

1<sup>er</sup> TRIMESTRE

**2016**



Situación  
**Chile**

# Índice

1. Escenario internacional
2. Economía chilena



# Global

# ¿Donde estamos?

El escenario base para crecimiento no ha cambiado si tomamos datos duros e incluso se observan sesgos positivos en algunas economías desarrolladas gracias a bajos precios del petróleo y políticas monetarias que continuará altamente expansivas

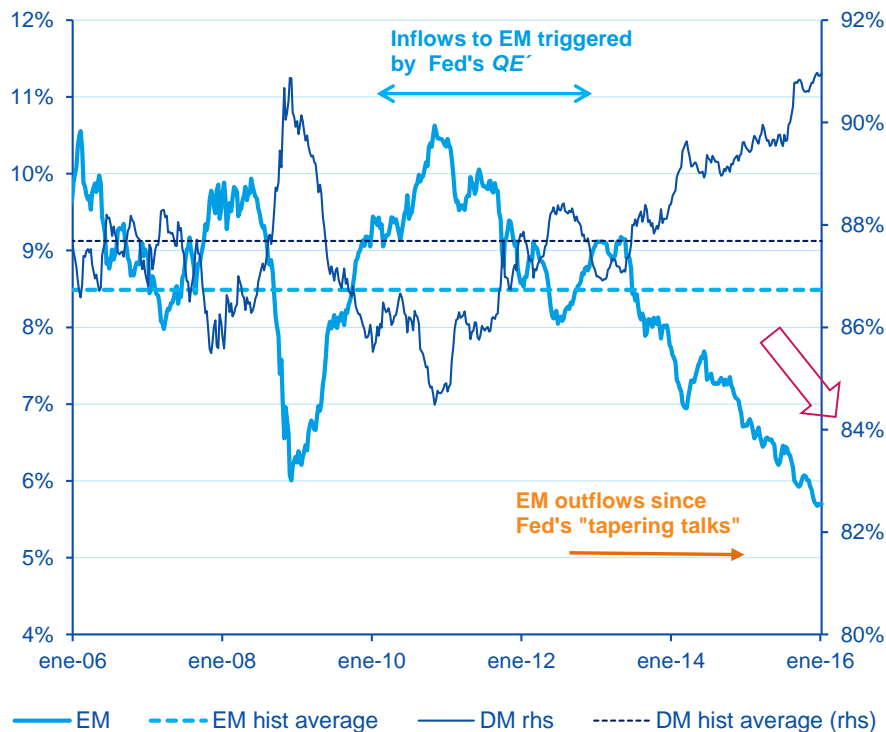
... pero impacto crediticio de bajos precios del petróleo, alta volatilidad y presiones sobre las monedas generan un ambiente complejo para varias economías lo que alimenta mayor incertidumbre

- ... ¿Qué está detrás de esta volatilidad y qué nos dice?
- ... ¿Permanecerá alta la volatilidad?
- ... ¿Cuáles son las consecuencias de persistente alta incertidumbre?

# Mercados financieros: se acelera el rebanlanceo de flujos

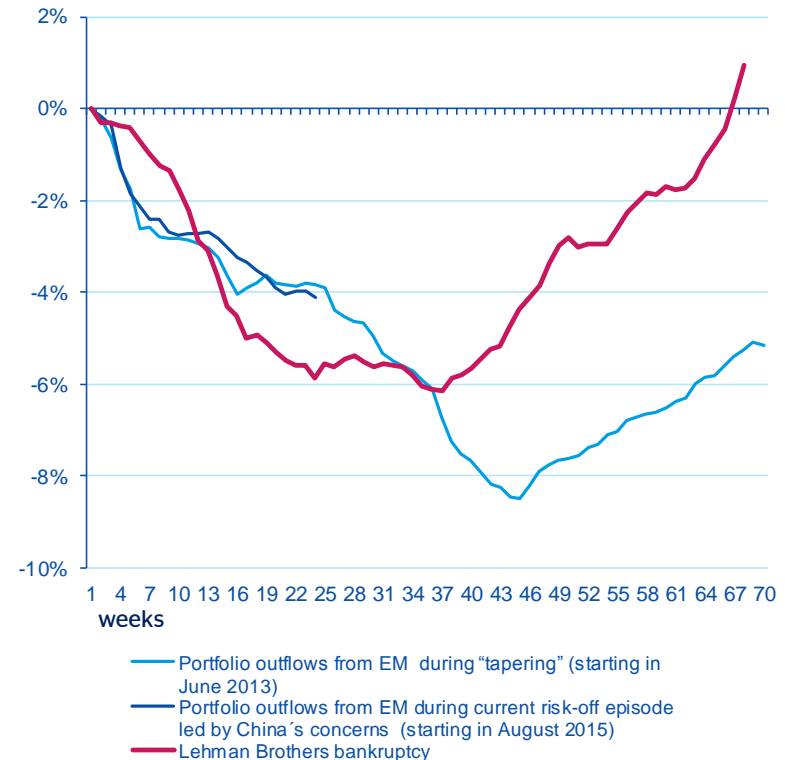
## Portfolio flows to DM and EM, weight on global portfolio (%)

Source: EPFR and BBVA Research



## Cumulative net outflows from EM in financial tension episodes (% of assets under management)

Source: EPFR and BBVA Research

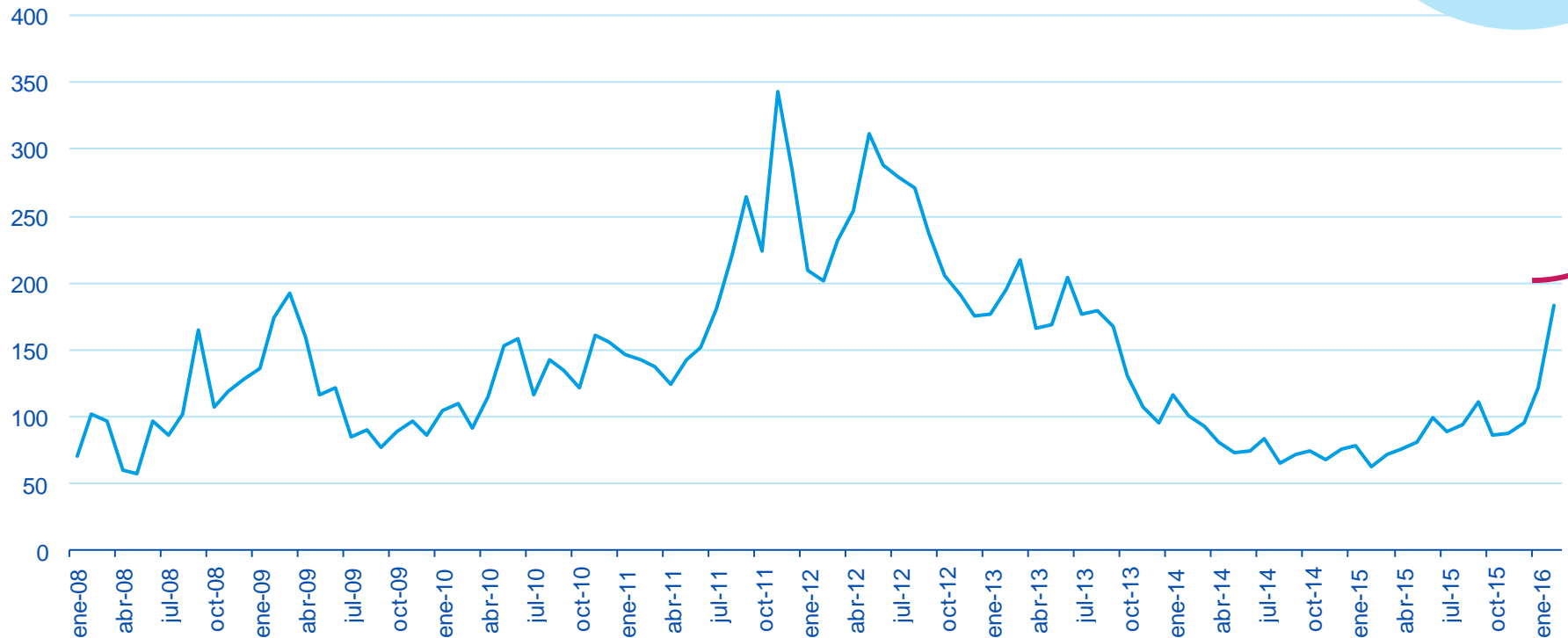


# Mercados financieros: Riesgos de crédito estaría impactando a la banca global

Mayor alza CDS desde nov-15: +160 pb.

## Credit Default Swaps (CDS) Bancos globales (puntos base)

Fuente: Bloomberg



# Mercados financieros: ¿Qué se lee de los acontecimientos recientes?

Is it a belated re-pricing of the Fed's liftoff?

Unlikely! Fed's lift-off was expected and has been discounted by markets for a long time, if anything, markets are now expecting a SOFTER tightening

Is it a downward revision of the baseline global outlook?

Unlikely! "Hard data" show no strong divergence from expected trends, except in a few emerging countries. Things have not changed so much over the recent past

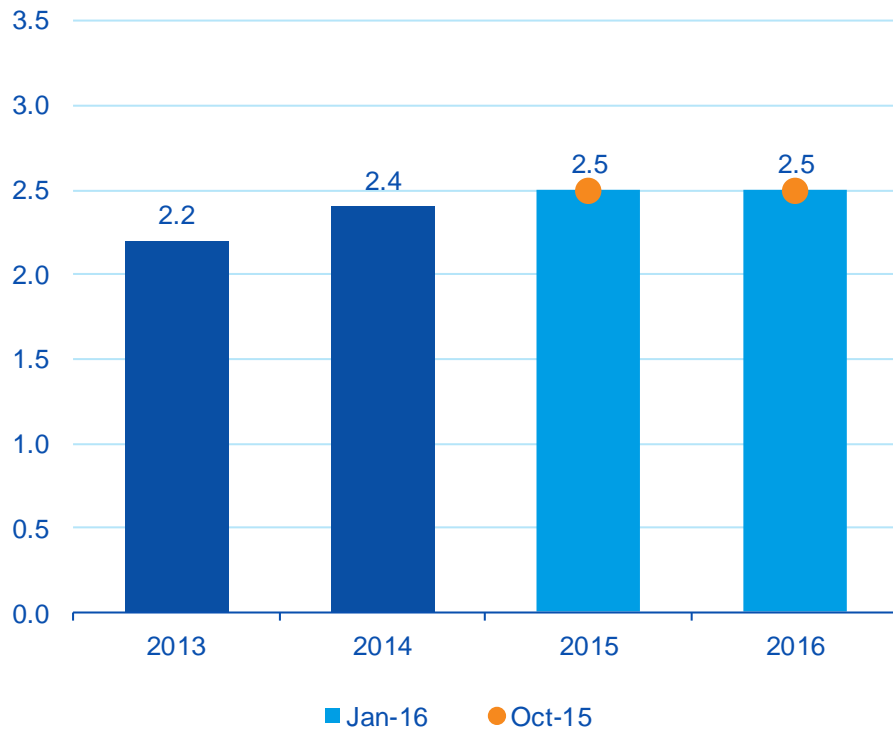
Is it the threat of risk scenarios going forward in this new world?

Probably! Uncertainty about China (growth, rebalancing and FX policy) and persistently low oil prices raise the risk of second round effects (*higher vulnerabilities in corporates affecting banks and sovereigns, especially in the oil sector*) that could become self-fulfilling prophecies

# EE.UU: creciendo 2,5% fuertemente empujado por consumo de hogares

## US: GDP growth (YoY, %)

Source: BBVA Research, BEA



**Favorable impact of low oil prices on disposable income** offsets the negative effect of USD appreciation on exports and on investment

The momentum has slowed down a bit

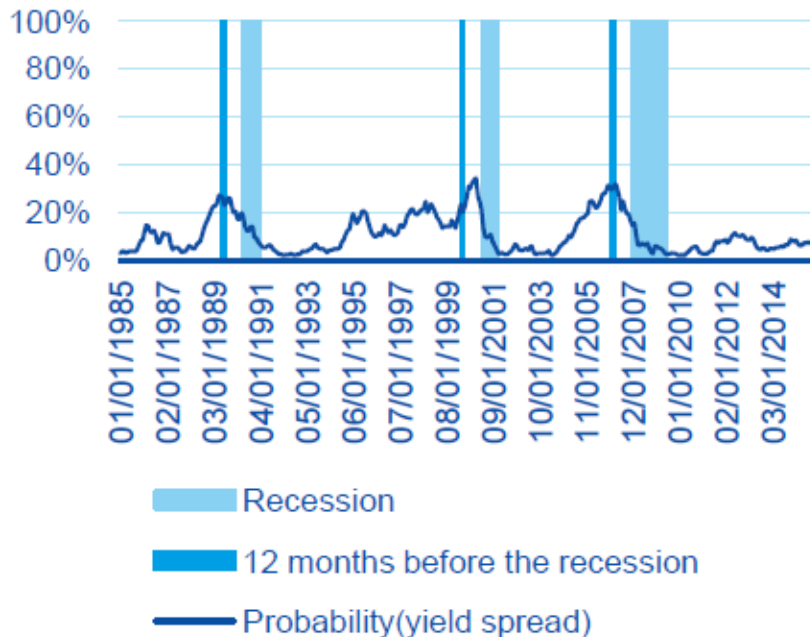
**Fed policy:** following the first rate hike in Dec-15 to 0.25%-0.50%, meeting-by-meeting approach continues, with two increases likely in 2016 under our baseline scenario, but, if anything, risks are to be even more cautious



# EE.UU.: probabilidad de recesión aumenta a 25%

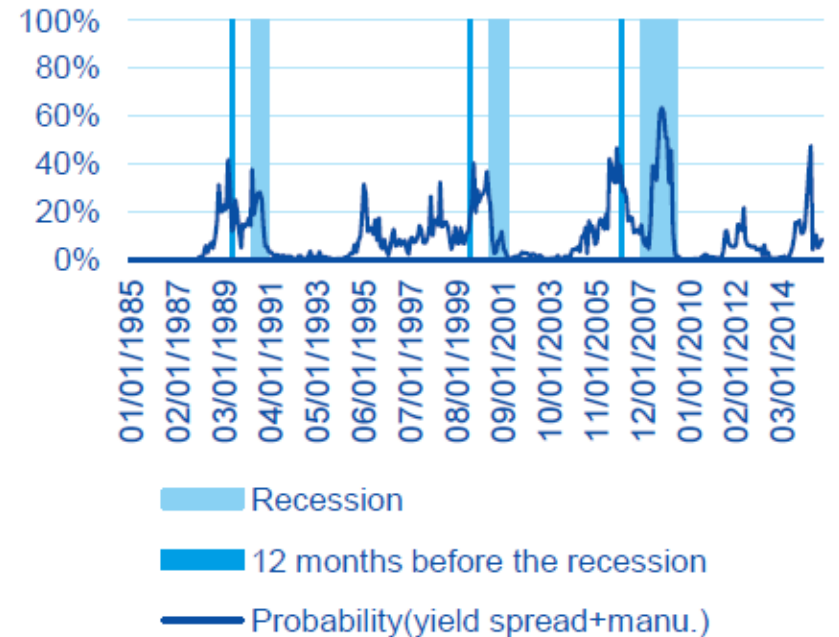
## Probability of Recession in 12 months (Interest Rate Spread Model, %)

Source: BBVA Research



## Probability of Recession in 12 months (Interest Rate Spread & Manufacturing, %)

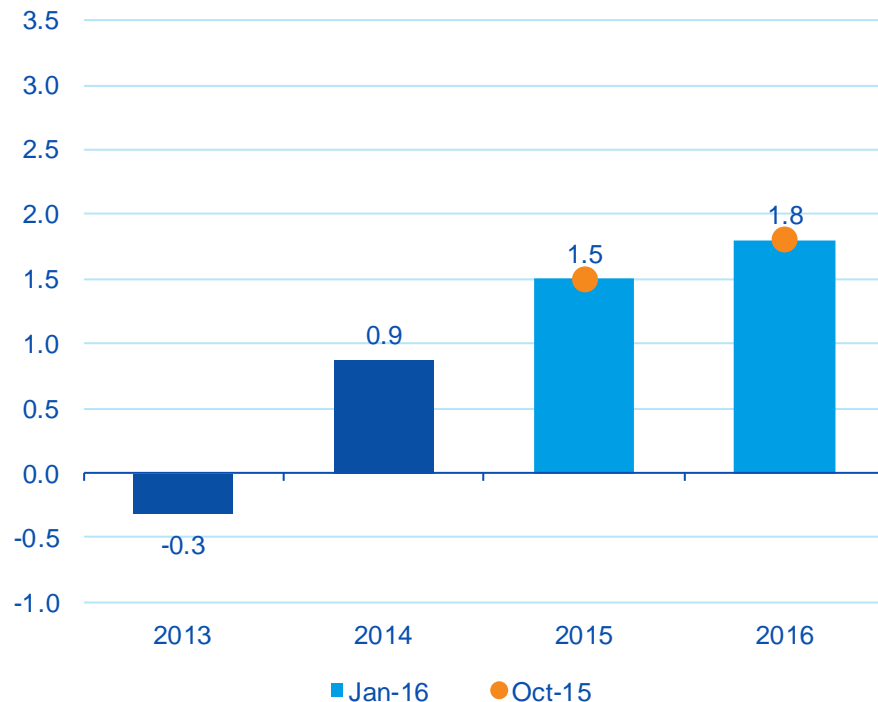
Source: BBVA Research, BEA



# Eurozona: sin cambio en proyecciones pero con sesgo positivo ante desplome del petróleo

## Eurozone: GDP growth (YoY, %)

Source: BBVA Research, BEA



**The main headwinds continue:** (i) low oil prices; (ii) a depreciated euro; (iii) ultra-loose monetary policy; and (iv) neutral or moderately expansive fiscal policy

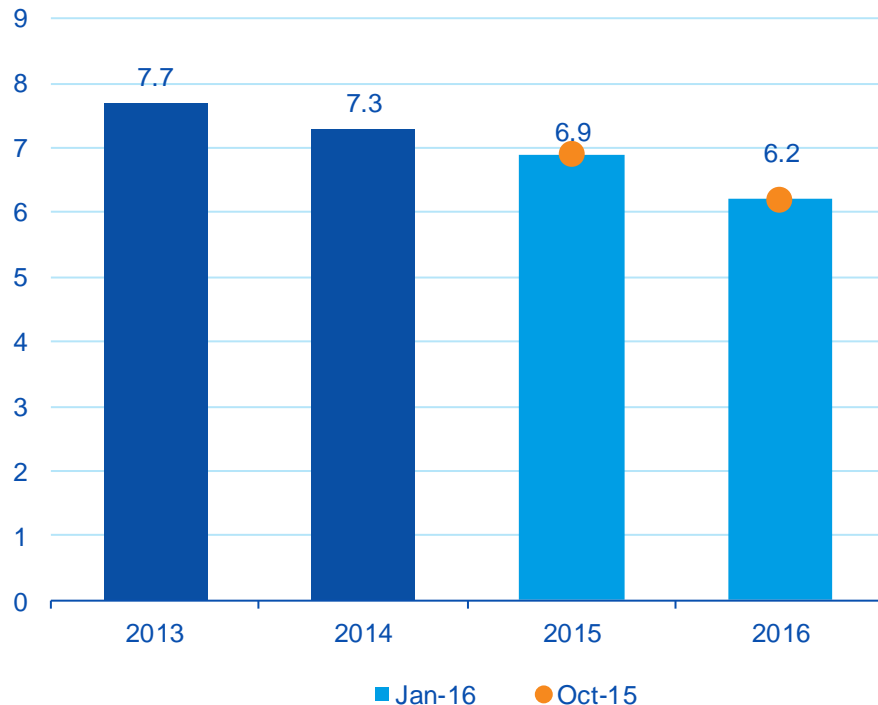
But political risks and geostrategic challenges are daunting

**ECB policy:** further measures recently announced following inflation downward adjustment due to lower oil prices and its impact on expectations

# China: Confusión en medio de creciente errores de política (algo que ya vimos en agosto)

## China: GDP growth (YoY, %)

Source: BBVA Research, BEA



The **most likely scenario** is a successful “soft landing” (towards 6% growth of average in 2016-17 fueled by highly accommodative demand policies, including the exchange rate policy). The challenging is daunting and too many policy errors are reducing their room of manouver

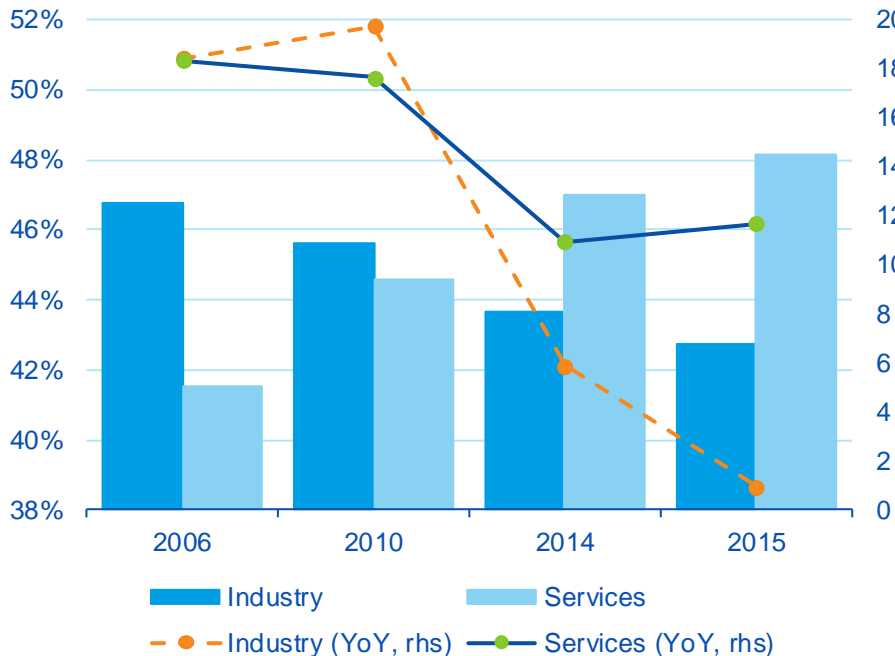
However, the likelihood of this scenario is decreasing, **risks remain skewed to the downside also due to policy blunders**

# Política de rebalance y tipo de cambio en China, ¿Cómo avance eso?

Certidumbre sobre el éxito de estas políticas es clave para dar estabilidad a economías emergentes

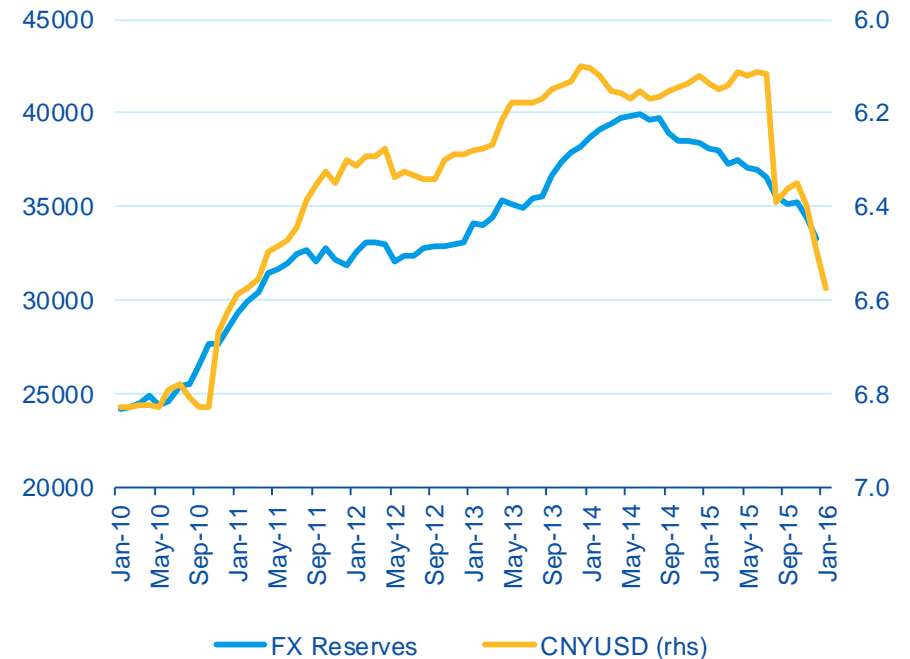
## China: sectorial breakdown (nominal GDP, %)

Source: BBVA Research, Haver



## China, FX reserves (100 million USD) CNY/USD

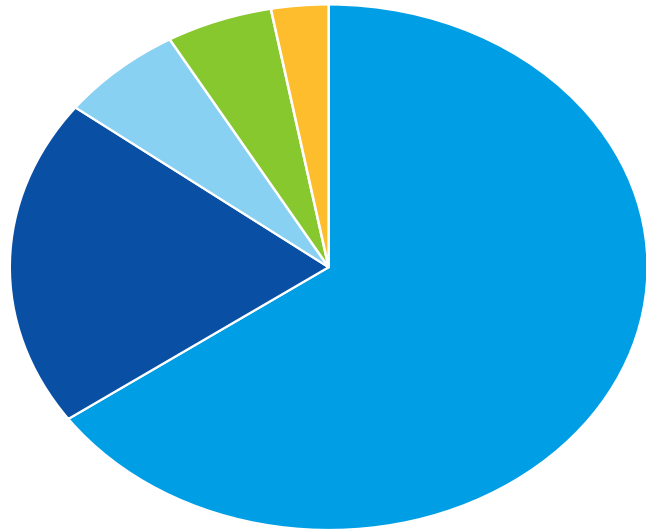
Source: BBVA Research, PBoC and Haver



# Caída de mercados accionarios es un legado y de menor preocupación...la depreciación del Yuan no

## Stock shares only account for 5.4% of Chinese family's total assets

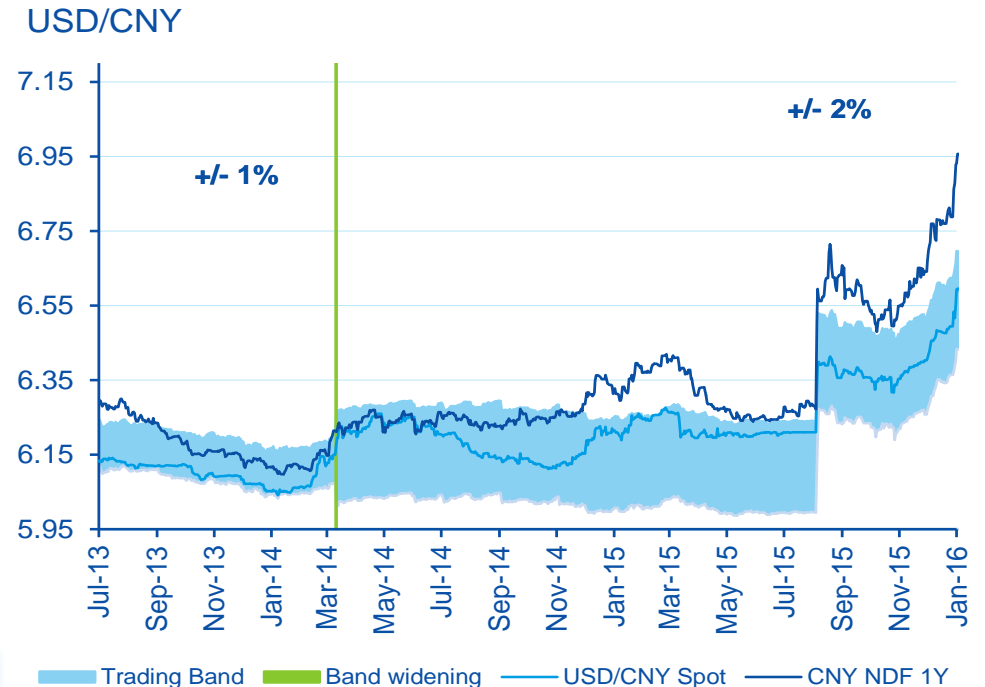
Source: Report by Southwestern University of Finance and Economics and BBVA Research



■ Property ■ Bank deposit ■ Cash ■ Stock ■ Others

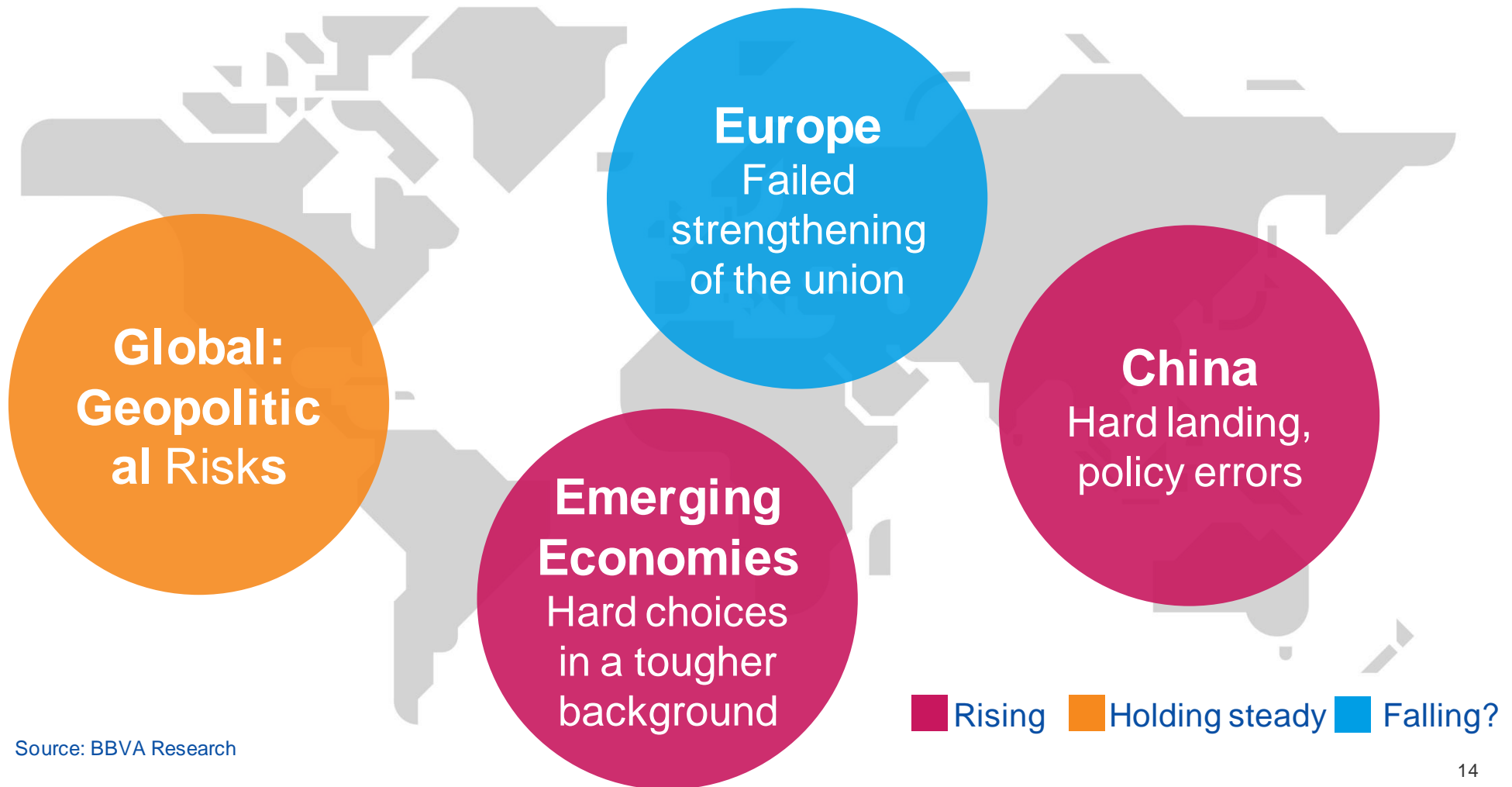
## RMB/USD has been continuing its depreciation trend since the August 11 reform

Source: CEIC and BBVA Research



Less of our concern for two reasons: (i) reduced leverage means less contagious risk and (ii) stock shares only accounts for a small portion of household assets.

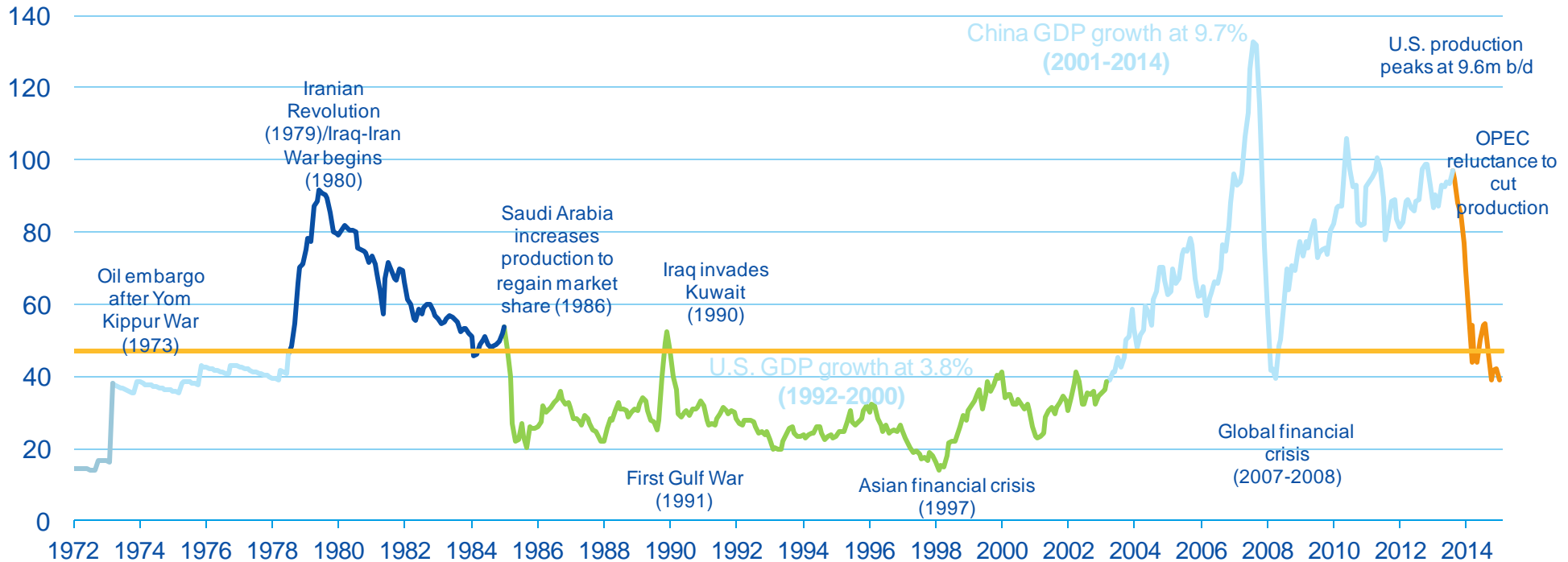
# Riesgos: sesgados hacia economías emergentes



# Petróleo: Usualmente ciclos de alta duración, ¿estamos en una nueva era? Así parece

## Real Crude Oil Prices (WTI, \$ per barrel, 2009)

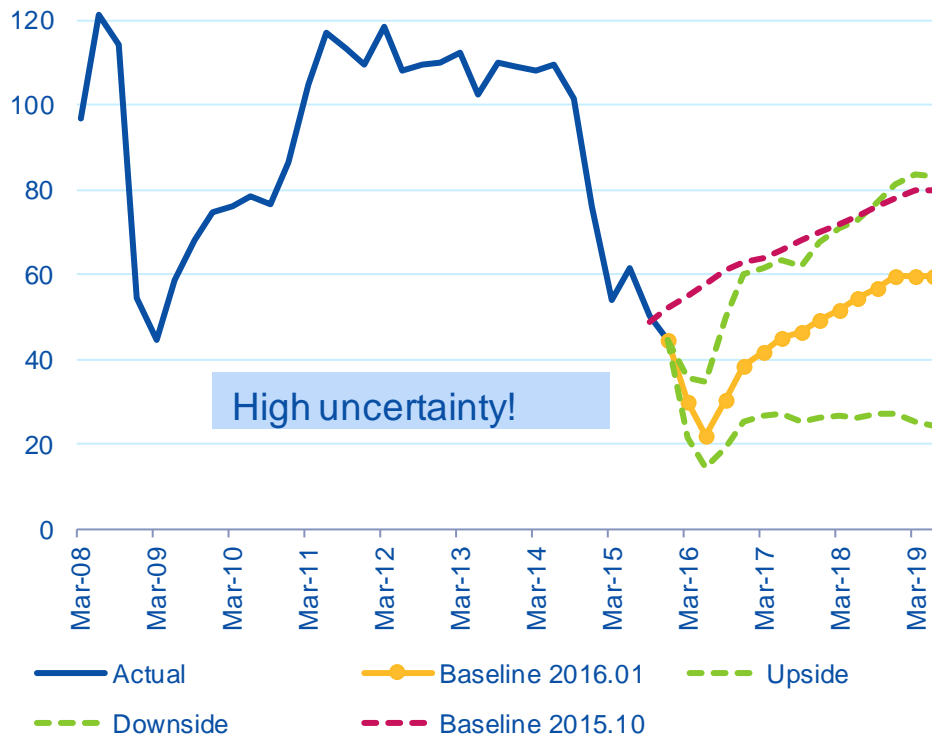
Source: Haver Analytics



# Petróleo: entonces, revisión a la baja pero con alta incertidumbre

## Change in the Oil price forecasts (Brent, USD/bbl)

Source: BBVA Research



### Oil prices to decline further in 1H16:

- OPEC reluctance to cut production, additional supply from Iran and resilient U.S production
- Concerns on weaker economic growth

**Modest rebound as from 2H16** as non-OPEC production declines (lagged effects from lower CAPEX, tighter credit, bankruptcies and M&A)

**Convergence with \$60/b as equilibrium supply correction ends**, market stabilizes and growth stays on track

### New equilibrium dynamic?

- Increased drill efficiency and high reserves
- Heightened reliance on renewable sources
- Greater efficiency in the use of oil



# Las preguntas claves del escenario externo

¿Qué está detrás de las turbulencias?

Incertidumbre de China (crecimiento, rebalanceo y política de depreciación de la moneda) y persistentes precios bajos del petróleo (efectos de segunda vuelta en sector corporativos y luego bancos y estados=

¿Permanecerá alta la incertidumbre?

¿Se disipará en el futuro cercano?

No el rebalanceo

Quizás el tema FX

¿Dará respiro el petróleo?

Puede ser, pero no pronto

Si en el mediano plazo

¿Qué pasa si se acelera?

Será necesario mitigar riesgos y estar preparado para políticas contra-cíclicas más agresivas de ser necesario



# Chile

## ¿Dónde estamos?

Se han materializado los riesgos a la baja para el crecimiento, tanto en el ámbito externo como interno. Las perspectivas de crecimiento en 2016-2017 se han revisado a la baja, y lo más grave es que los riesgos siguen siendo negativos.

El menor precio del cobre es un evento inesperado y con consecuencias adversas para la economía que no se compensan con el menor precio del petróleo. La confianza de los agentes sigue muy baja y, como consecuencia, el consumo y la inversión privada se mantienen deprimidos.

Aumentos puntuales de precios mantendrán alta la inflación en 1T16, pero esta descenderá desde 2T16. En los últimos meses se ha reducido el impacto cambiario en el IPC.

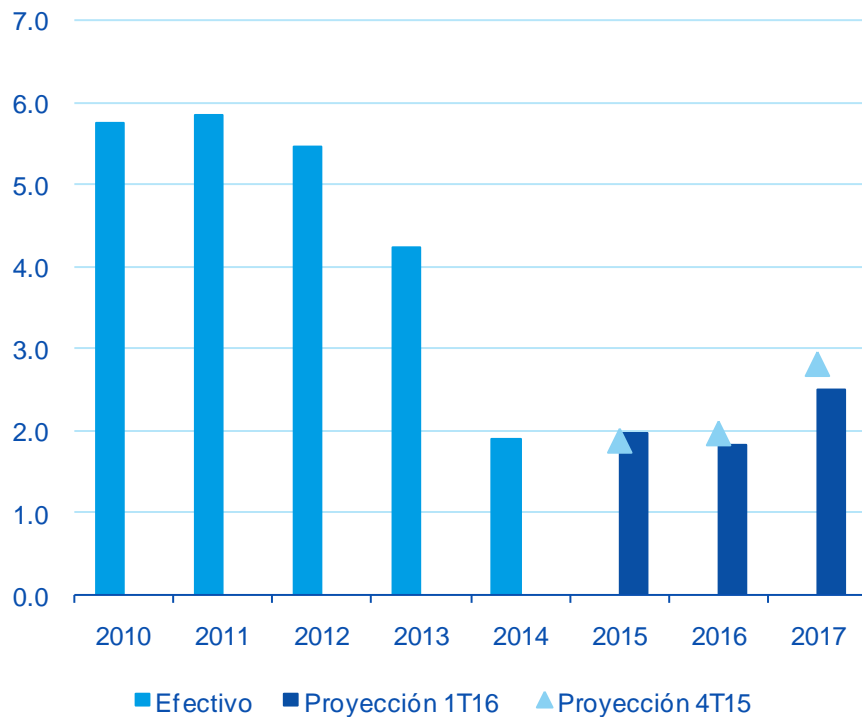
... ¿Es probable que Chile entre en recesión este año y de qué depende que esto ocurra?

... ¿Se confirma el escenario de 2 alzas de la TPM en 2016 anunciado por el BC?

... ¿Es necesario un ajuste fiscal este año?

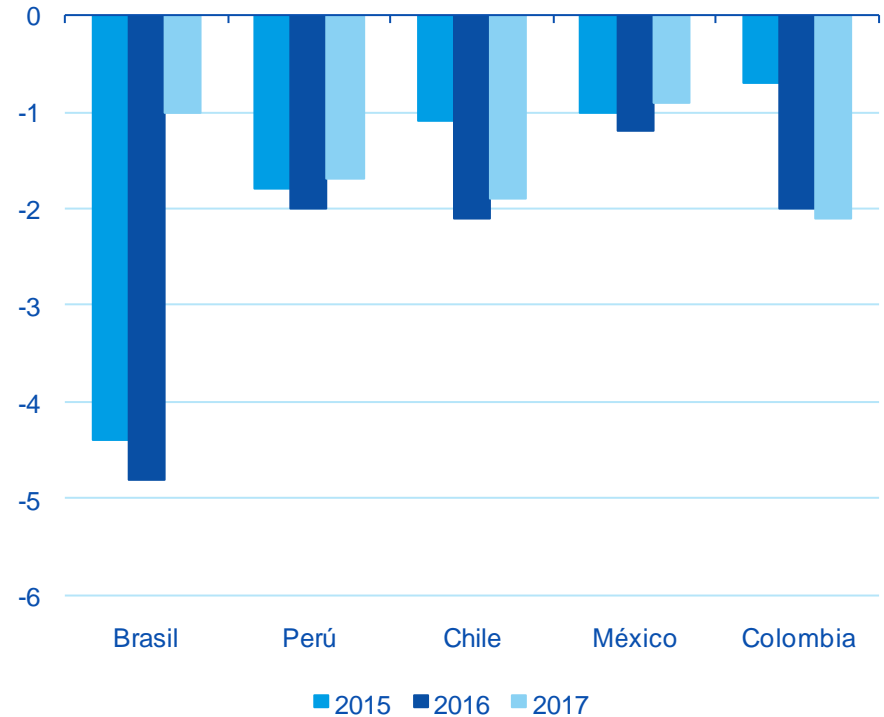
# Ajuste a la baja en la proyección de crecimiento. Riesgos bajistas continúan presentes. Proyectamos 1,8% para 2016

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



Fuente: BCCh, BBVA Research

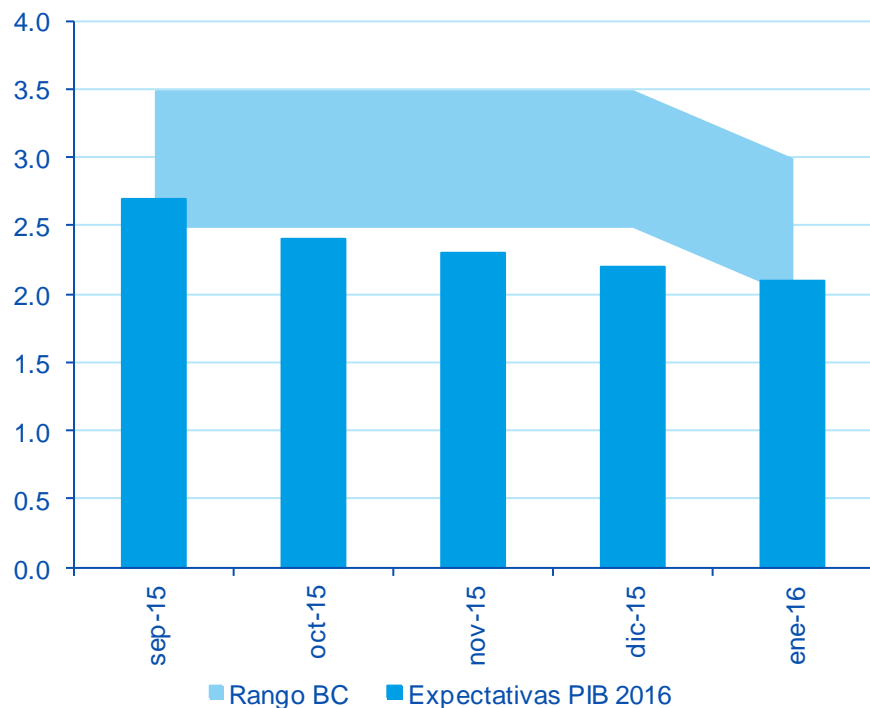
**Correcciones a proyección de crecimiento del PIB entre 2015 y 2017\* (porcentaje)**



\*Corrección al 1T16 respecto de la proyección realizada el 1T15 por BBVA Research.

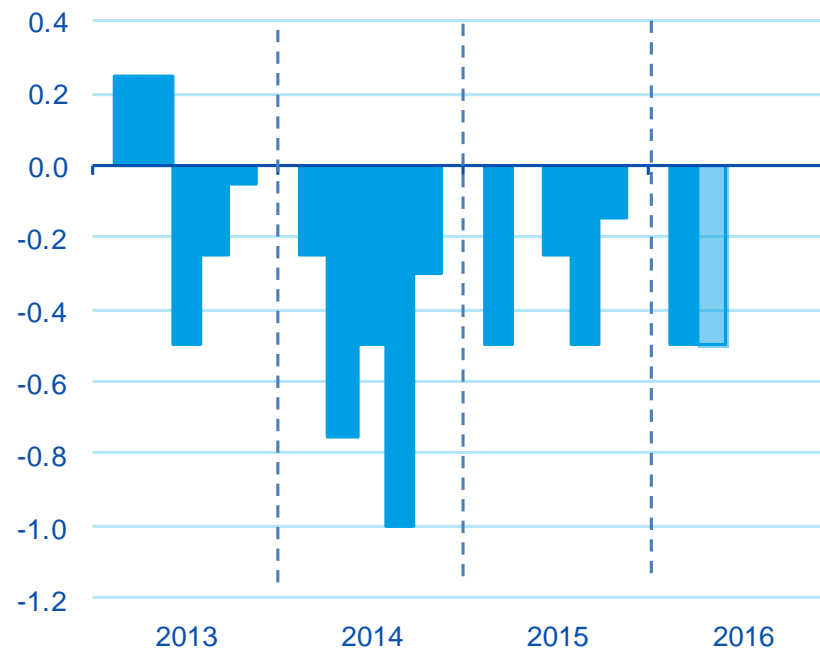
# BC ajusta a la baja proyección de crecimiento para 2016, pero rango sigue siendo optimista. Debiese corregirse 1/2 punto a la baja en marzo

**Expectativas de crecimiento del PIB 2016: EEE y Banco Central (var, %)**



Fuente: BCCh, BBVA Research.

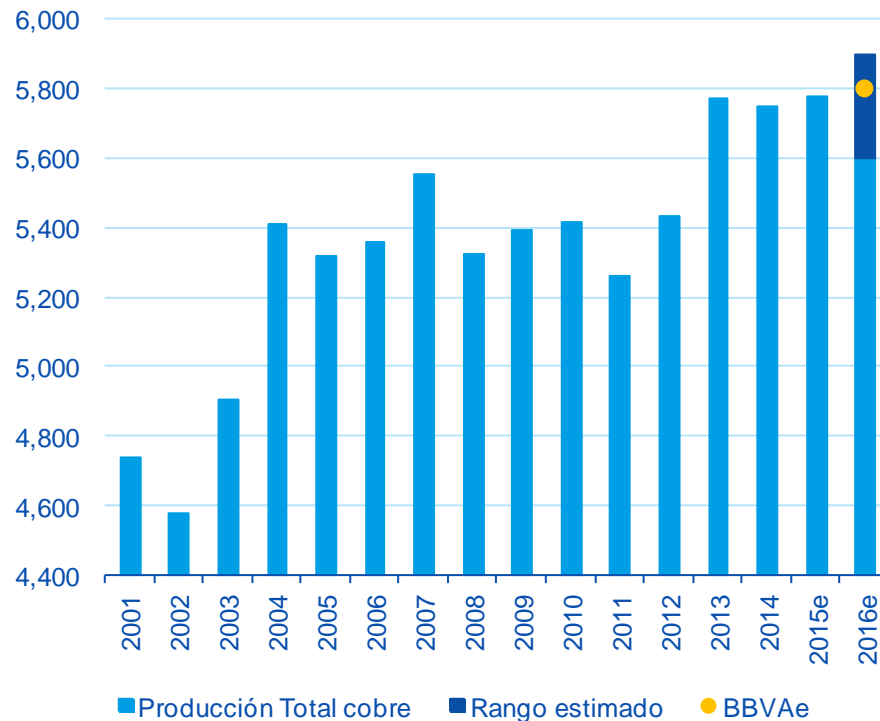
**IPoM: Ajuste en expectativas de crecimiento para el año de referencia en cada IPoM (porcentaje)\***



\*Ajustes entre diciembre del año anterior y diciembre del año en curso (5 ajustes por año). Barra transparente corresponde a estimación de ajuste de marzo 2016 que supone un rango de crecimiento del PIB para el año entre 1,5% y 2,5%. En marzo del 2015 el ajuste fue nulo respecto al IPoM de diciembre 2014.  
Fuente: BCCh, BBVA Research.

# Precio del cobre bajo US\$ 2 la libra motivaría recortes adicionales de la producción minera

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



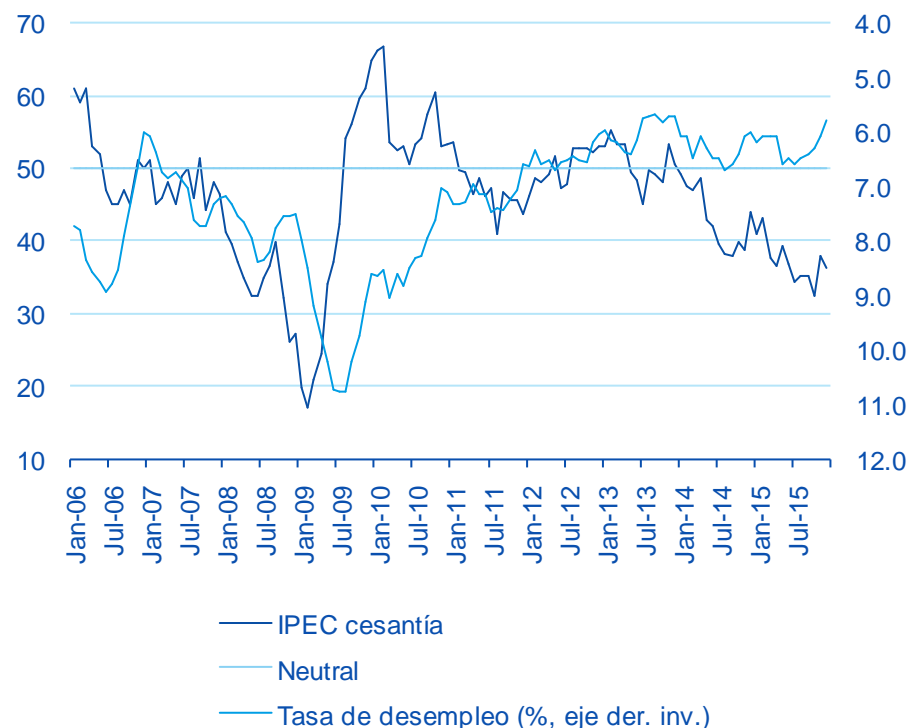
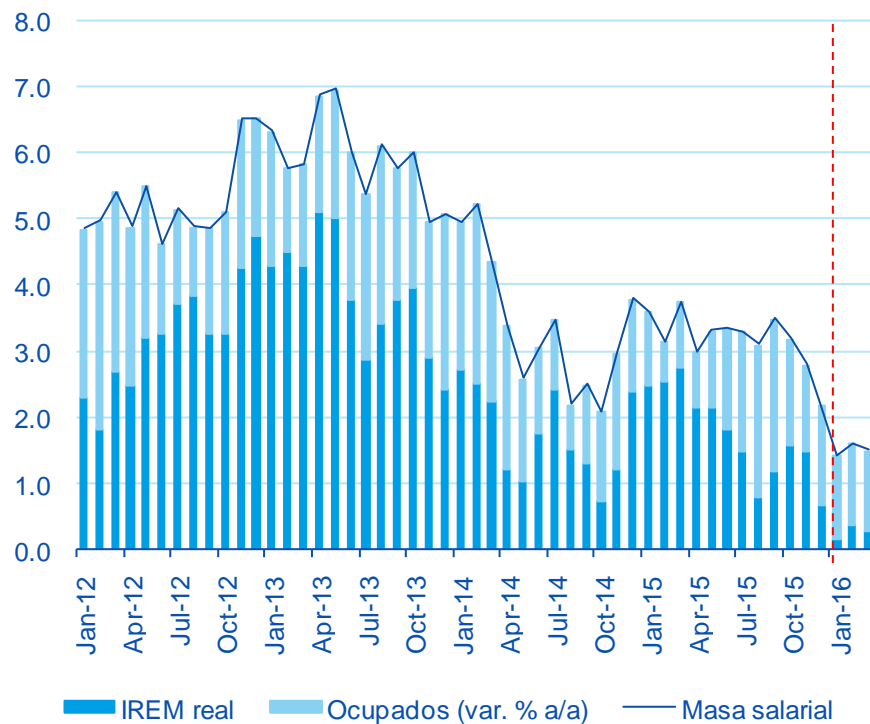
**Anuncios de recorte de producción**

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

# Inflación erosiona poder adquisitivo de los hogares y se suma deterioro de expectativas de empleo

Masa salarial por componentes (var. % a/a)\*

Tasa de desempleo e indicadores de confianza\* (% , índice)

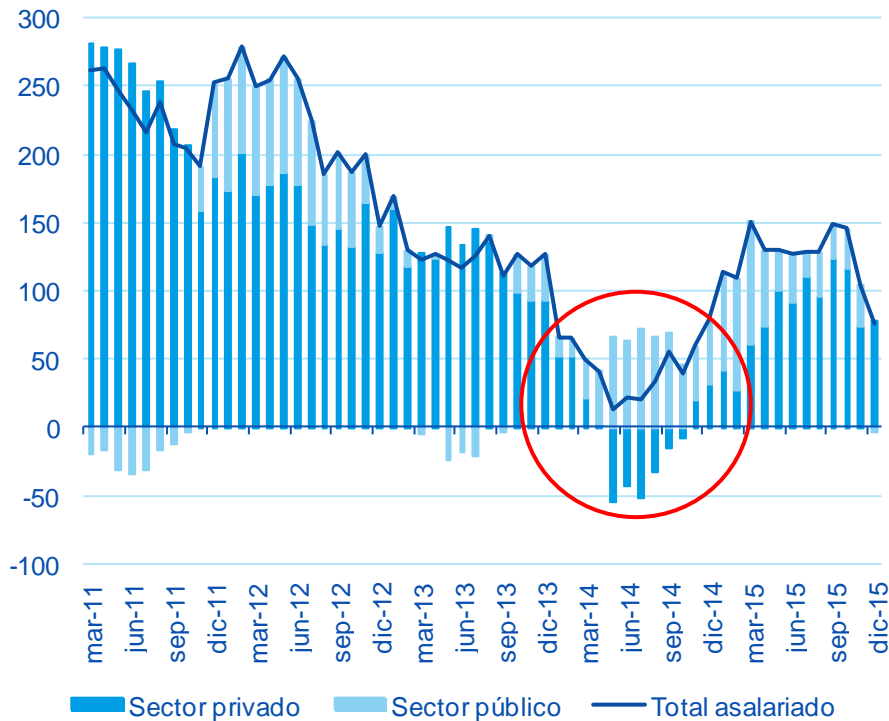


\*Información a partir de línea punteada corresponde a proyección.  
Fuente: BCCh, BBVA Research

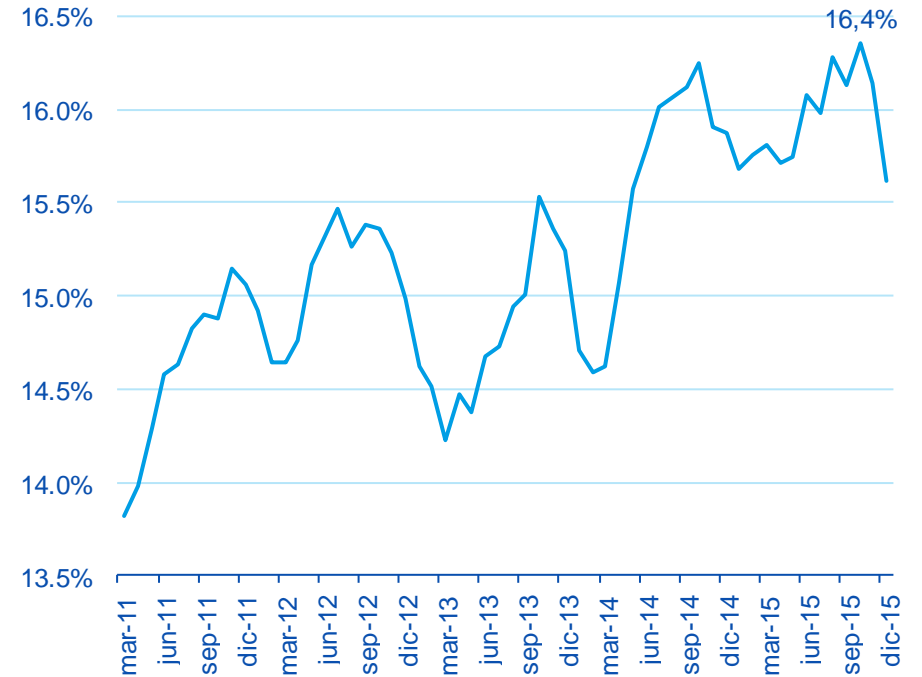
\*Desempleo Adimark corresponde a la expectativa respecto del nivel de desempleo ante la pregunta: ¿Cree que habrá más cesantía, aproximadamente la misma o menos cesantía que en la actualidad? El valor 0 indica máximo pesimismo y el valor 100 indica máximo optimismo. Fuente: INE, Adimark, BBVA Research

# Empleo público asalariado que fue importante en 2014-2015 comienza a perder fuerza

**Creación de empleo asalariado en 12 meses (miles de personas)**



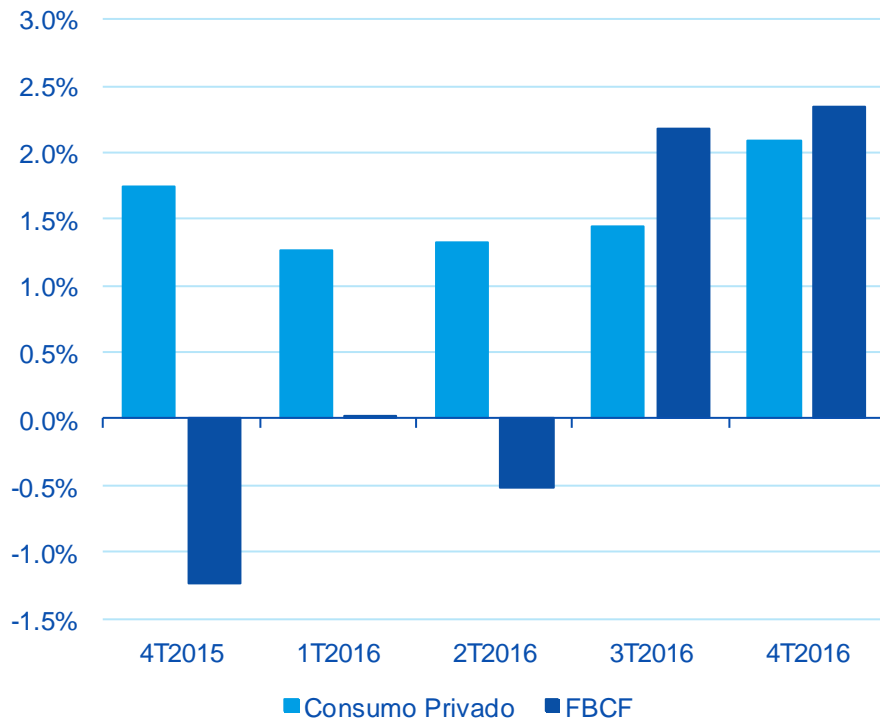
**Porcentaje de empleos públicos asalariados sobre el total de empleo asalariado**





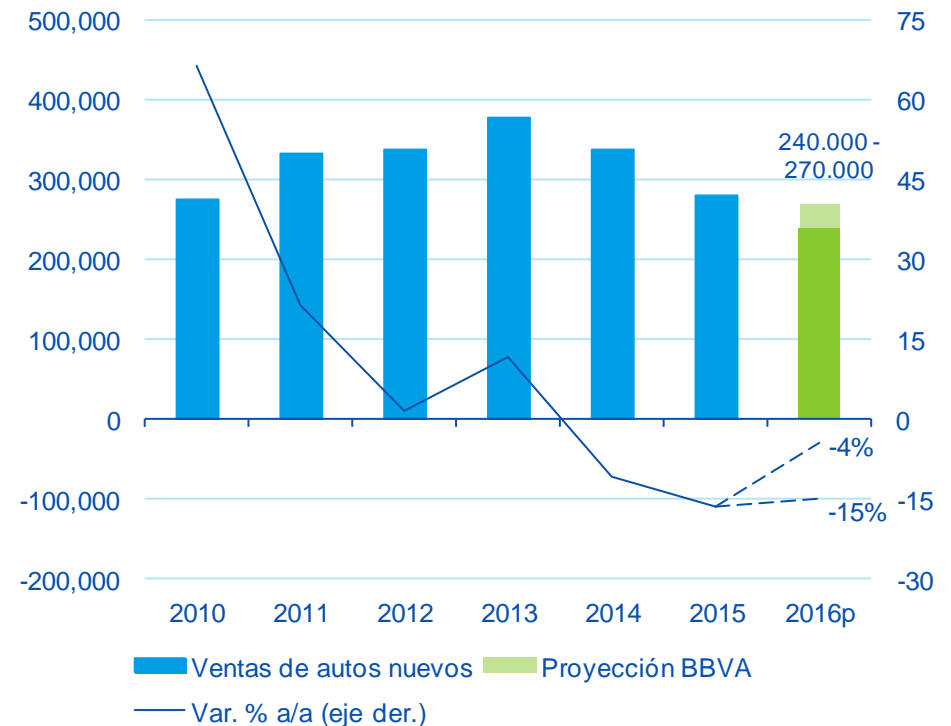
# Perspectivas de recuperación del consumo y la inversión se postergan a 2S16. Continuará el ajuste en el mercado de automóviles nuevos.

**Crecimiento anual del consumo privado e inversión total (var. a/a)**



Fuente: BBVA Research

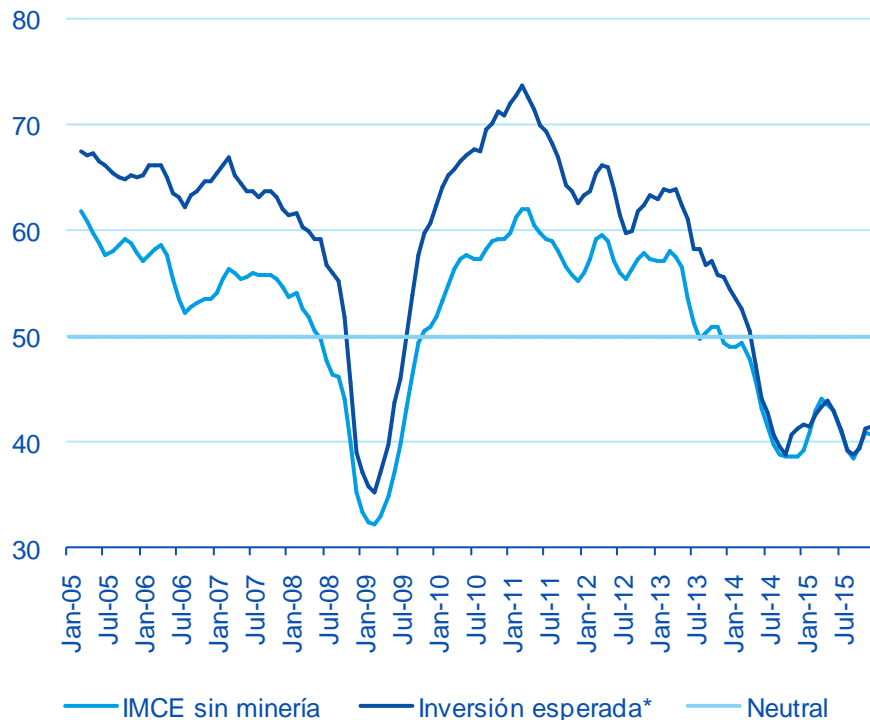
**Ventas de autos nuevos (unidades)**



Fuente: ANAC, BBVA Research

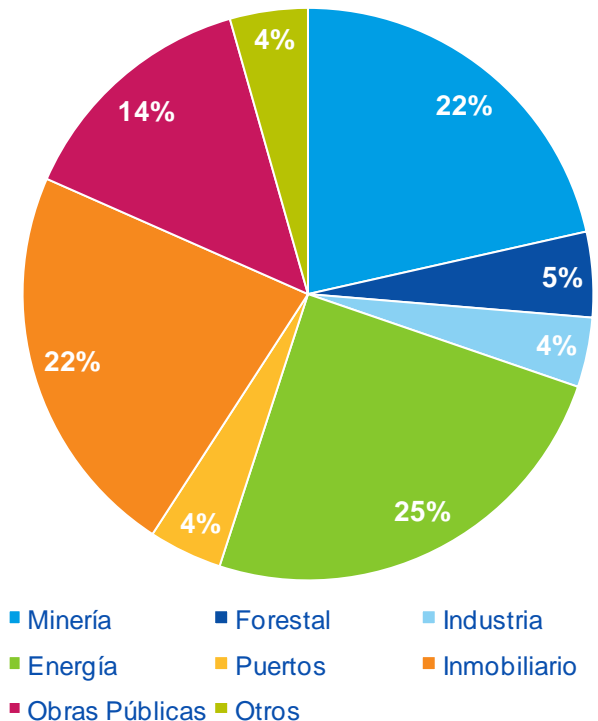
# Ciclo de baja inversión se prolonga y caída del cobre amenaza con hacerlo aún más extenso

**IMCE: Confianza empresarial e inversión esperada (índice, promedio móvil trimestral)**



\*Índice fue creado a partir del promedio simple de la inversión esperada del sector manufacturero y del comercio. Valor sobre (bajo) 50 puntos indica mayores (menores) inversiones a 3 meses. Fuente: BCCh, Icare, BBVA Research

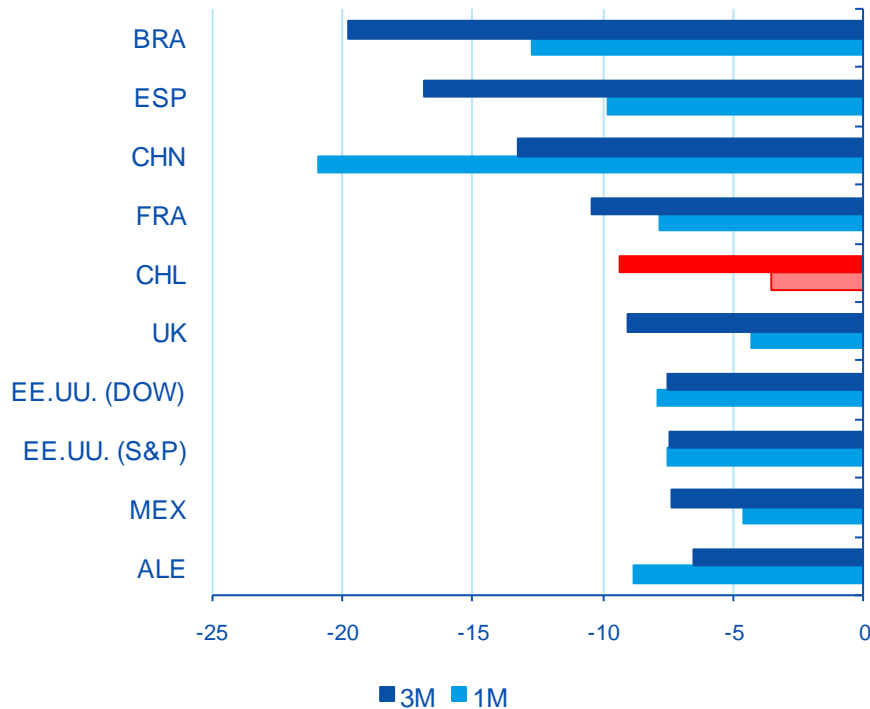
**Inversión privada a materializar por sectores periodo 2016-2019 (USD 38 MM)**



Fuente: CBC, BBVA Research

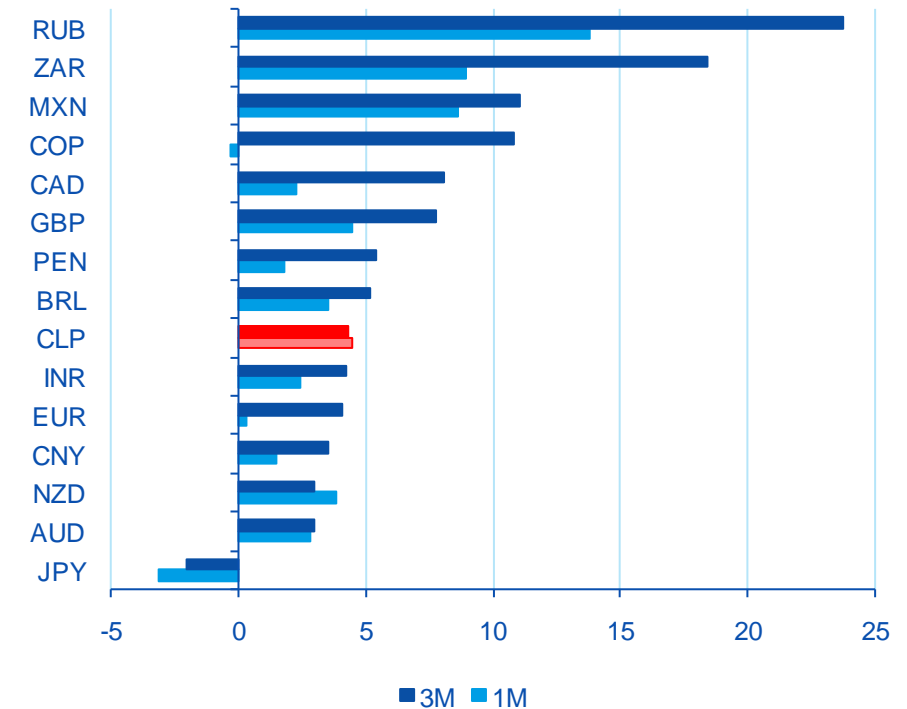
# Chile se posiciona bien frente al ajuste en los mercados financieros de inicios de año

Principales bolsas de valores del mundo (USD, var. %)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

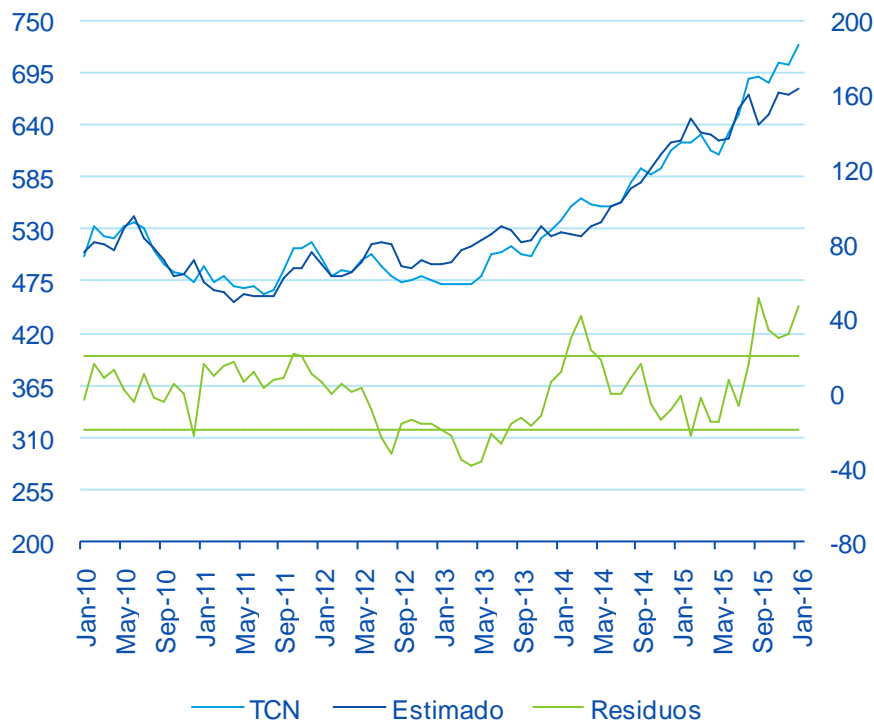
Paridades (moneda local por dólar, porcentaje)



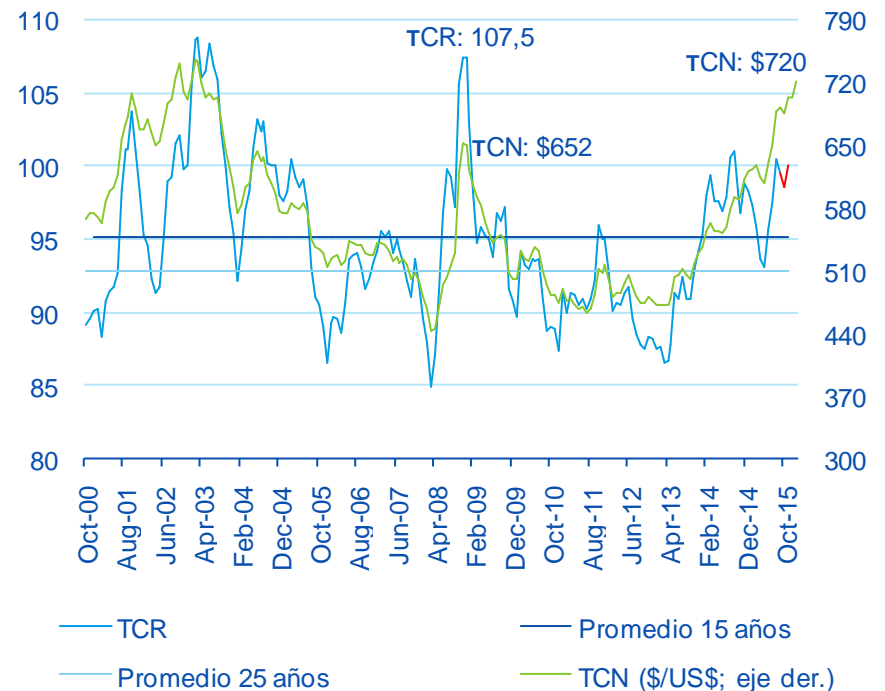
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

# CLP está alineado con sus fundamentales. Proyectamos una disminución acotada en el horizonte de proyección

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



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

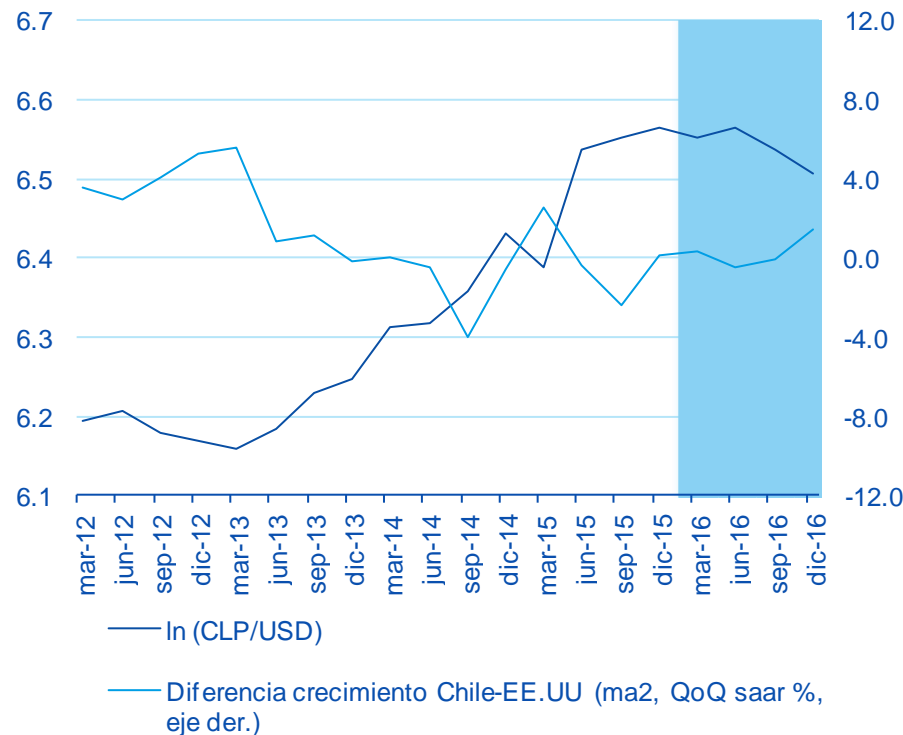


\*Modelo de determinación del Tipo de cambio nominal en base a evolución del Precio del cobre, Confianza empresarial, Dollar Index y el diferencial de tasas entre Chile y EE.UU. Fuente: BCCh, BBVA Research

Fuente: BCCh, BBVA Research

# Sin eventuales deterioros en factores externos, no habría justificación fundamental para ver mayor depreciación relevante del CLP

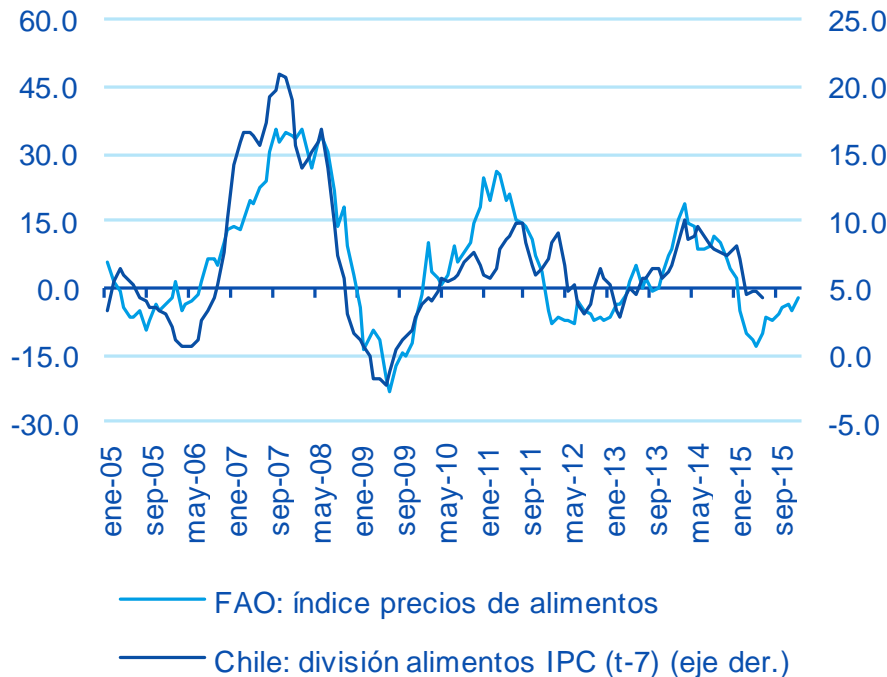
**Diferencial de crecimiento Chile vs EE.UU. y tipo de cambio nominal**



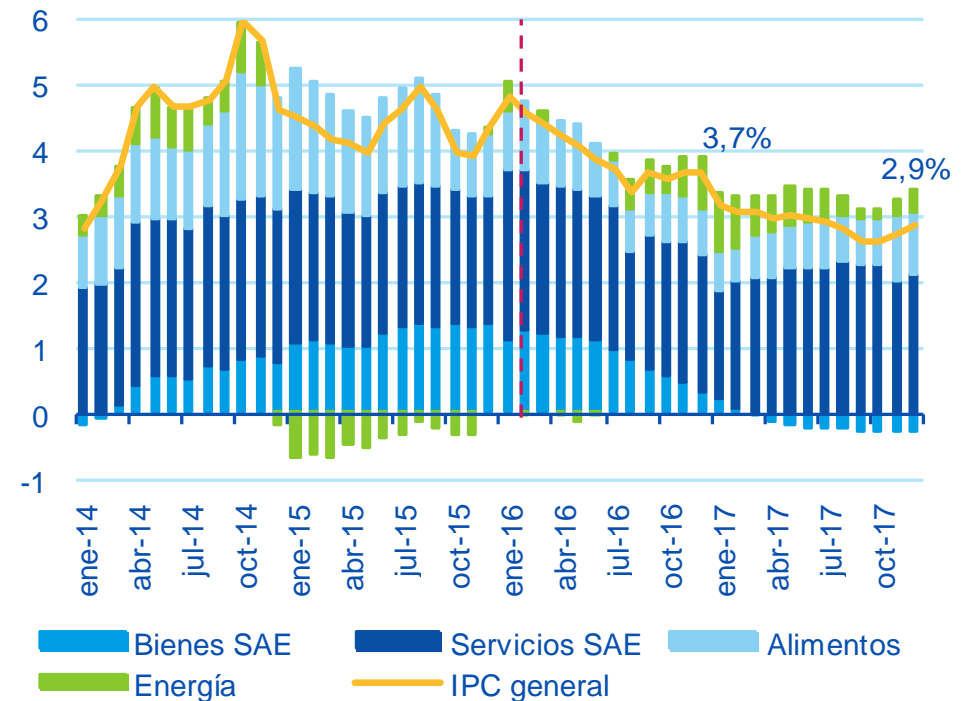
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

# Menores presiones cambiarias y de precios de alimentos contribuirán a convergencia inflacionaria

Precio de los alimentos (var. % a/a en pesos)

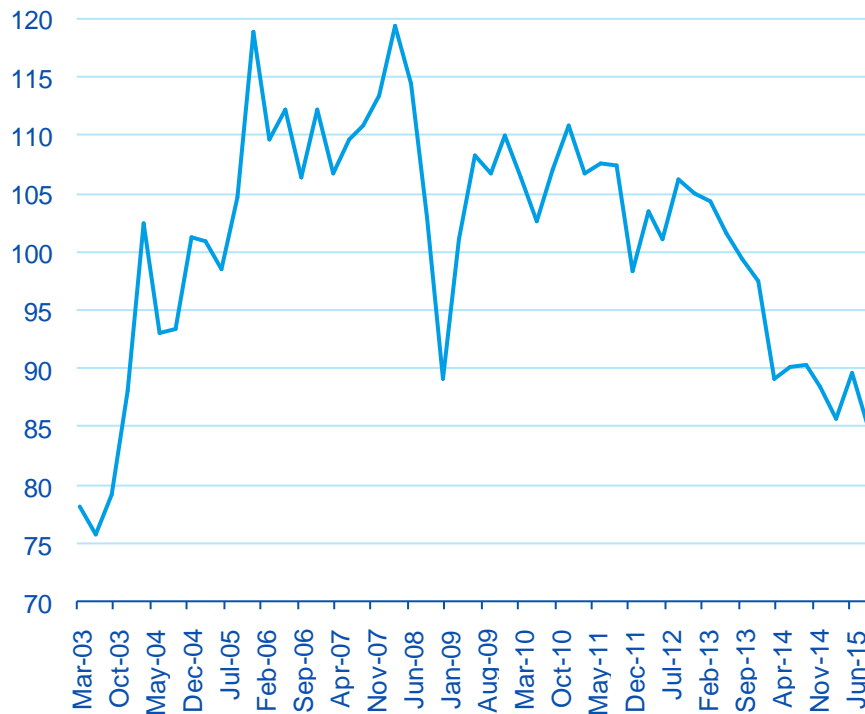


Inflación IPC por componentes (var. % a/a)

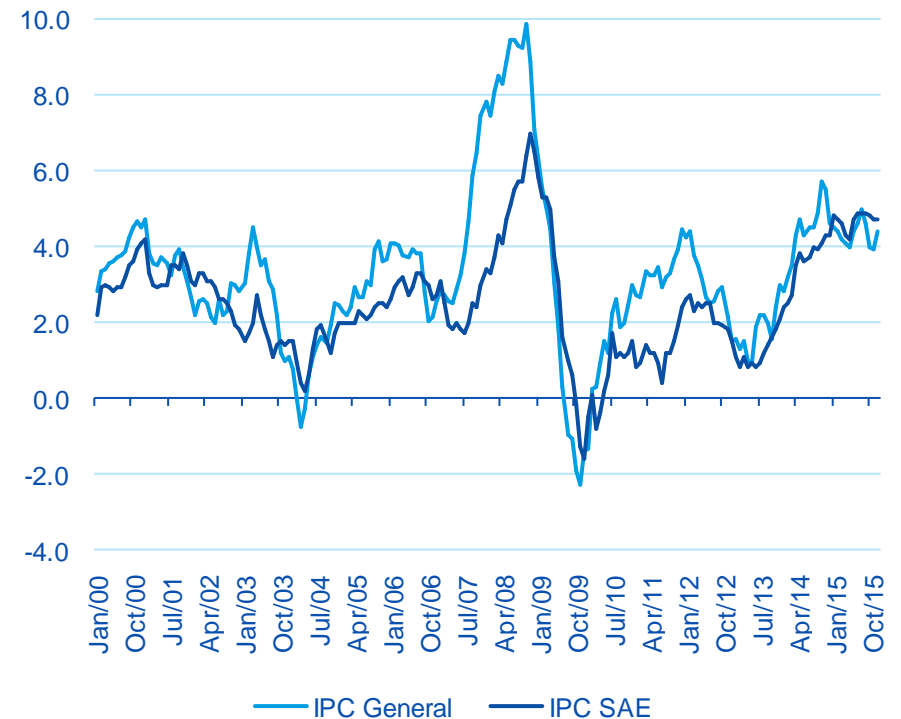


# ¿Riesgos inflacionarios? Márgenes se han ajustado. Inflación SAE sigue alta, pero ¿es un buen predictor de la inflación?

**Márgenes (índice promedio 2003-2015=100)\***



**Inflación total y subyacente (var. % a/a)**



\*El cálculo de los márgenes se hizo en base al ratio entre el IPCSAE de bienes y el valor en pesos chilenos de los bienes de consumo importados. Fuente: BCCh, BBVA Research

Fuente: BCCh, BBVA Research

...parecería que muy poco

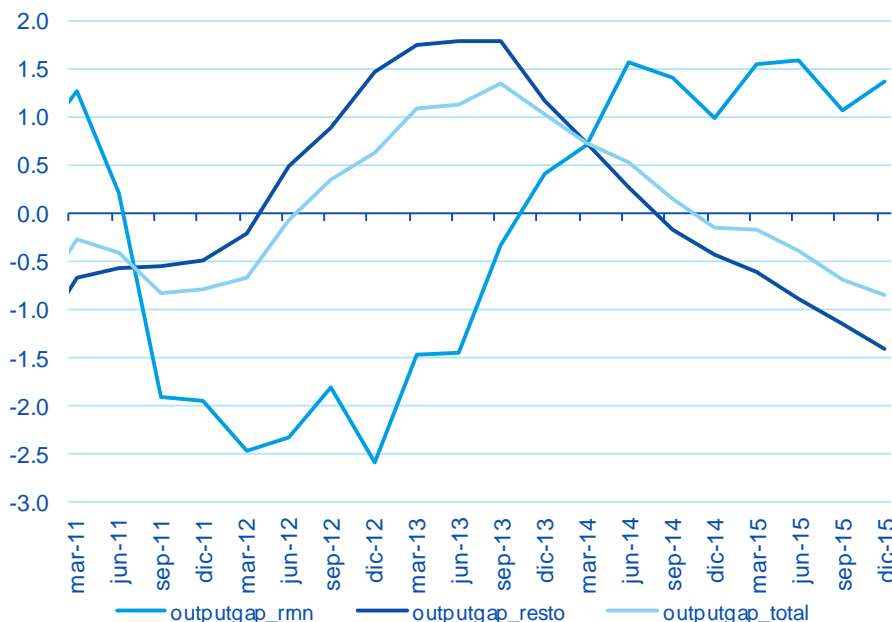
Tamaño de la ganancia	Porcentaje de países OECD con ganancia en predictividad			
	1 mes	12 meses	18 meses	24 meses
<b>Cualquier ganancia</b>	48%	55%	58%	67%
<b>Ganancia de 1% o más</b>	36%	42%	45%	42%
<b>Ganancia de 2% o más</b>	27%	27%	30%	33%
<b>Ganancia de 3% o más</b>	25%	22%	22%	31%
<b>Ganancia de 4% o más</b>	21%	21%	18%	24%
<b>Ganancia de 5% o más</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>

Fuente: "The Evasive Predictive Ability of Core Inflation", Documento trabajo de BBVA Research

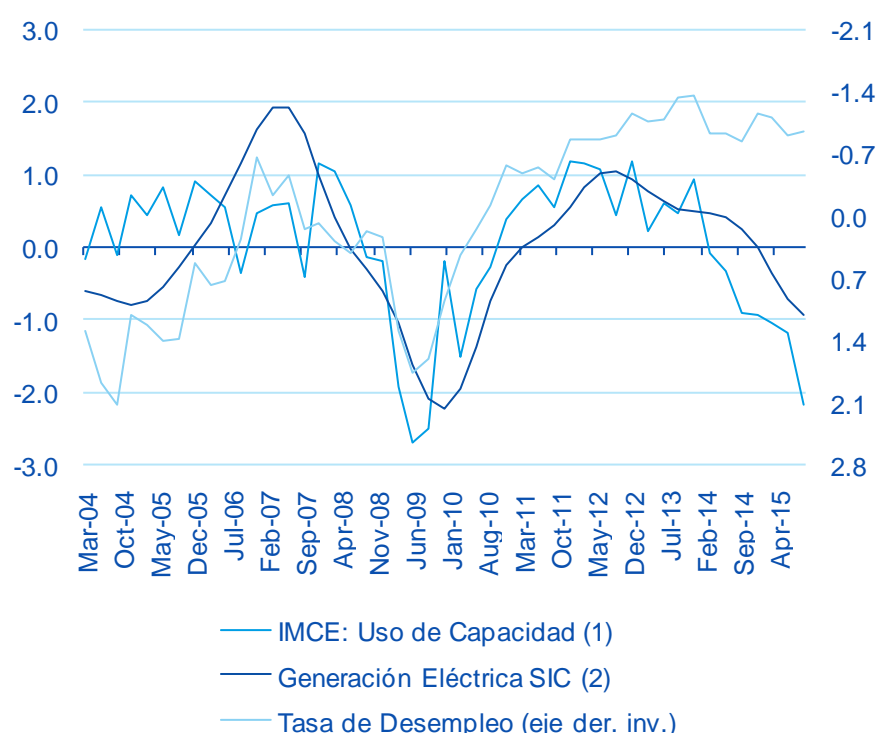


# Contrario a lo que muestran las cifras de desempleo, las holguras de capacidad se amplían

**Brechas de capacidad: PIB resto y recursos naturales (% PIB potencial)**



**Uso de Capacidad y Generación Eléctrica (series estandarizadas)**



\*Se asume tecnologías de producción Cobb-Douglas, en base participación de factores productivos consistentes con CCNN sectoriales.

Fuente: BBVA Research

(1) Considera solo sector Industrial. (2) Componente Cíclico que se obtiene de un *band-passfilter*, Christiano y Fitzgerald (2003). Estandarización hecha en base a normalización utilizando la media y desviación estándar de cada serie.

Fuente: CNE, BCCh, BBVA Research

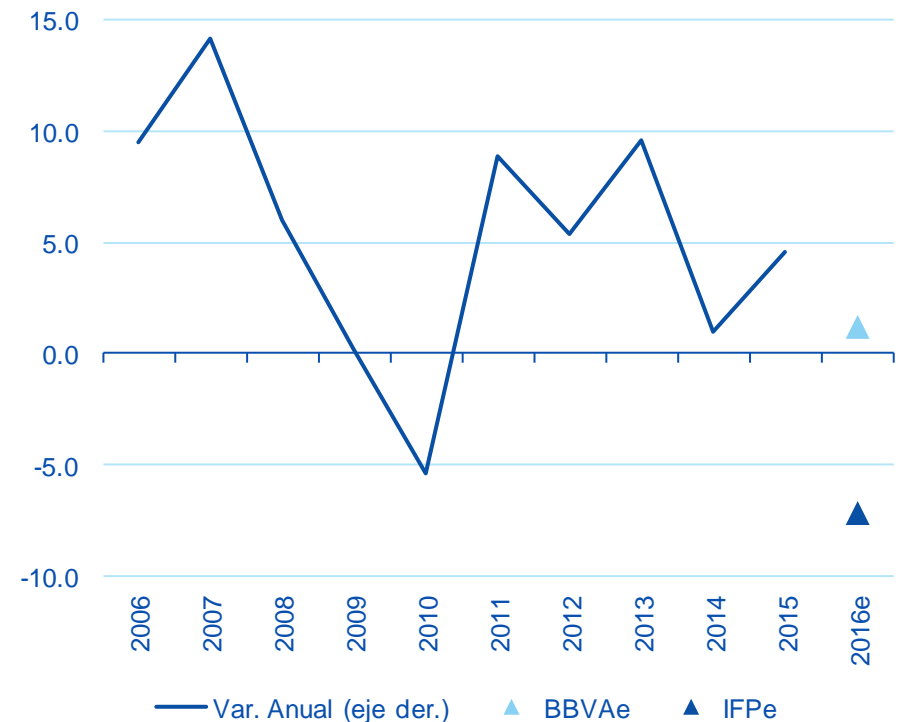
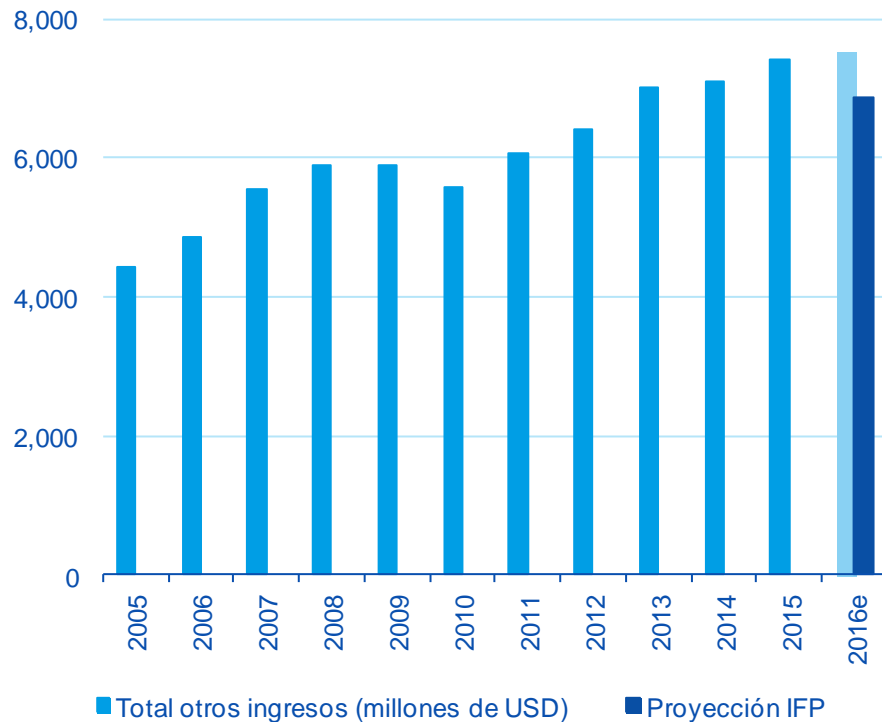
# Política Fiscal: Convergencia a balance estructural sin ajuste fiscal en 2016 deja poco espacio para crecimiento del gasto en 2017

## Proyección principales variables fiscales

	2016	2017	2018	2019	2020
PIB tendencial (var. a/a)	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Precio del cobre de referencia (USc/lb)	270	270	270	270	270
Meta de Balance Estructural (% del PIB)	-1,0	-0,8	-0,5	-0,3	0,0
Balance efectivo (% del PIB)	-3,3	-3,0	-2,4	-2,0	-1,2
<b>Crecimiento del gasto (var. a/a)</b>	<b>5,2</b>	<b>0,9</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>

# Al igual que en 2015, los ingresos fiscales podrían dar una nueva sorpresa positiva este año

Otros ingresos fiscales\*

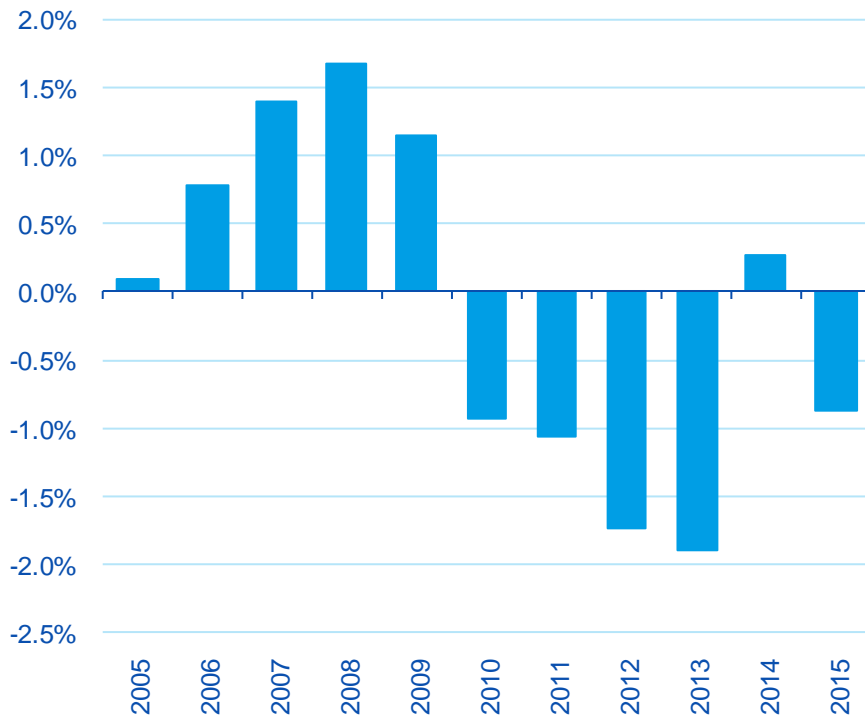


\*Incluyen imposiciones previsionales, donaciones, rentas de la propiedad, ingresos de operación y otros ingresos.

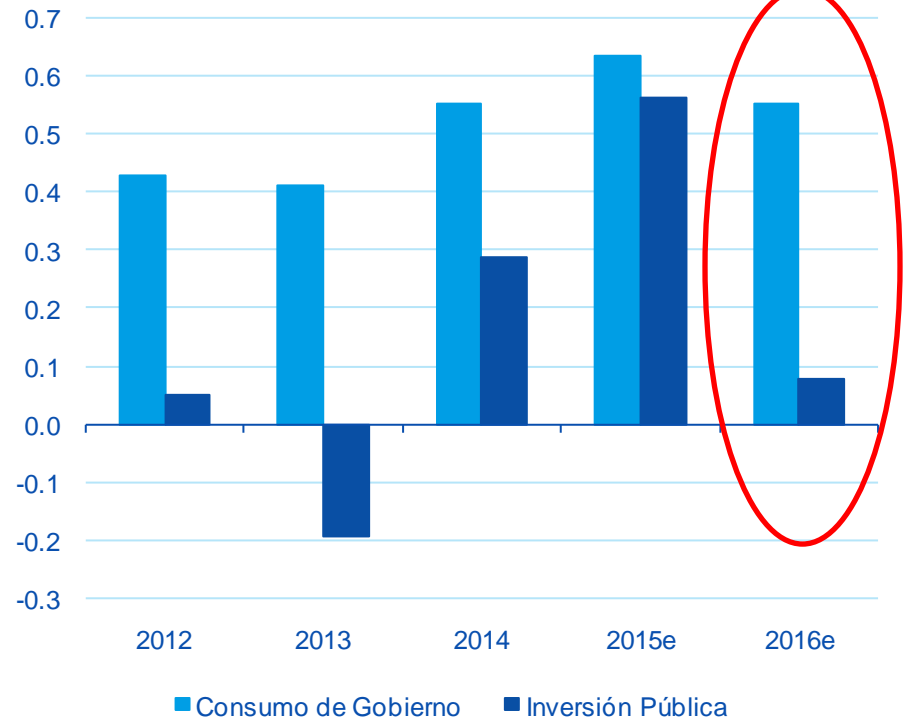
Fuente: Dipres, BBVA Research

# Contribución del gasto público al crecimiento se reduciría a la mitad este año

Diferencias en "Total Gastos" proyectado en septiembre vs efectivo\*



Incidencias en el crecimiento del PIB del consumo de gobierno y la inversión pública (pp)



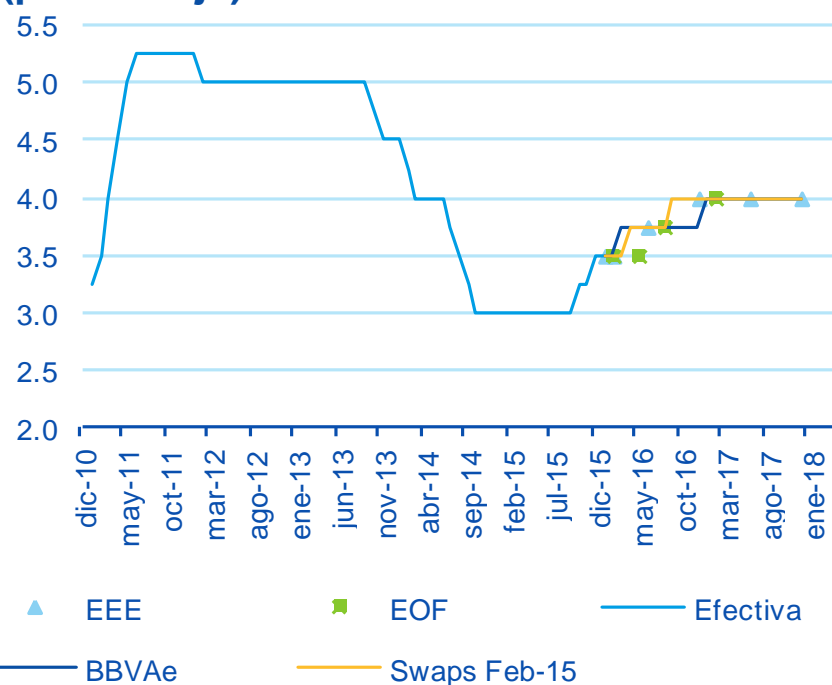
\*Se utiliza como información efectiva la anunciada en enero del siguiente año.

Fuente: Dipres, BBVA Research

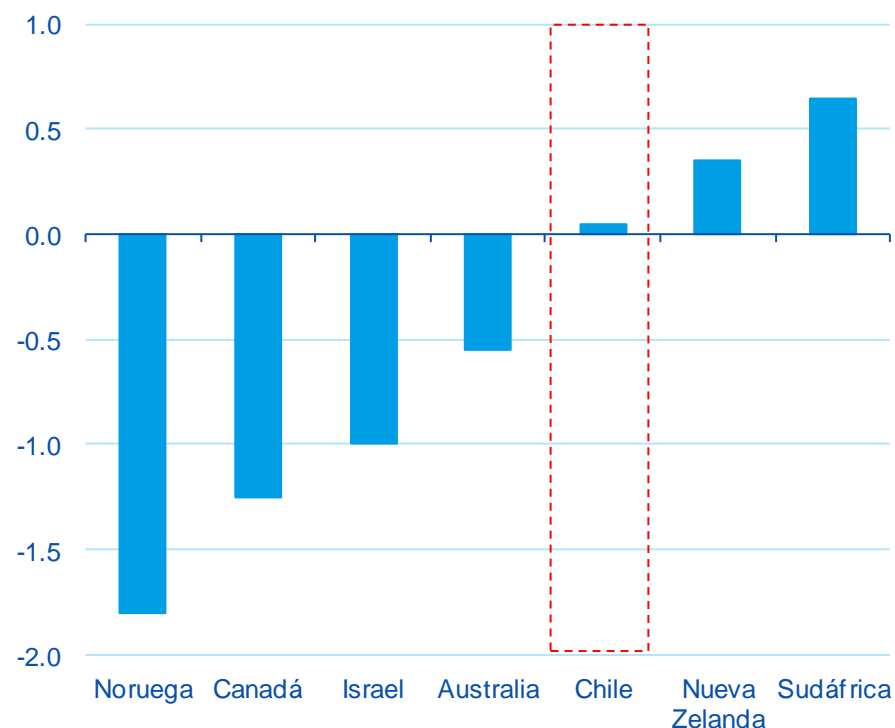
Fuente: Banco Central, BBVA Research

# Se agotan los espacios para seguir subiendo la TPM tras menores perspectivas de actividad e inflación

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



TPM real\* (%)



\*EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile con datos a enero de 2016.

EOF: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central de Chile con datos a la segunda semana de enero de 2016. Fuente: BCCh, Tradition, BBVA Research

\*Calculada como la TPM menos la inflación esperadas 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.

# En un escenario de ajuste brusco en China, la economía chilena entraría en recesión

## Escenario de riesgo para Chile bajo distintos escenarios de crecimiento de China (%)

Año 2016	Base (60%)	Base alternativo (30%)	Riesgo (10%)
PIB China (%)	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	<b>4,6</b>
PIB Chile (%)	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0</b>
Tipo de cambio (vs. USD, prom.)	712	735	785
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	3,0	2,5
TPM (% , fdp)	3,75	3,50	2,50

# ¿Cuál es la respuesta a las 3 preguntas?

¿Probabilidad de recesión?

La probabilidad de una recesión en Chile este año es baja, pero distinta de cero. Un escenario en que ocurriría sería en caso de un *hard landing* de China.

¿Se confirman las 2 alzas de la TPM este año? **No.**

Escenario externo se ha deteriorado

Menores precios de materias primas

Mayor costo de financiamiento

Internamente, menor crecimiento

Baja confianza y exp. de mayor desempleo

Condiciones de crédito

¿Es necesario un ajuste fiscal?

No es necesario para la convergencia del BE, aunque constituye una buena señal de responsabilidad fiscal, facilita discusión del Presupuesto 2017 y abre espacios para la PM.

# Previsiones económicas

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>PIB (% a/a)</b>	4,2	1,9	2,0	1,8 ↓	2,5 ↓
<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	3,0	4,6	4,4	3,7 ↓	2,9 ↓
<b>Tipo de cambio (vs, USD, fdp)</b>	529	613	704	695	651
<b>Tasas de interés (% fdp)</b>	4,50	3,00	3,50	3,75	4,00
<b>Consumo Privado (% a/a)</b>	5,9	2,2	1,7	1,5	2,3
<b>Consumo Público (% a/a)</b>	3,4	4,4	5,4	4,5	1,7
<b>Inversión (% a/a)</b>	2,1	-6,1	0,0	1,0	2,7
<b>Resultado Fiscal (% PIB)</b>	-0,6	-1,6	-2,2	-3,3	-3,0
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-3,7	-1,2	-1,4	-1,3	-0,3



1<sup>er</sup> TRIMESTRE

**2016**



Situación  
**Chile**