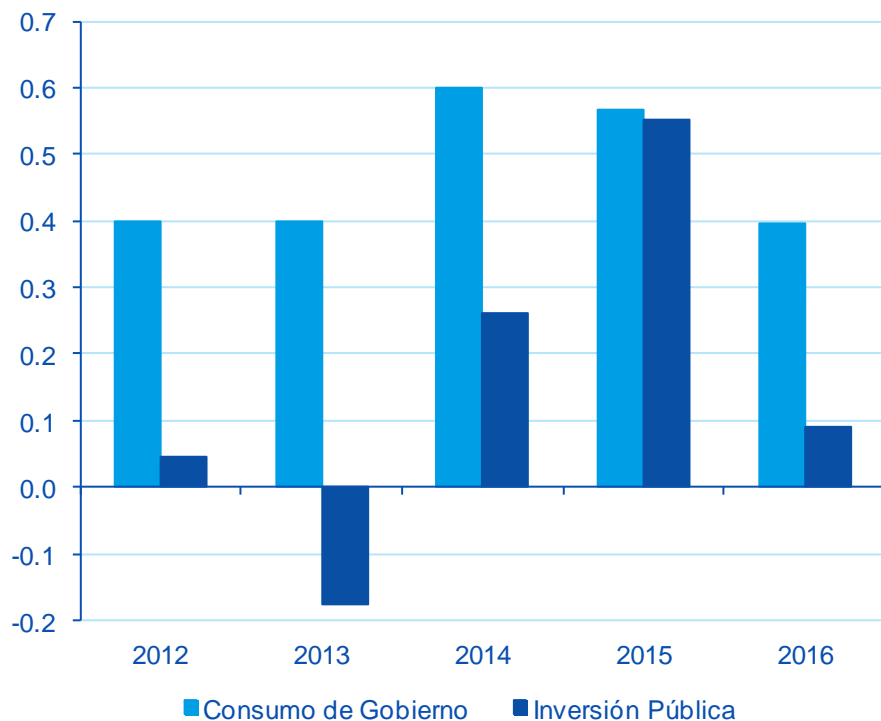
	2015 Min. de Hacienda	2015 BBVA	2016 BBVA
Variables macroeconómicas			
PIB (var. a/a)	2,5	2,2	2,7
Demanda interna (var. a/a)	2,0	1,6	2,7
IPC (var. prom. a/a)	3,9	4,1	2,9
Tipo de cambio (promedio)	630	642	631
Precio cobre (US\$/lb)	275	262	268
Precio molibdeno (US\$/lb)	8,2	8,1	8,3
Variables fiscales			
Crecimiento del gasto (var. a/a)	8,8%	7,7%	4,5%
Balance efectivo (% del PIB)	-3,0%	-2,8%	-2,6%
Balance estructural (% del PIB)	-1,1%	-0,6%	-0,8%

Fuente: BBVA Research

En un escenario de convergencia a balance estructural en 2018, los espacios de crecimiento del gasto se reducen significativamente

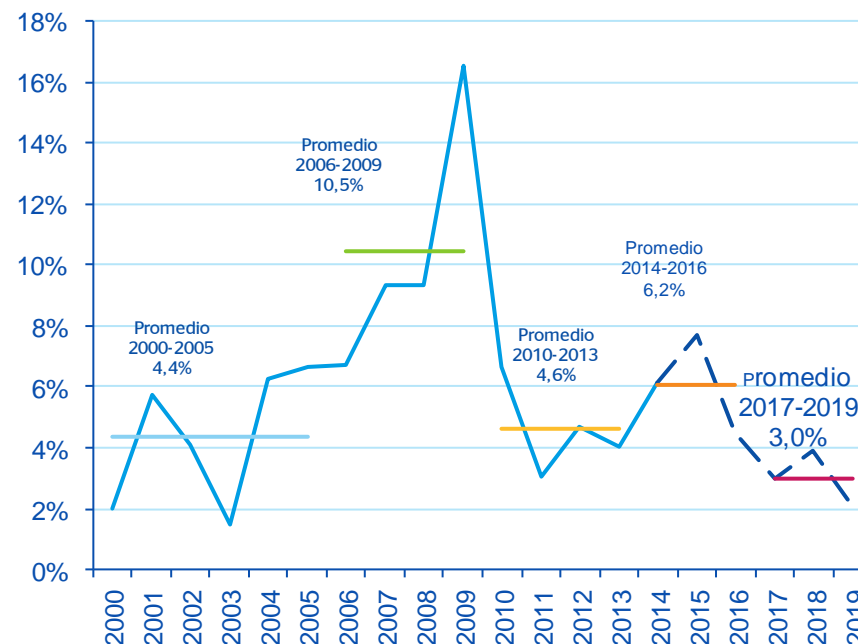
Estimación de incidencias en crecimiento del Consumo de Gobierno y la Inversión Pública

Banco Central, Dipres, BBVA Research



Crecimiento del gasto público y promedios por periodo 2000-2019

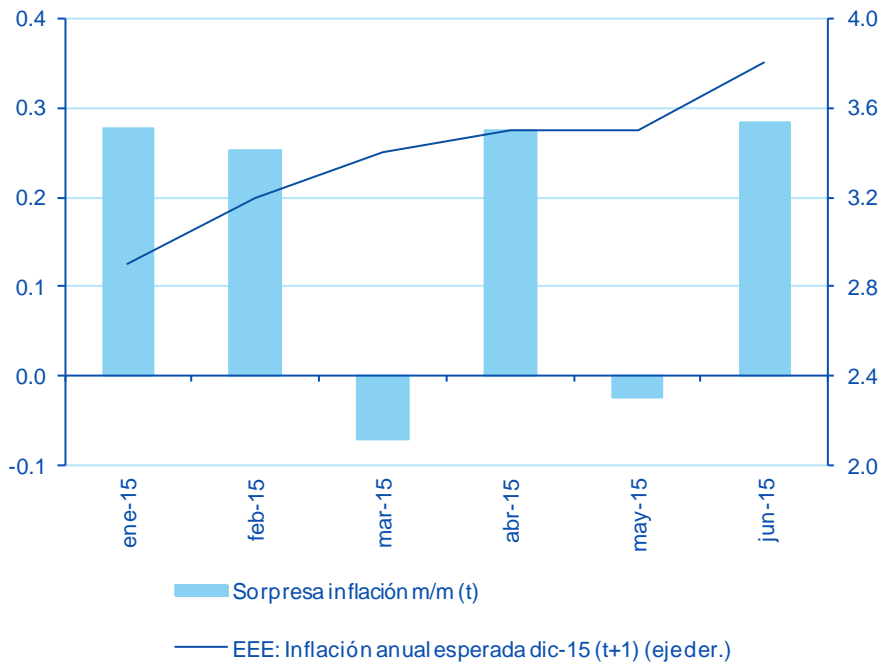
Fuente: Dirección de Presupuestos, BBVA Research



La inflación ha sorprendido al alza y el número de productos con aumento de precios superiores a 5% se ha incrementado

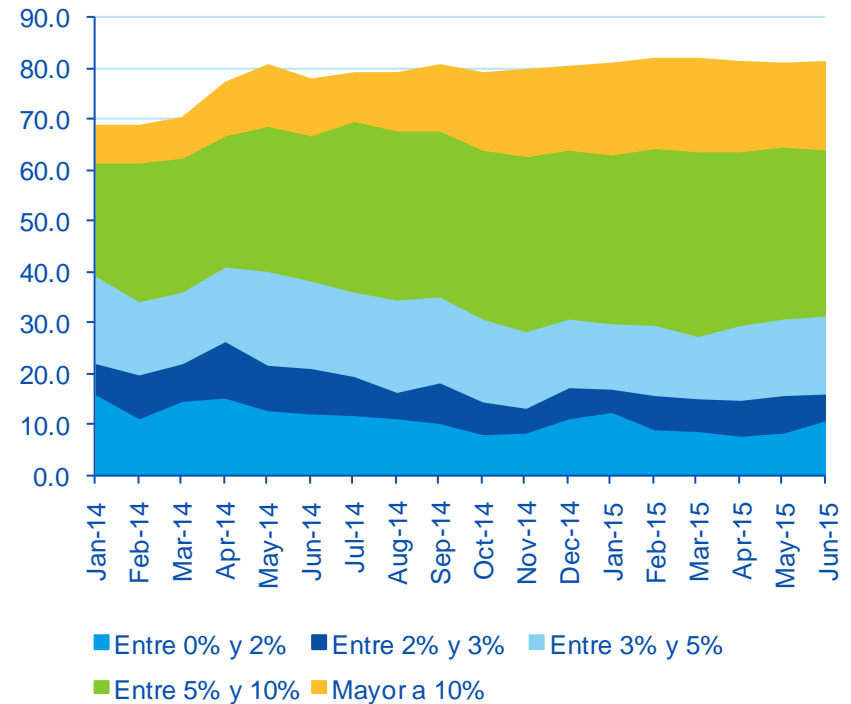
Sorpesa en inflación mensual y expectativas para diciembre 2015 (variación porcentual)

Fuente: BCCCh, BBVA Research



Canasta IPC: productos con aumentos en sus precios* (porcentaje del total)

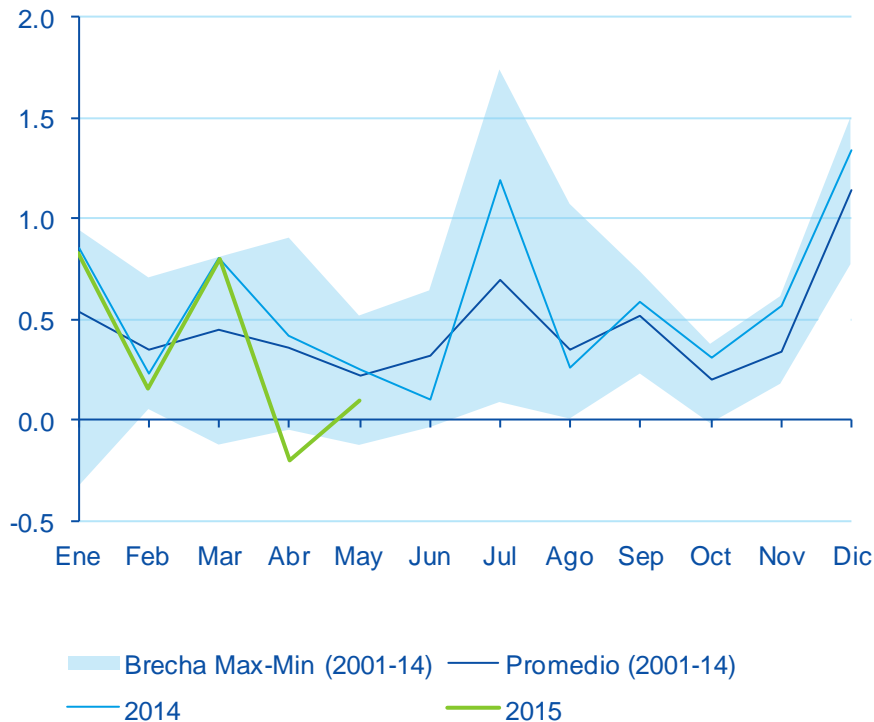
Fuente: INE, BBVA Research



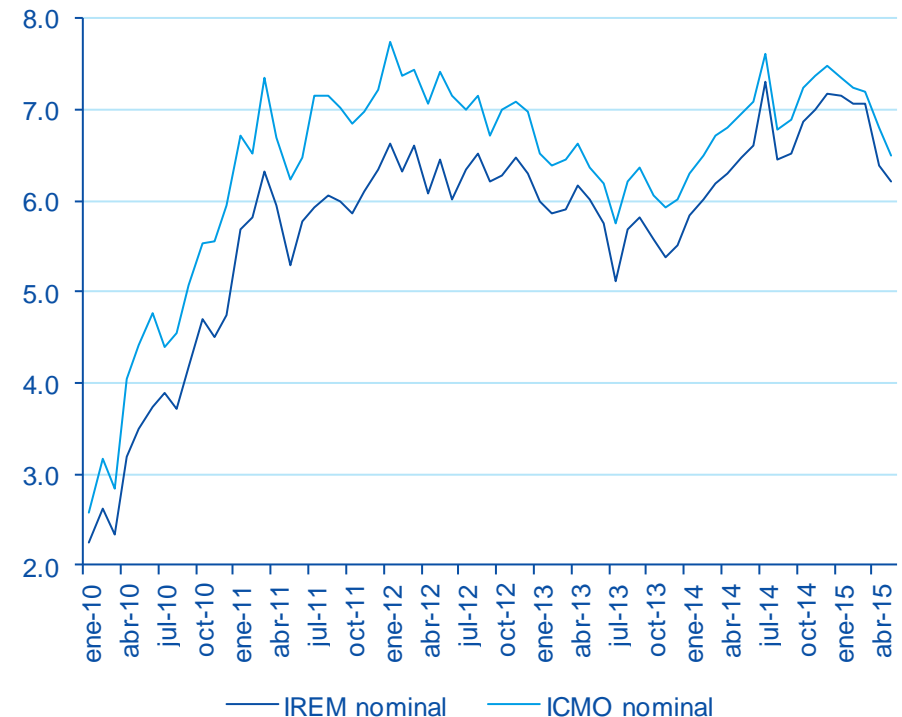
*Aumentos de precios calculados respecto al mismo mes del año anterior.

Salarios comienzan a reflejar la mayor debilidad del mercado laboral y dejan de ser una preocupación en el escenario inflacionario

Salarios nominales
(variación mensual, porcentaje)
Fuente: INE, BBVA Research



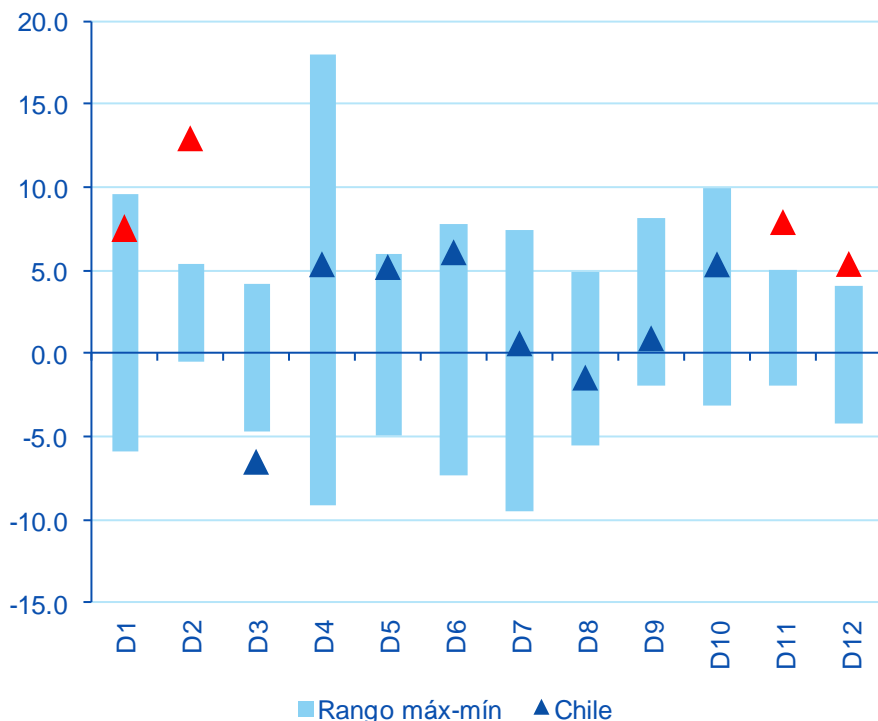
Evolución de los salarios nominales
(variación anual, porcentaje)
Fuente: INE, BBVA Research



Inflación con fuertes presiones en el corto plazo que no se sostendrían el próximo año

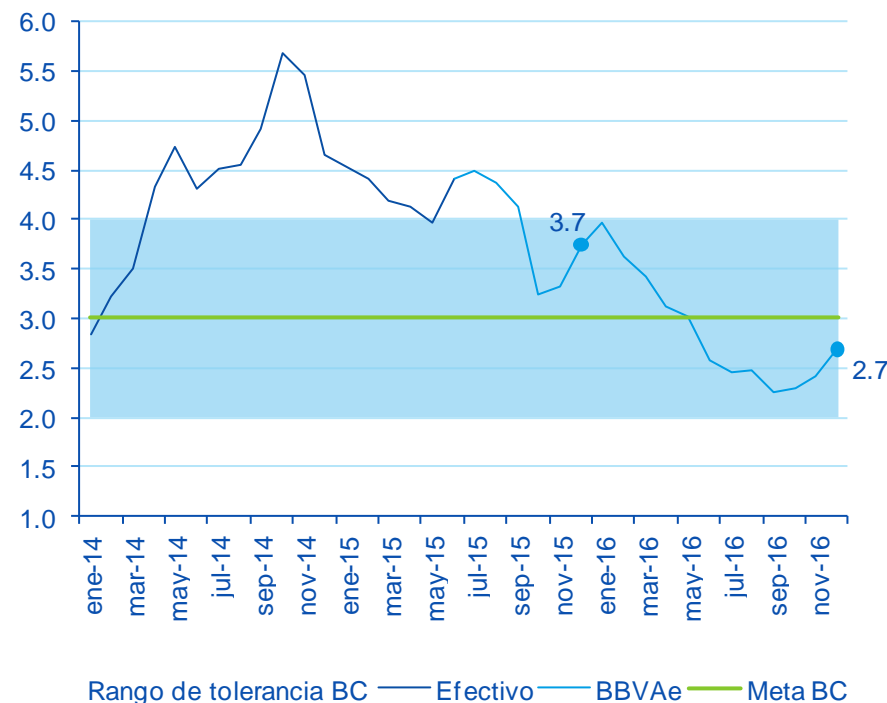
Inflación por divisiones en países seleccionados*
(var. % a/a)

Fuente: EuroStat, ABS, INEI, DANE, IGBE, INE, BBVA Research



Proyección de inflación IPC 2015 y 2016
(var. % anual)

Fuente: INE, BCCh, BBVA Research



*Los países en la muestra son los siguientes: Bélgica, Bulgaria, Rep. Checa, Dinamarca, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Croacia, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría, Malta, Países Bajos, Austria, Polonia, Portugal, Rumania, Eslovenia, Eslovaquia, Finlandia, Suecia, Reino Unido, Islandia, Noruega, Suiza, Estados Unidos, Australia, Perú, Colombia y Brasil.

Deterioro de fundamentos explica parte del aumento del tipo de cambio. Sin embargo, pérdida de valor es principalmente bilateral con US

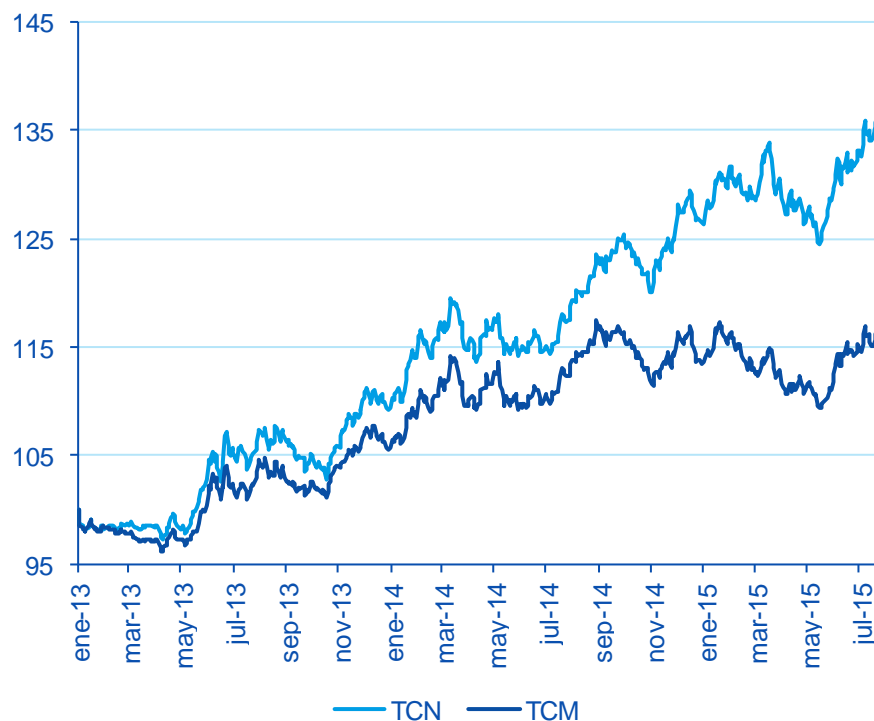
Tipo de cambio efectivo y estimado*
(\$/US\$)

Fuente: Bloomberg, BCCh y BBVA Research



Tipo de cambio multilateral y tipo de cambio
\$/USD (ene-13=100)

Fuente: BCCh, BBVA Research

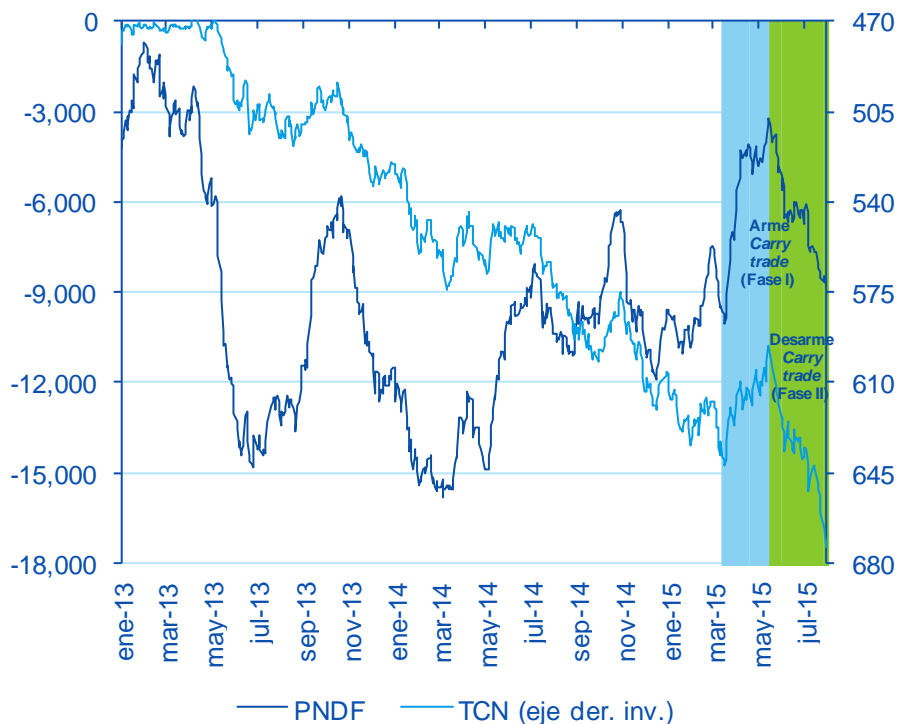


*Modelo de determinación de corto plazo del tipo de cambio CLP/USD en la línea de Cowan et al (2007).

Desarme de posiciones de *carry trade* por más de US\$ 5 mil millones detrás de depreciación reciente. Hacia delante, diferencial de crecimiento con US será clave

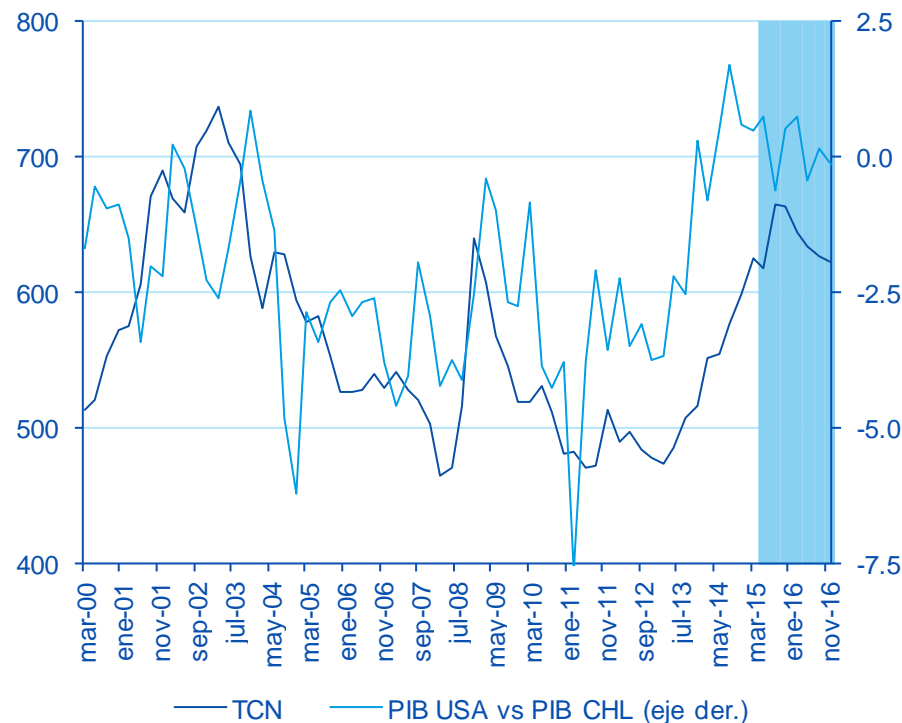
Posición neta en el mercado derivado externo y tipo de cambio nominal (millones de US\$, \$/US\$)

Fuente: BCCh, Bloomberg, BBVA Research



Diferencial de crecimiento US-Chile vs Tipo de cambio nominal\$/USD (ene-13=100)

*Área sombreada corresponde a proyección.

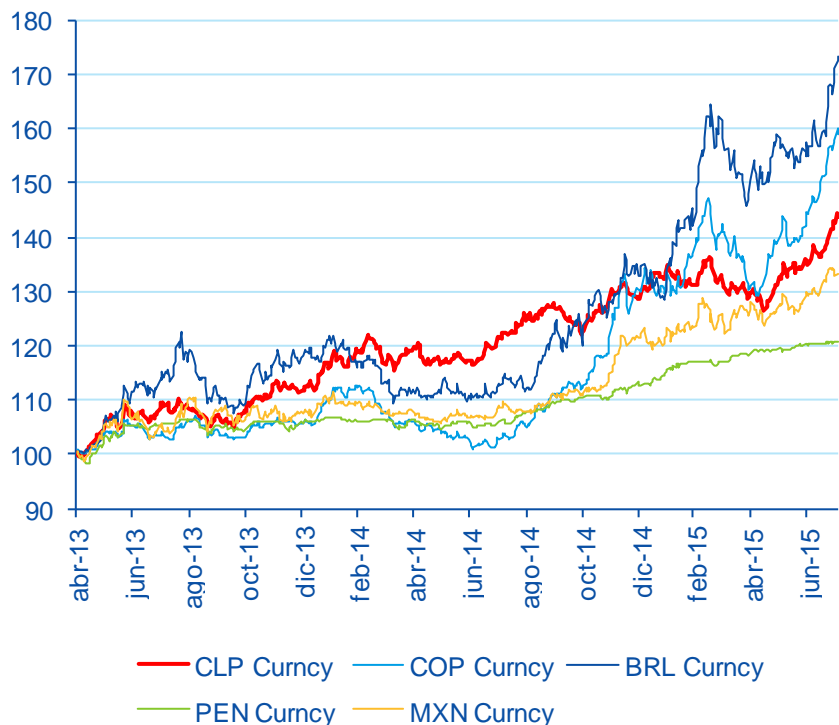


Depreciación reciente se observa también en economías LatAm. CLP comenzaría tendencia apreciativa hacia 4T15

Paridades de monedas LatAm

(índice abr-13=100)

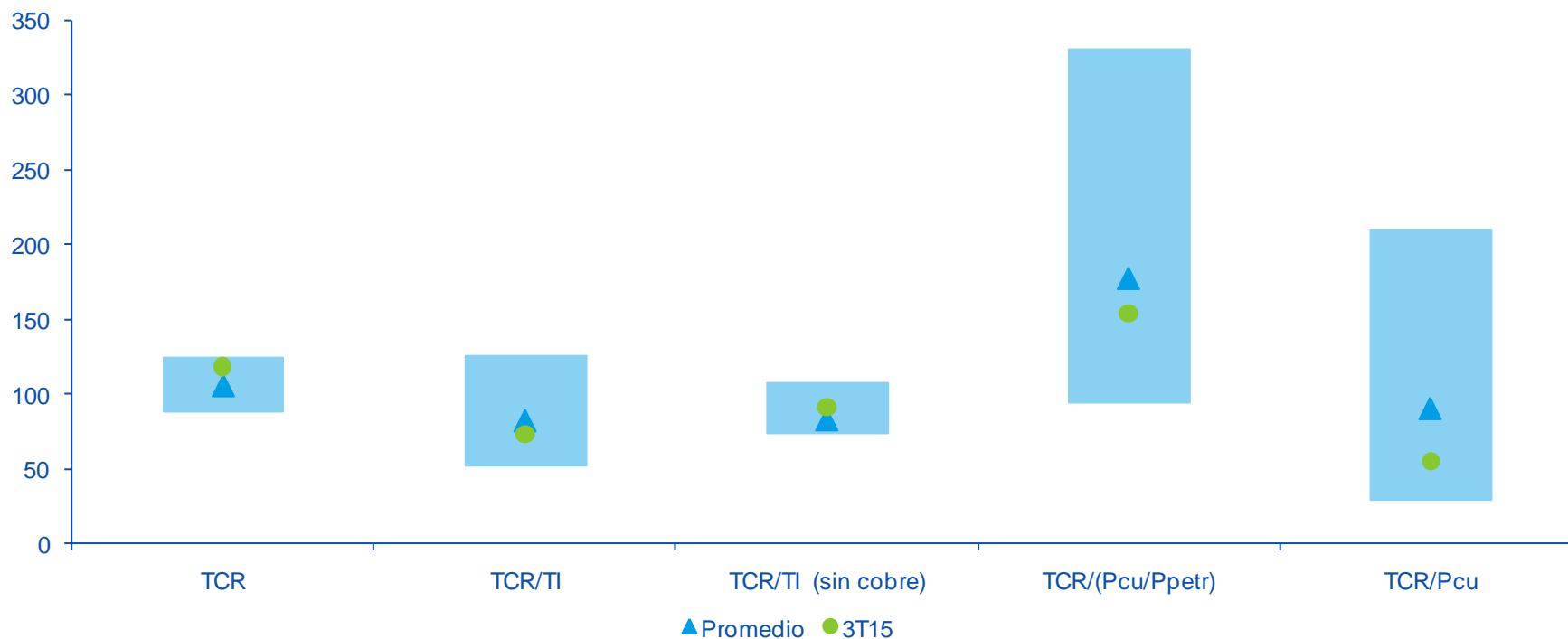
Fuente: Bloomberg, BBVA Research



USD/CLP		
ago-15	668.0	Fed hike + discussion of local MPR cuts+ copper price recovery
sep-15	677.0	
oct-15	673.2	
nov-15	663.1	Slight improvement in Chile activity & confidence figures
dic-15	653.2	
ene-16	646.6	
feb-16	643.4	
mar-16	640.6	Central bank of Chile discussing tightening timing and pace
abr-16	636.8	
may-16	633.6	Slight multilateral depreciation of USD going forward (with commodities improvement) - consistent with Finnacial Unit's view
jun-16	630.4	
jul-16	628.5	
ago-16	626.6	
sep-16	624.8	
oct-16	622.9	Central bank of Chile discussing tightening timing and pace
nov-16	621.0	
dic-16	619.8	

TCR con espacio para depreciaciones adicionales...

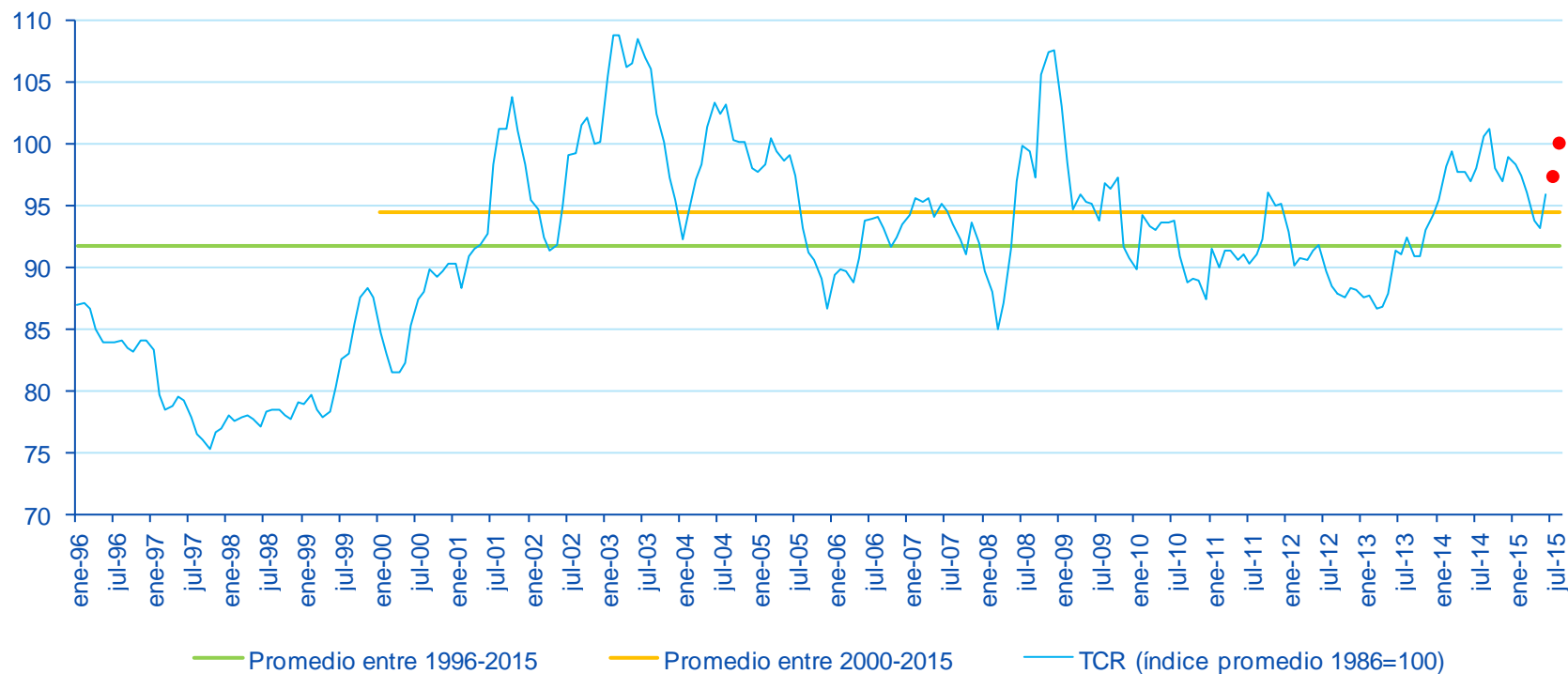
Razón Tipo de Cambio Real con distintas medidas de Términos de Intercambio*
 (índice mar-96=100)
 Fuente: BCCh, BBVA Research.



* Rango entre mar-1996 y jun-2015

... pero sin desencadenar aún una intervención cambiaria

Índice de Tipo de cambio real, TCR
(promedio 1986=100)
Fuente: BCCh, BBVA Research.

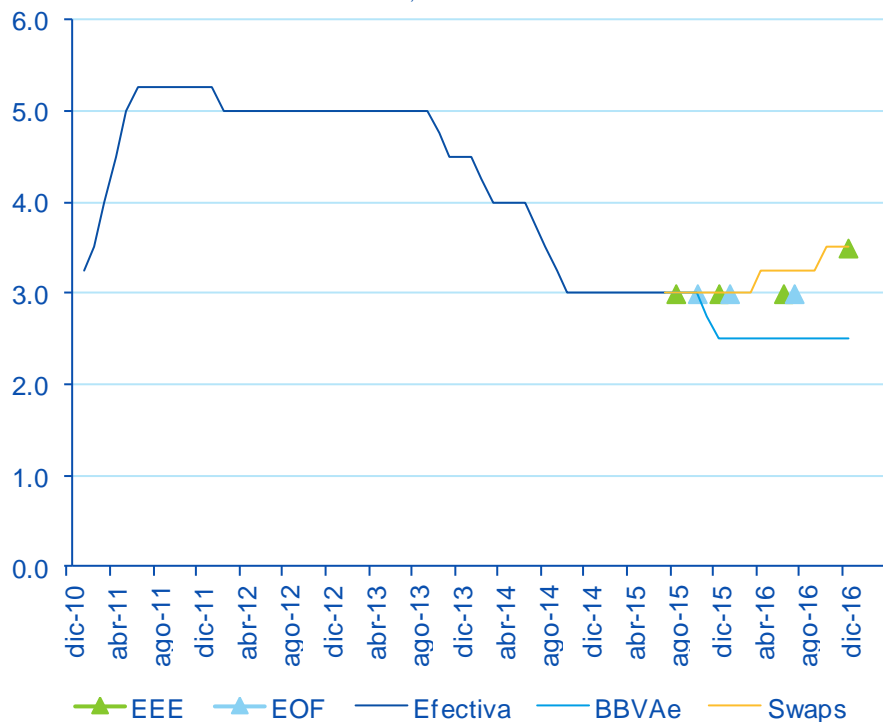


*Puntos corresponden a estimación para julio y agosto en base a evolución del Tipo de cambio multilateral (TCM) e inflaciones esperadas.

Existen espacios para un mayor estímulo monetario...y la economía lo necesita.

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

Fuente: BCCh, BBVA Research.



Estimaciones para la TIRN

Metodología	Rango TIRN	Media TIRN	Tasa interés nominal neutral
(a) Perspectiva de precio de activos	[1.69;1.89]	1.79	4.79
(b) Modelos de consumo	[1.43;1.95]	1.69	4.69
(c) Productividad del capital	[0.72;0.98]	0.85	3.85
(d) Reglas de Taylor	[1.09;2.06]	1.58	4.58
	[0.22;0.83]	0.53	3.53
	[0.15;0.80]	0.48	3.48
	[0.46;1.19]	0.83	3.83
Resultados generales	[0.15;2.06]	0.85	3.85

Fuente: BBVA Research

Previsiones económicas

	2012	2013	2014	2015	2016
PIB (% a/a)	5.5	4.2	1.9	2.2	2.7
Inflación (% a/a, fdp)	1.5	3.0	4.6	3.7	2.7
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	477	529	613	653	620
Tasas de interés (% , fdp)	5.00	4.50	3.00	2.50	2.50
Consumo Privado (% a/a)	6.1	5.9	2.2	2.0	2.3
Consumo Público (% a/a)	3.5	3.4	4.4	4.4	3.0
Inversión (% a/a)	11.6	2.1	-6.1	-2.7	1.5
Resultado Fiscal (% PIB)	0.6	-0.6	-1.6	-2.8	-2.6
Cuenta Corriente (% PIB)	-3.6	-3.7	-1.2	0.7	0.8

Fuente: BBVA Research

Situación Chile

Debilidad económica se extenderá más tiempo de lo previsto