

# Situación Chile

## Primer trimestre 2014

Hermann González, Economista Principal

BBVA Research Chile - 12 de febrero de 2014

# Índice

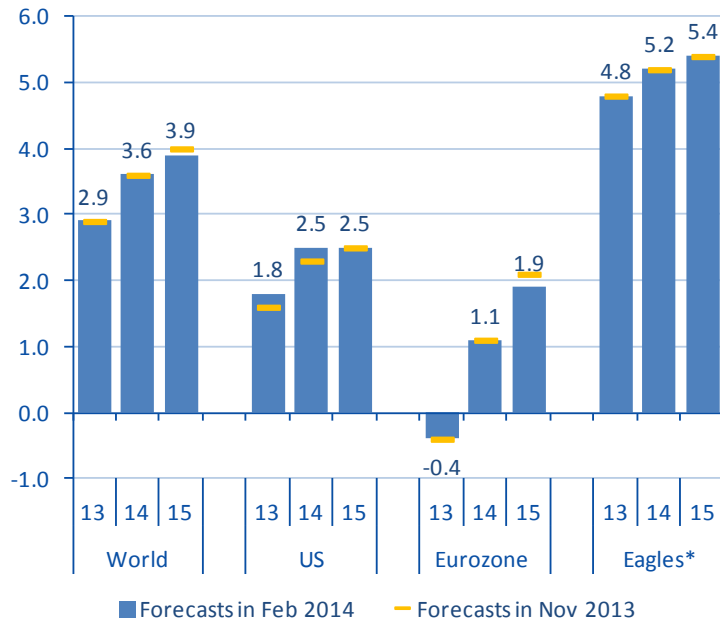
- 1 Entorno exterior: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados
- 2 Mercados financieros locales: impactos menores ante inicio del *tapering*.  
Tipo de cambio en un mercado proceso depreciativo
- 3 Chile: de menos a más en 2014 con PIB creciendo 4,0%  
Recuadro: Competitividad de las exportaciones de manufactura en Chile
- 4 Inflación sin presiones relevantes en 2014, pese a alzas de fines de 2013.
- 5 Cuenta corriente alcanza niveles sostenibles
- 6 Principales riesgos para la economía chilena: China y la Reforma Tributaria

# Entorno Exterior: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados

- 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



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

Fuente: BBVA Research



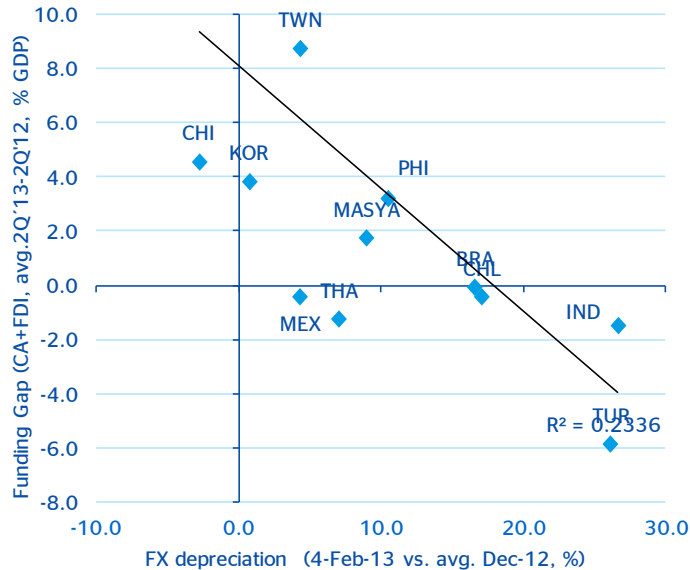
\*EAGLEs es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.

# Tapering puede complicar el panorama de algunas economías emergentes

- EE están enfrentando reducción de flujos de entrada de capital y depreciación de sus monedas.
- Tensiones recientes no alteran nuestras previsiones de crecimiento para el conjunto de EE, pero sí suponen un riesgo bajista especialmente en economías con mayor peso en carteras de inversionistas globales y con vulnerabilidades (Turquía, Brasil, Indonesia, India)

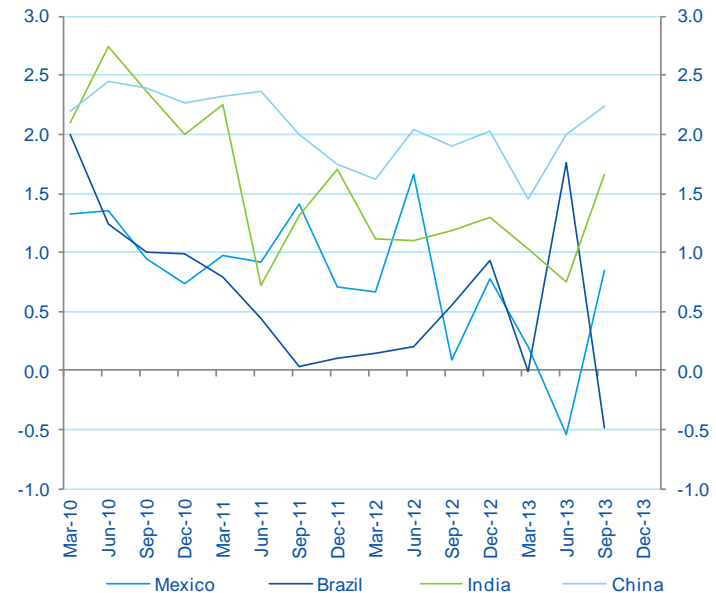
Depreciación del tipo de cambio (%) y brecha de financiamiento externo (CC+Balance IED, % del PIB)

Fuente: BBVA Research en base a EPFR data



Crecimiento del PIB en economías emergentes (% t/t, corregidos por estacionalidad)

Fuente: BBVA Research y Haver Analytics



# Índice

- 1 Entorno exterior: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados
- 2 Mercados financieros locales: impactos menores ante inicio del *tapering*.  
Tipo de cambio en un mercado proceso depreciativo
- 3 Chile: de menos a más en 2014 con PIB creciendo 4,0%  
Recuadro: Competitividad de las exportaciones de manufactura en Chile
- 4 Inflación sin presiones relevantes en 2014, pese a alzas de fines de 2013.
- 5 Cuenta corriente alcanza niveles sostenibles
- 6 Principales riesgos para la economía chilena: China y la Reforma Tributaria

# La acelerada pero bienvenida depreciación del CLP...

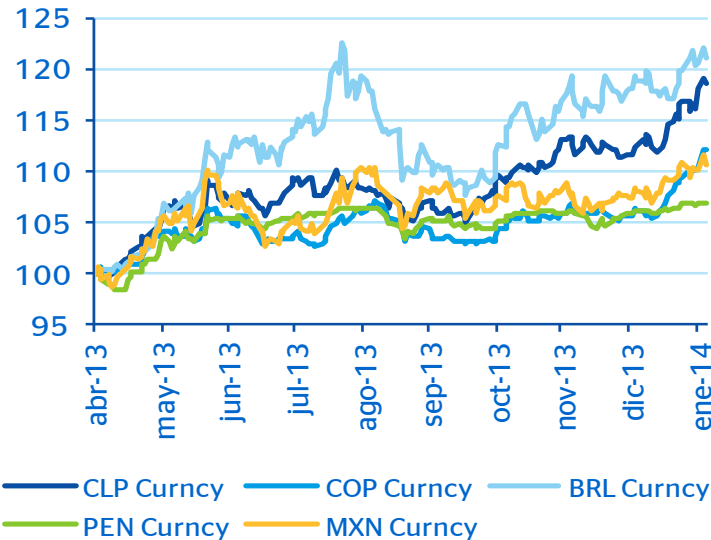
- Esperábamos una depreciación del peso este año (pero nos sorprendió la velocidad):
  1. Menor diferencial de tasas de interés con EE.UU.
  2. Menores términos de intercambio (precio del cobre)
  3. Desaceleración de la economía
- Sabemos que el tipo de cambio sobrerreacciona en el corto plazo y algo de esa sobrerreacción es lo que estamos viendo hoy.
- El tipo de cambio ha alcanzado niveles superiores a los explicados por sus determinantes fundamentales.
- La depreciación es bienvenida por su impacto positivo en la industria exportadora local, en un momento en que el crecimiento es débil.
- Factores que contendrán depreciaciones adicionales en 2S14:
  1. Liquidación de dólares del fisco
  2. Mejoras en las perspectivas de crecimiento de la economía

# 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 o incluso leves apreciaciones. 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



**TCN y Carry Trade**  
(\$/USD, MM de USD)

Fuente: BCCy y BBVA Research

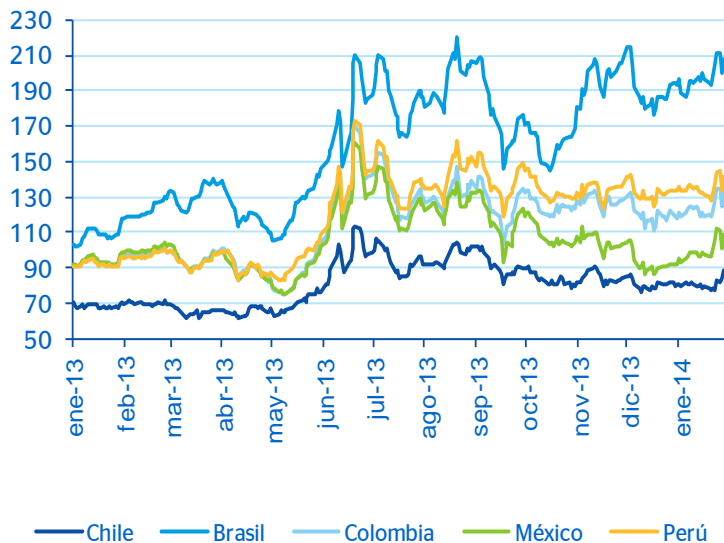


# Tasas largas se ajustan a la baja desde inicios de año

- Durante los últimos dos meses se han observado castigos adicionales al riesgo país -medido por el *credit default swap* (CDS)- en Chile, 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. También contribuyó anuncio del BCCH de nula emisión de papeles largos.

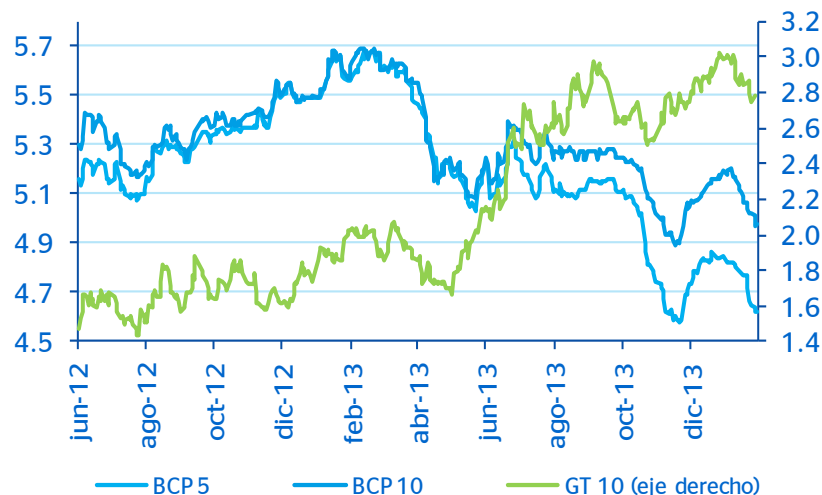
**Credit Default Swap Latam 5 años (Puntos base)**

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



**Tasas de interés nominales y US Treasury (%)**

Fuente: BCCh y BBVA Research





# Emisión de deuda LP: nula oferta del BC y menores montos en UF

- Oferta de instrumentos soberanos quedó en manos de la Tesorería, que ha privilegiado instrumentos nominales versus indexados a la inflación.
- Nueva composición es acorde con los esfuerzos de nominalización de la autoridad, apoyan una contención del traspaso de alzas en las tasas de interés externas, y permiten una mayor transmisión de las bajas en la tasa de política monetaria hacia la parte media y larga de la curva de rendimiento.

Tabla 1  
Oferta de instrumentos de renta fija soberanos

	2012	2013	2014
Oferta total pesos y UF (millones USD)			
Tesorería	5.704	4.112	6.007
Banco Central	3.968	3.471	-
Ratios (porcentaje)			
BCCh/Tesorería	70	84	0
BCCh/Total	41	46	0
\$/UF	54	63	120
\$/UF BCCh	89	76	-
\$/UF Tesorería	37	53	120

Fuente: BCCh, BBVA Research

# Índice

- 1 Entorno exterior: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados
- 2 Mercados financieros locales: impactos menores ante inicio del *tapering*.  
Tipo de cambio en un mercado proceso depreciativo

- 3 Chile: de menos a más en 2014 con PIB creciendo 4,0%

Recuadro: Competitividad de las exportaciones de manufactura en Chile

- 4 Inflación sin presiones relevantes en 2014, pese a alzas de fines de 2013.
- 5 Cuenta corriente alcanza niveles sostenibles
- 6 Principales riesgos para la economía chilena: China y la Reforma Tributaria

# 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.
- Confianza empresarial ha disminuido, pero en el agregado se mantiene en niveles neutrales. Optimismo de minería y comercio compensado con pesimismo de industria y construcción.

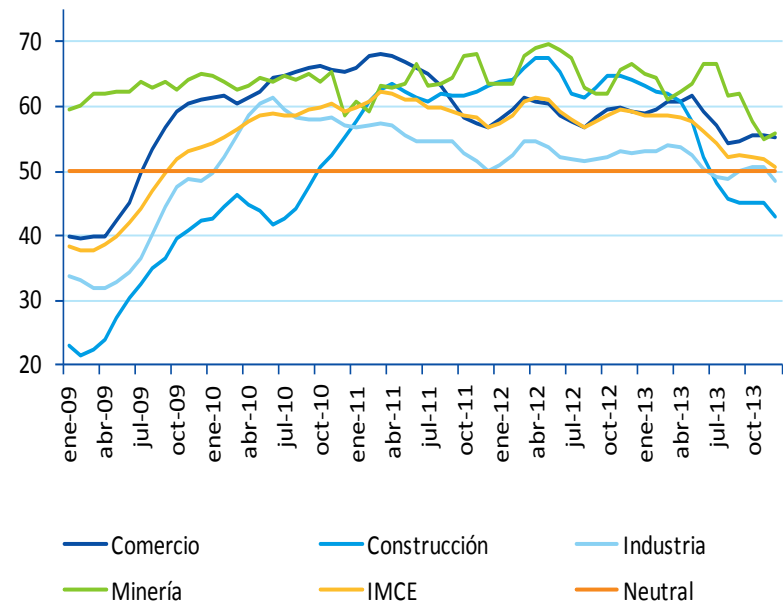
## Catastro de Inversión (Millones de USD)

Fuente: CBC y BBVA Research



## Expectativas Empresariales (Promedio móvil trimestral)

Fuente: BCCh y BBVA Research



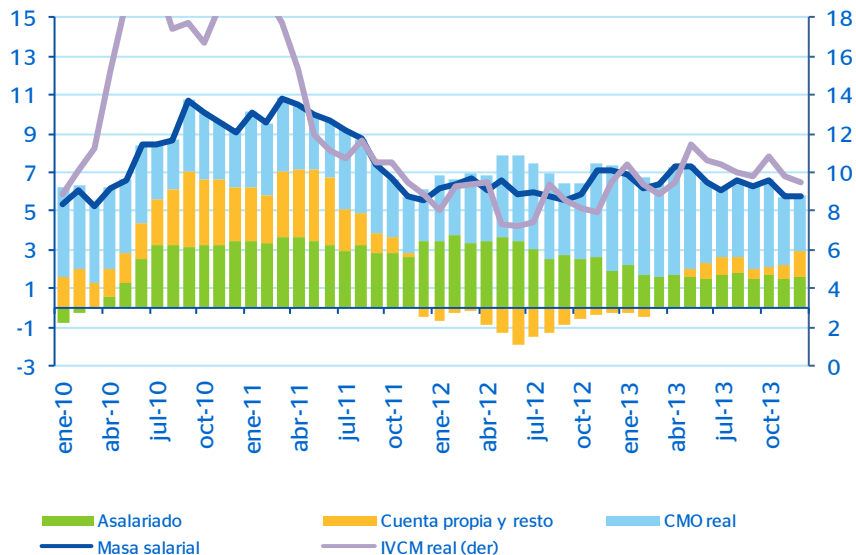
	2013	2013-2017	
Escenario Pesimista	80%	40%	Construcción+Terminados
Escenario Probable	92%	63%	Ing. Detalle + Construcción + Terminados

# 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.

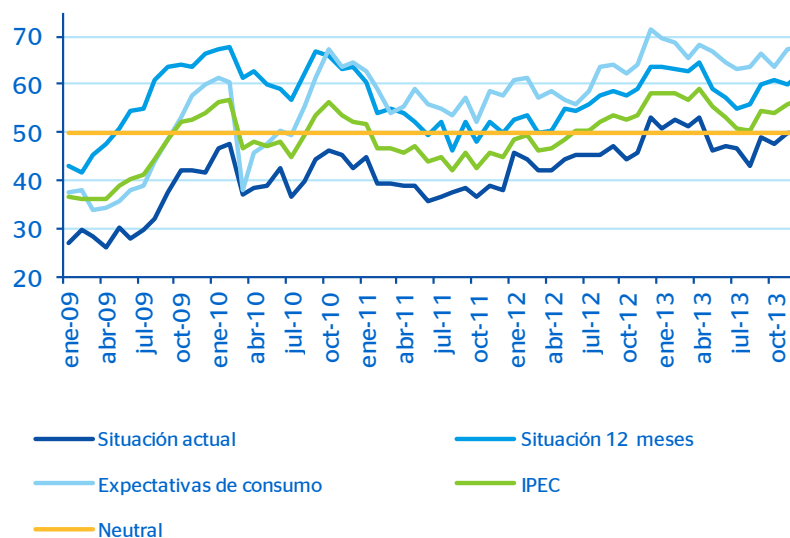
Masa salarial y ventas minoristas (Variación anual, porcentaje)

Fuente: INE y BBVA Research



Confianza de consumidores (Índice)

Fuente: BCCh y BBVA Research

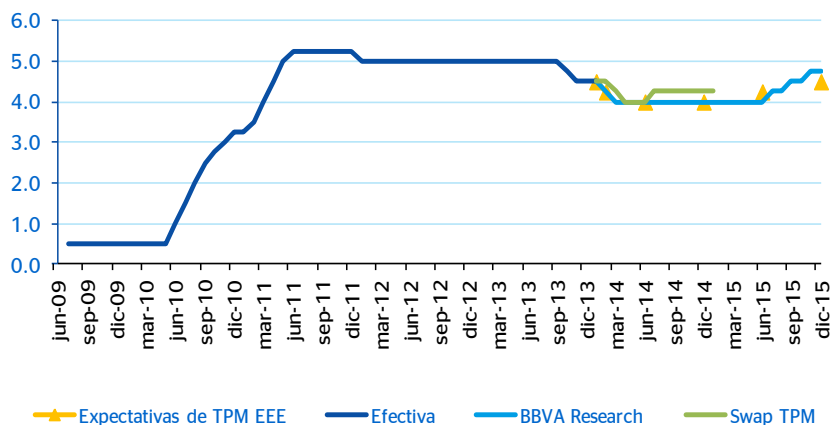


# Impulso monetario y fiscal contribuirán al crecimiento en 2014

- Proyectamos que la TPM llegará a 4% este año. De esta forma se habrá inyectado un estímulo monetario de 100 pb que contribuirá al crecimiento del consumo, de la inversión y de las exportaciones (vía depreciación cambiaria)
- Gasto público crecerá más de 6% 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.

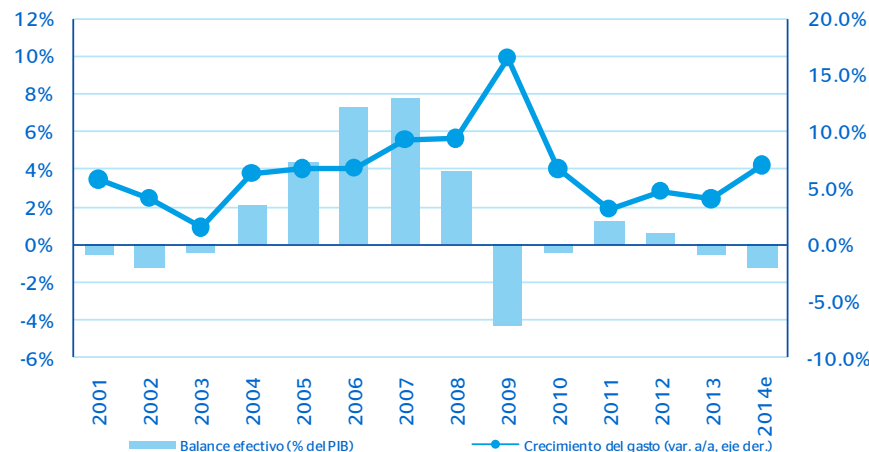
**TPM efectiva y proyecciones (%)**

Fuente: Bloomberg y BBVA Research



**Crecimiento del gasto público y balance fiscal**

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research



# Gobierno tendrá mayores ingresos estructurales y espacios para gasto en 2014

- Si bien crecimiento de la actividad y de la demanda serán menores a los supuestos por el gobierno, este efecto será más que compensado por el mayor tipo de cambio previsto para este año.
- A diferencia del PIB efectivo que conceptualmente no afecta los ingresos estructurales, el tipo de cambio tiene un impacto directo e importante, aumentando los ingresos del Fisco y sus espacios de gasto.

## Supuestos Macroeconómicos e ingresos fiscales 2014

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

	Ministerio de Hacienda	BBVA Resarch
PIB (var. a/a, %)	4.9	4.0
Demanda interna (var. a/a, %)	5.4	4.5
Inflación promedio (%)	3.0	2.9
Tipo de cambio promedio (\$ por dólar)	522	548
Precio del cobre promedio (cent de dólar la libra)	325	314
Menor recaudación efectiva respecto a Minhda (% del PIB)	-	<b>0.1</b>

# Mayor tipo de cambio más que compensa optimismo en supuestos de PIB y D.Interna

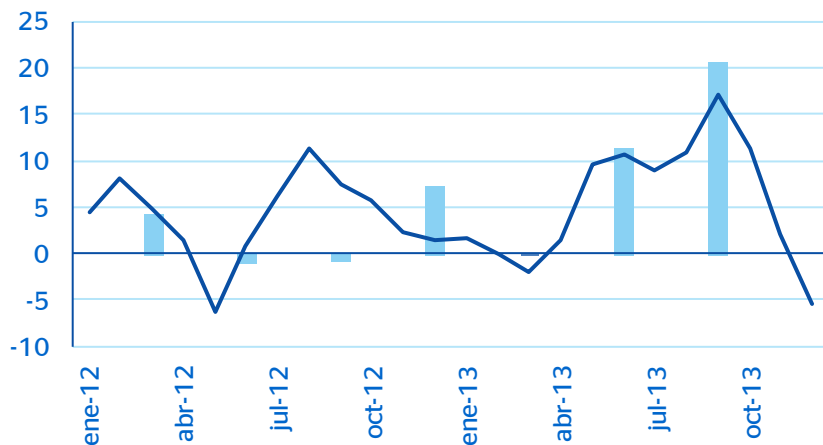
- Presupuesto del año 2014 suponía crecimiento del gasto público de 3,9% con los supuestos presentados en la lámina anterior.
- Relevante subejecución de gasto en 2013 incrementará esta cifra sobre 5% (Efecto base)
- El mayor tipo de cambio proyectado para este año generará el equivalente a 0,3% del PIB (cerca de US\$ 900 millones) de mayores ingresos estructurales que podrán destinarse a gasto (o a capitalizar Codelco, por ejemplo).
- Los espacios de gasto se verán incrementados también si:
  - En 2014 la Reforma Tributaria empieza a recaudar (por ejemplo T&E)
  - Gobierno decide darse una mayor holgura fiscal el primer año, con un mayor déficit estructural.
- En definitiva, considerando que el gobierno entrante no subejecutará, vemos altamente probable que el gasto crezca sobre 6% este año, a su mayor ritmo desde 2010.

# En 4T13 se habría iniciado un proceso de normalización de existencias que continuará en 2014

- En 2T13 y 3T13 crecimiento caída de inventarios fue explicada (y contrarrestada) por aumento de exportaciones mineras. Estimamos que esto no se repitió en 4T13.
- Acorde con nuestras proyecciones de crecimiento de la demanda interna y tasas de interés, veremos en el transcurso de 2014 un proceso gradual de normalización de las existencias como porcentaje del PIB, alcanzando niveles cercanos a sus promedios históricos en 2015.

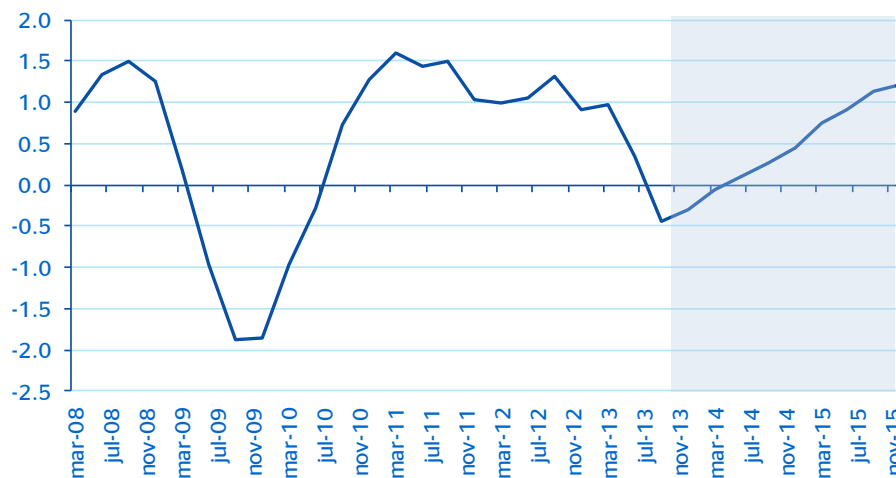
**Crecimiento de las exportaciones de cobre (%)**

Fuente: BCCh y BBVA Research



**Variación de Existencias a PIB (%)**

Fuente: BCCh y BBVA Research



■ Exportaciones reales CCNN

— Exportaciones reales estimadas\*

\* Estimadas como la diferencia entre el crecimiento de las exportaciones en dólares y la variación del precio del cobre

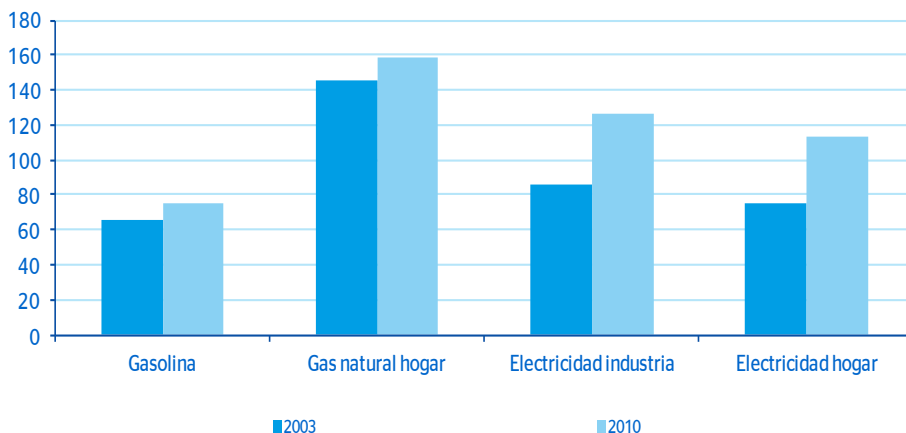


# Recuadro: competitividad de las exportaciones de manufacturas en Chile

- Durante los últimos cinco años la industria chilena ha visto reducida su competitividad. Las principales razones: menor tipo de cambio y aumentos de costos laborales y de energía.
- La reciente depreciación del peso es una buena noticia para el sector industrial, más aun en un contexto de madurez del ciclo de inversiones en minería, que hará que las inversiones se vuelquen a sectores más rezagados.
- Desafíos: reducción de costos energéticos y avances en infraestructura logística.

**Precios de energía en Chile (Dólares a TC de mercado, índice precio mediana OCDE=100)**

Fuente: Agencia Internacional de Energía y BBVA Research



**Índice de competitividad industrial agregada**

Fuente: INE, BCCh y BBVA Research



# No compartimos visiones más pesimistas para el crecimiento en 2014

## Indicadores que nos llevan a ser optimistas:

- Mayor crecimiento mundial
- Política monetaria y fiscal expansivas
- Mercado laboral (empleo y salarios)
- Confianza de consumidores
- Exportaciones (particularmente con alza del tipo de cambio)
- Inflación
- Colocaciones

## Variables a monitorear:

- Caída de importaciones de bienes de capital. Vinculada a minería y transporte, pero con fuerte recuperación en energía.
- Confianza de empresarios (IMCE). Es un indicador coincidente, sin capacidad predictiva. Puede estar reflejando cifras de actividad en 4T13, cambio de gobierno, RT.
- Edificación menos dinámica y ventas estables, pero con retrocesos interanuales. Efecto de advertencias del Banco Central y término de reconstrucción.
- Condiciones de crédito más restrictivas, especialmente a inmobiliarias. Más allá de la encuesta del BC, los bancos continúan con fuertes campañas de créditos hipotecarios y de consumo.

# Índice

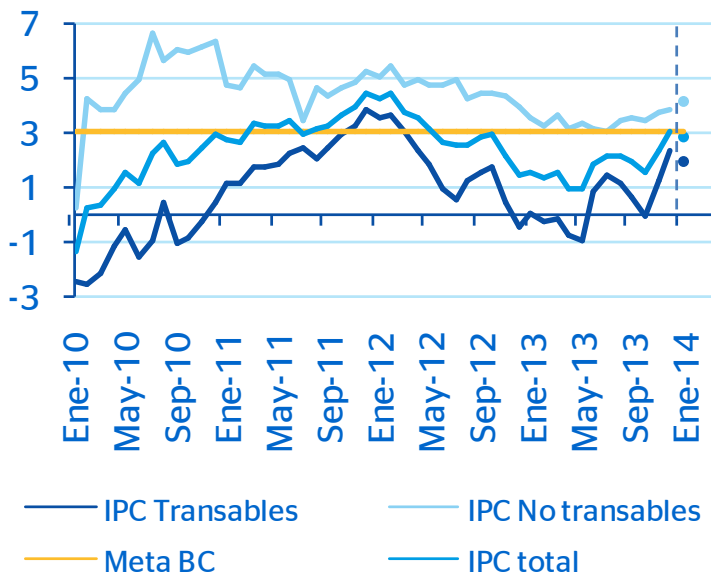
- 1 Entorno exterior: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados
- 2 Mercados financieros locales: impactos menores ante inicio del *tapering*.  
Tipo de cambio en un mercado proceso depreciativo
- 3 Chile: de menos a más en 2014 con PIB creciendo 4,0%  
Recuadro: Competitividad de las exportaciones de manufactura en Chile
- 4 Inflación sin presiones relevantes en 2014, pese a alzas de fines de 2013.
- 5 Cuenta corriente alcanza niveles sostenibles
- 6 Principales riesgos para la economía chilena: China y la Reforma Tributaria

# Depreciación cambiaria y cambios metodológicos aceleraron la inflación en 2S13

- 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.
- Solo entre junio y diciembre el IPC transables acumuló un alza de 2,9 puntos porcentuales.

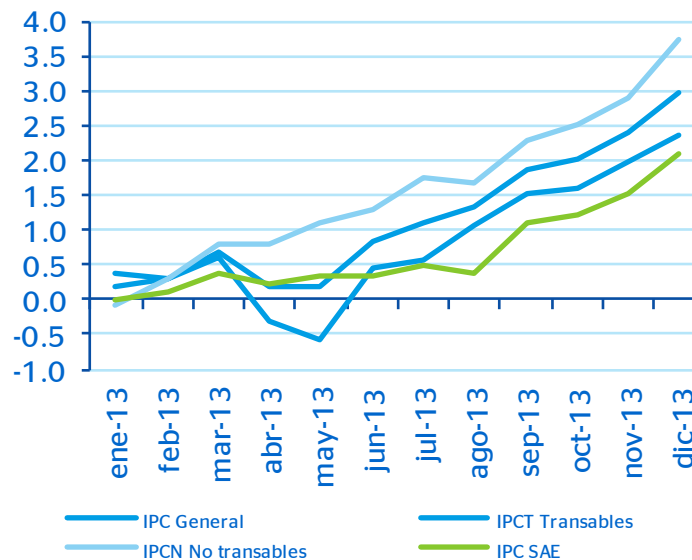
Medidas de inflación (a/a, %)

Fuente: INE y BBVA Research



Inflación acumulada en 2013

Fuente: INE y BBVA Research

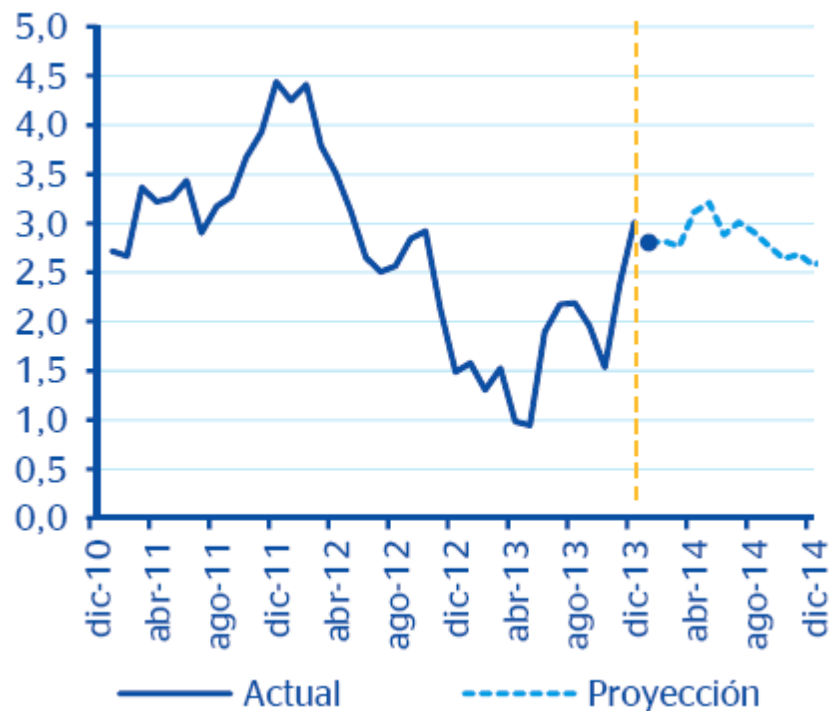


# Mantenemos proyección de inflación de cierre de año en 2,6% a/a

- Inflación se mantendrá contenida en 2014 como consecuencia de ampliación de brechas de capacidad, menores presiones salariales, traspaso acotado a inflación de la depreciación del tipo de cambio e inflación internacional contenida

Inflación efectiva y proyecciones (Var a/a, %)

Fuente: INE y BBVA Research



# Índice

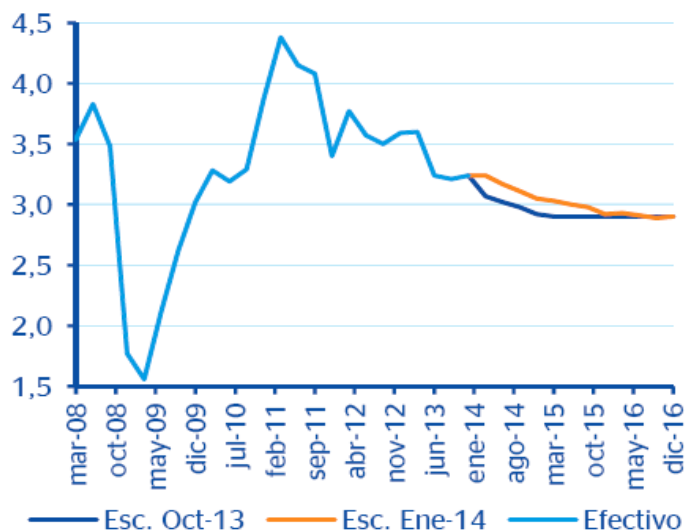
- 1 Entorno exterior: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados
- 2 Mercados financieros locales: impactos menores ante inicio del tapering.  
Tipo de cambio en un mercado proceso depreciativo
- 3 Chile: de menos a más en 2014 con PIB creciendo 4,0%  
Recuadro: Competitividad de las exportaciones de manufactura en Chile
- 4 Inflación sin presiones relevantes en 2014, pese a alzas de fines de 2013
- 5 Cuenta corriente alcanza niveles sostenibles
- 6 Principales riesgos para la economía chilena: China y la Reforma Tributaria

# Cambio en la composición del crecimiento contribuye a levantar 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.
- A lo anterior se suma un leve ajuste al alza en el precio promedio del cobre proyectado para el periodo 2014-2015 (desde USD3,00 y USD2,90 por libra a **USD3,14 y USD2,98 por libra**, respectivamente)

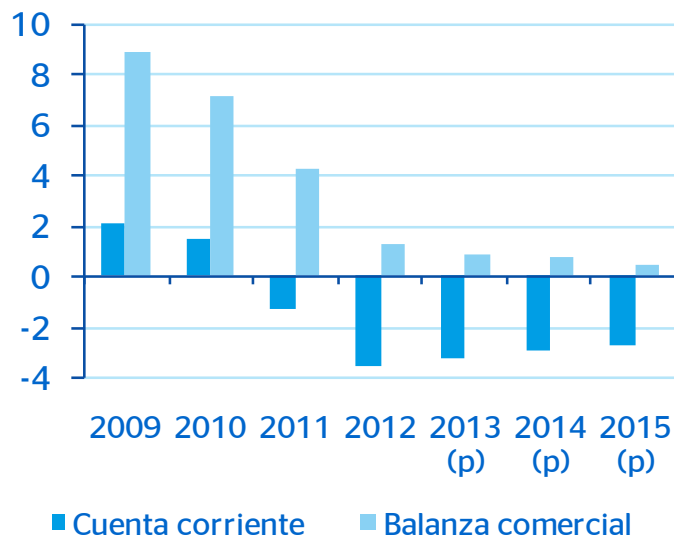
Proyección precio del cobre (USD por libra promedio)

Fuente: INE y BBVA Research



Saldo comercial y de cuenta corriente (% del PIB)

Fuente: BCCh y BBVA Research



# Índice

- 1 Entorno exterior: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados
- 2 Mercados financieros locales: impactos menores ante inicio del tapering.  
Tipo de cambio en un mercado proceso depreciativo
- 3 Chile: de menos a más en 2014 con PIB creciendo 4,0%  
Recuadro: Competitividad de las exportaciones de manufactura en Chile
- 4 Inflación sin presiones relevantes en 2014, pese a alzas de fines de 2013
- 5 Cuenta corriente alcanza niveles sostenibles
- 6 Principales riesgos para la economía chilena: China y la Reforma Tributaria



# Principales riesgos: China y cambios tributarios

- 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, levantamos el riesgo de implementación de la Reforma Tributaria (RT) que podría afectar las intensiones de inversión. En este sentido se requiere al menos: (i) reducir a la brevedad la incertidumbre asociada a los detalles del proyecto de RT, (ii) aplicar los cambios propuestos de forma gradual.

# Resumen escenario macroeconómico

## Previsiones macroeconómicas

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>PIB (% a/a)</b>	5.9	5.6	4.0	4.0	4.5
<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	4.4	1.5	3.0	2.6	3.0
<b>Tipo de cambio (vs. USD, fdp)</b>	517	477	529	552	556
<b>Tasas de interés (% fdp)</b>	5.25	5.00	4.50	4.00	4.75
<b>Consumo Privado (% a/a)</b>	8.9	6.1	5.5	4.3	6.3
<b>Consumo Público (% a/a)</b>	3.0	4.2	3.6	4.8	4.6
<b>Inversión (% a/a)</b>	14.7	12.3	3.8	3.8	4.7
<b>Resultado Fiscal (% PIB)</b>	1.4	0.6	-0.6	-1.2	-0.9
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-1.3	-3.5	-3.3	-3.0	-2.8

Fuente: BBVA Research

# Situación Chile

# Primer trimestre 2014

Hermann González, Economista Principal

BBVA Research Chile - 12 de febrero de 2014