

Los Dominós de la Economía Mundial

Ricardo J. Caballero
MIT
Seminario Security
Santiago, Agosto 2015

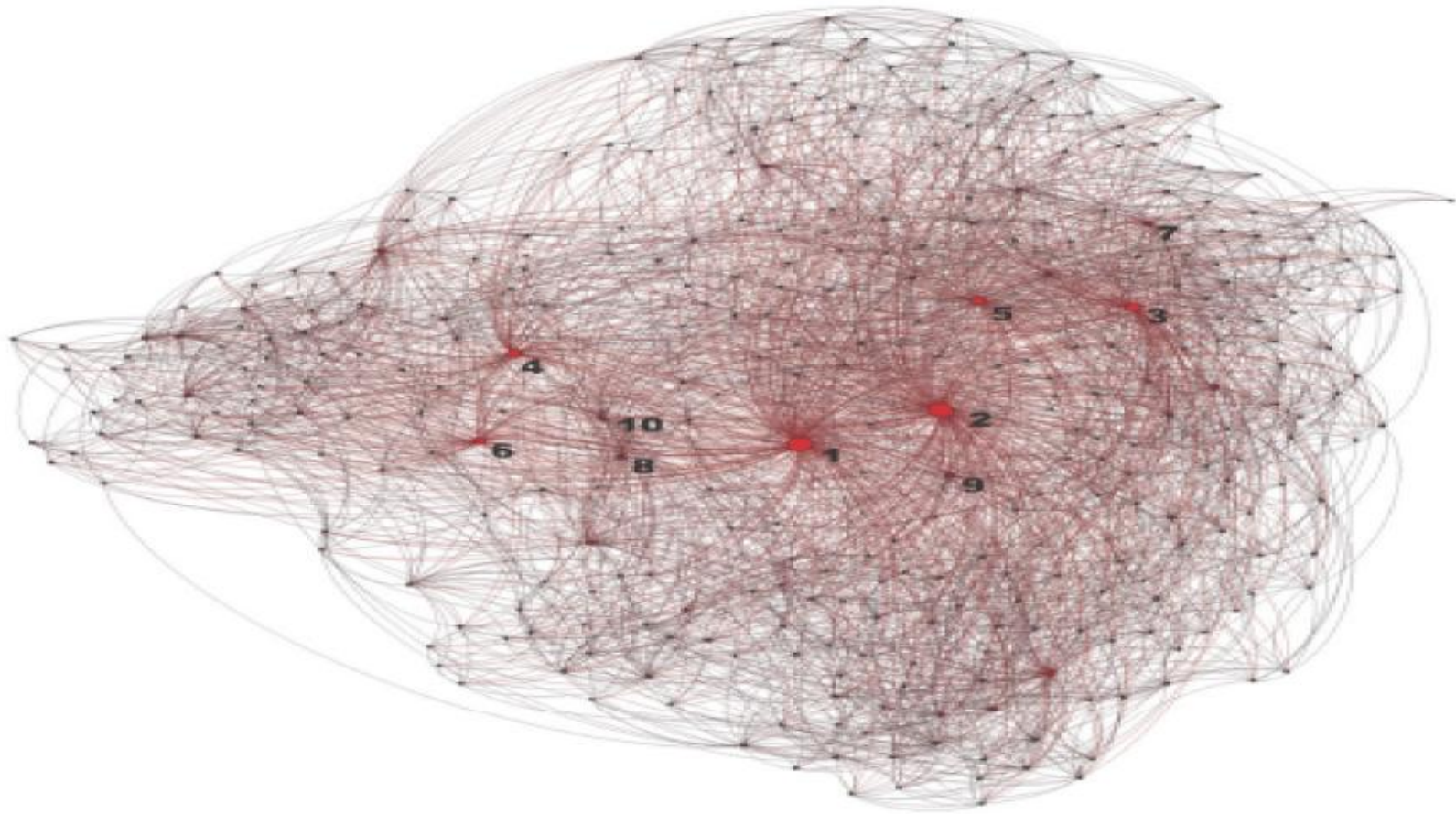


- Economía no es contabilidad... porque casi todas las partidas de su “balance” reaccionan... hay una plétora de mecanismos de *feedback*
 - Largo plazo
 - Corto plazo (incluido anticipación de largo plazo)

Las conexiones son complejas....

GRUPO security

La Red de Producción Correspondiente a EE.UU. en 2002

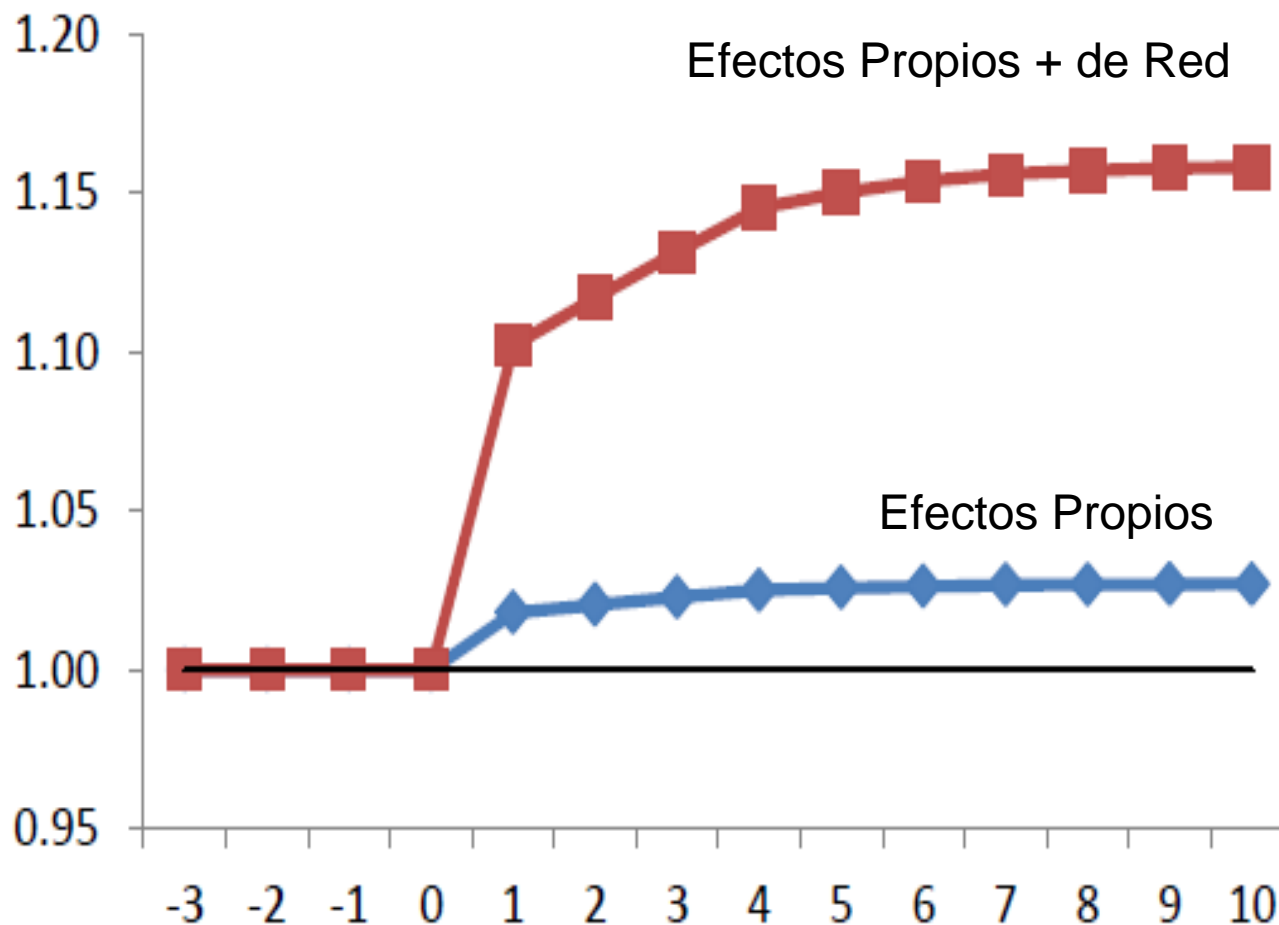


Fuente: BEA

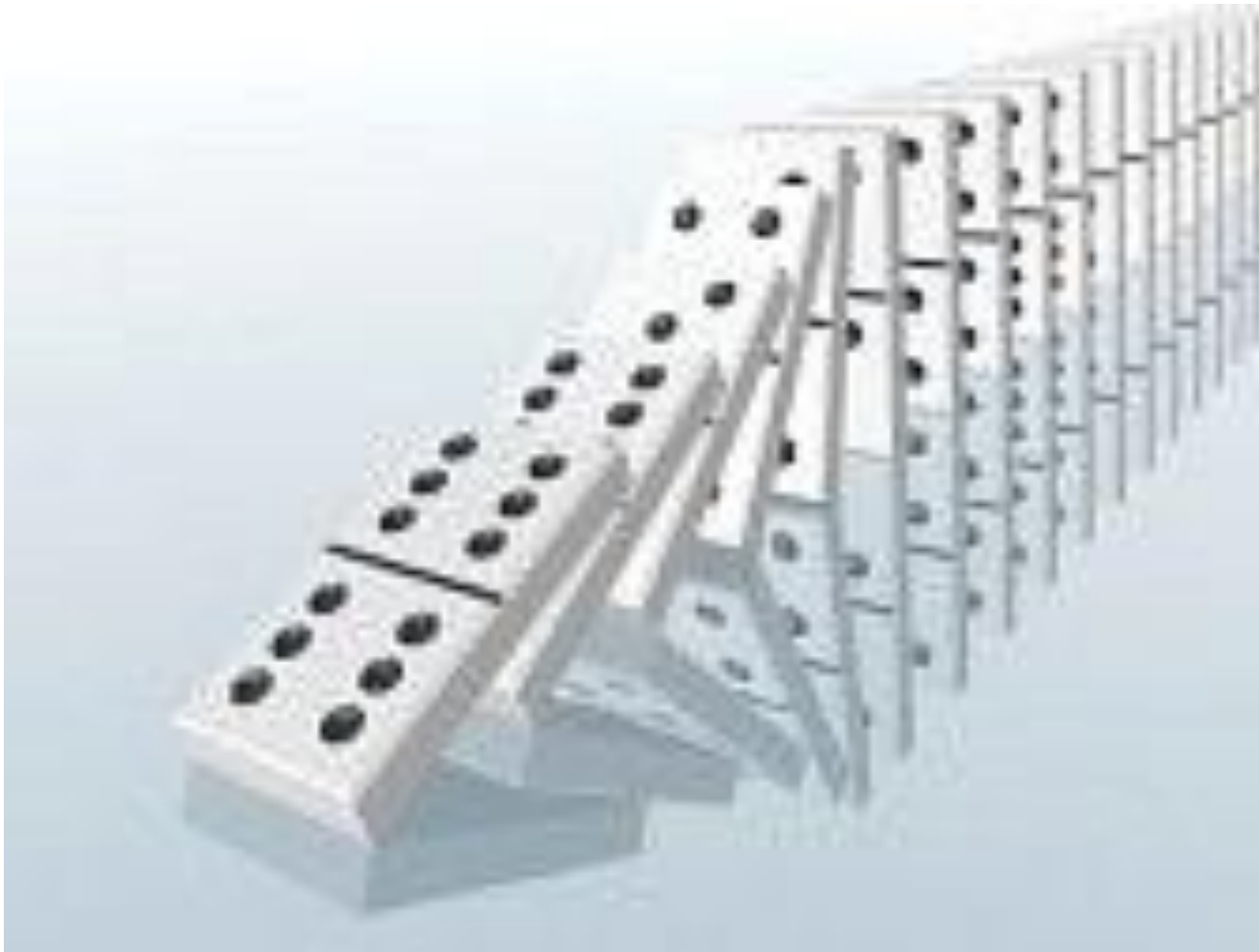
- La economía es una red extremadamente compleja, con muchos *links* reales y financieros

Efectos de red (en empleo)....

Importaciones Chinas (Reducción)



Efectos dominó....



- Estas redes generan estabilidad en tiempos normales, pero pueden crear gran inestabilidad cuando “algo grande se rompe”, y todo se empieza a mover al mismo tiempo... Por ejemplo: Lehman, la confianza en las instituciones de un país, etc.

- Dominós económicos:
 - EE.UU.: la “normalización” de tasas y la “danza” del dólar
 - China: dominós internos y los *commodities*
- Dominós institucionales:
 - Populismo y respuestas de largo plazo

EE.UU. Y LA NORMALIZACIÓN DE LAS TASAS

→ EE.UU. se acerca a su potencial, y a la fase de regularización de su política monetaria:

Proyecciones de *Staff* de la Fed

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| PIB Real | 2.31 | 2.38 | 2.17 | 1.76 | 1.75 | 1.74 |
| Inflación PCE | 1.15 | 1.54 | 1.76 | 1.89 | 1.92 | 1.94 |
| Inflación Central PCE | 1.33 | 1.52 | 1.78 | 1.90 | 1.92 | 1.94 |
| PIB Potencial | 1.61 | 1.72 | 1.72 | 1.81 | 1.78 | 1.83 |
| TPM | 0.35 | 1.26 | 2.12 | 2.80 | 3.17 | 3.34 |
| Tasa <i>Treasury</i> 10 años | 2.63 | 3.14 | 3.62 | 3.94 | 4.11 | 4.20 |
| Tasa de Desempleo | 5.34 | 5.24 | 5.18 | 5.15 | 5.15 | 5.16 |
| Desempleo Natural | 5.20 | 5.20 | 5.20 | 5.20 | 5.20 | 5.20 |

Nota: PIB e Inflación en cambio porcentual Q4/Q4. Tasas de Interés y Desempleo son promedio Q4.

Fuente: Reserva Federal

→ Dos vías:

→ i) EM con vulnerabilidad externa: Gran preocupación por reversión de los flujos de capitales que están financiando déficits de cuenta corriente

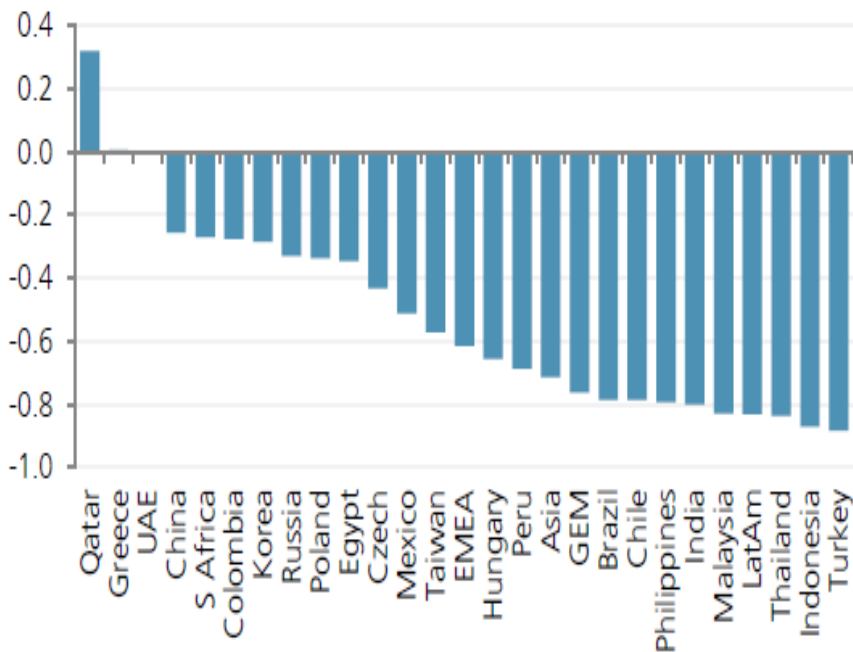
→ Colombia, Brasil, Perú, Turquía, Sudáfrica...

→ ii) EM con caída de actividad interna pero atemorizados de recortar tasas de política monetaria por no ir contra la corriente (es decir, a la espera que el alza de tasas de EE.UU. haga el trabajo)

→ Los de arriba, México, Chile...

Dominó sobre Emergentes

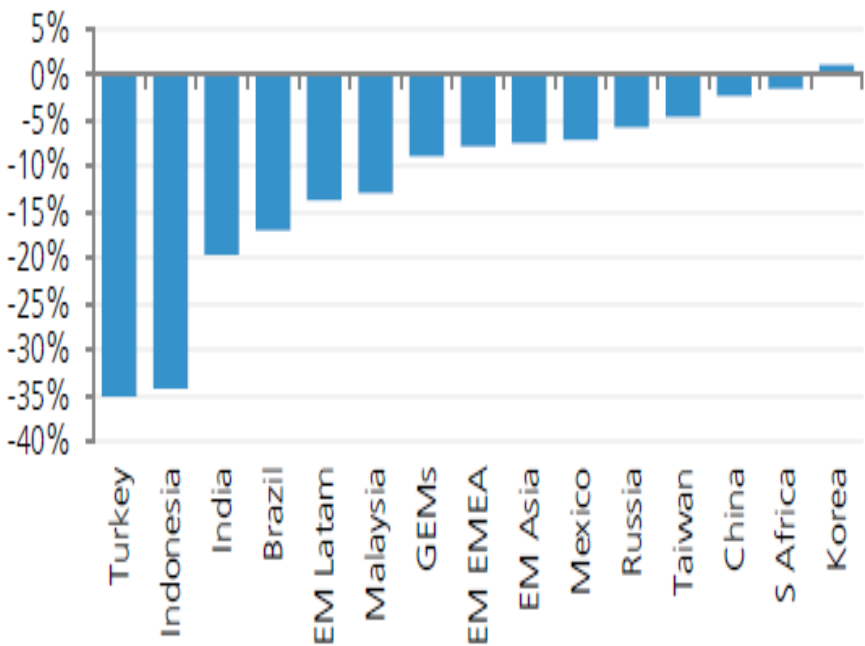
Correlaciones: Países Emergentes vs. Fed Futures – “Taper Tantrum” (22/5/13 – 6/9/13)



■ Correlación entre Índices MSCI y Futuros del Fed Fund a Dic. 2015

Fuente: MSCI, Datastream, UBS

Países Emergentes: “Taper Tantrum” (22/5/13 – 6/9/13)



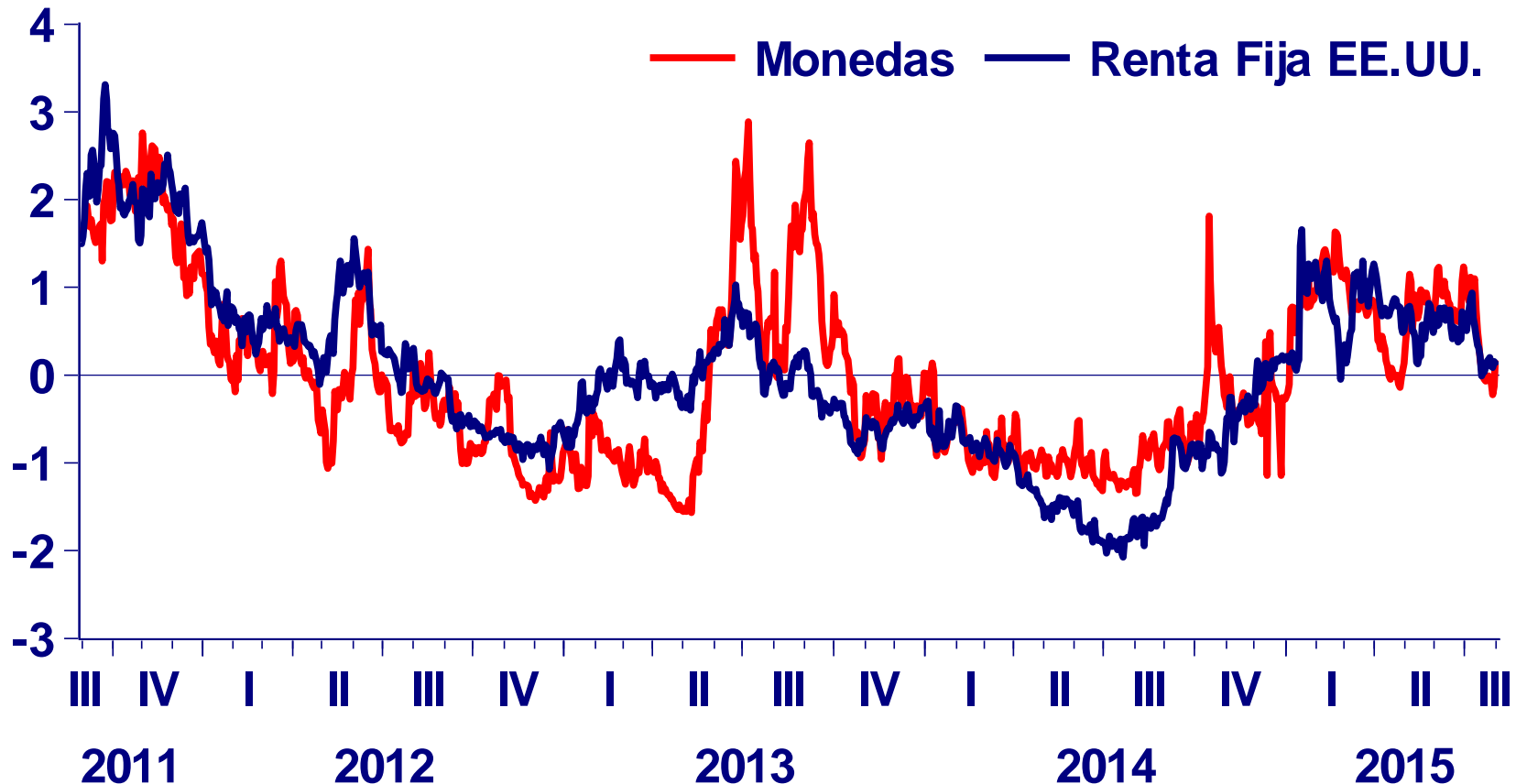
■ Retorno de Mercado entre 22/5/13 y 6/9/13

Fuente: MSCI, Datastream, UBS

Mas allá de las tasas: Volatilidad

GRUPO security

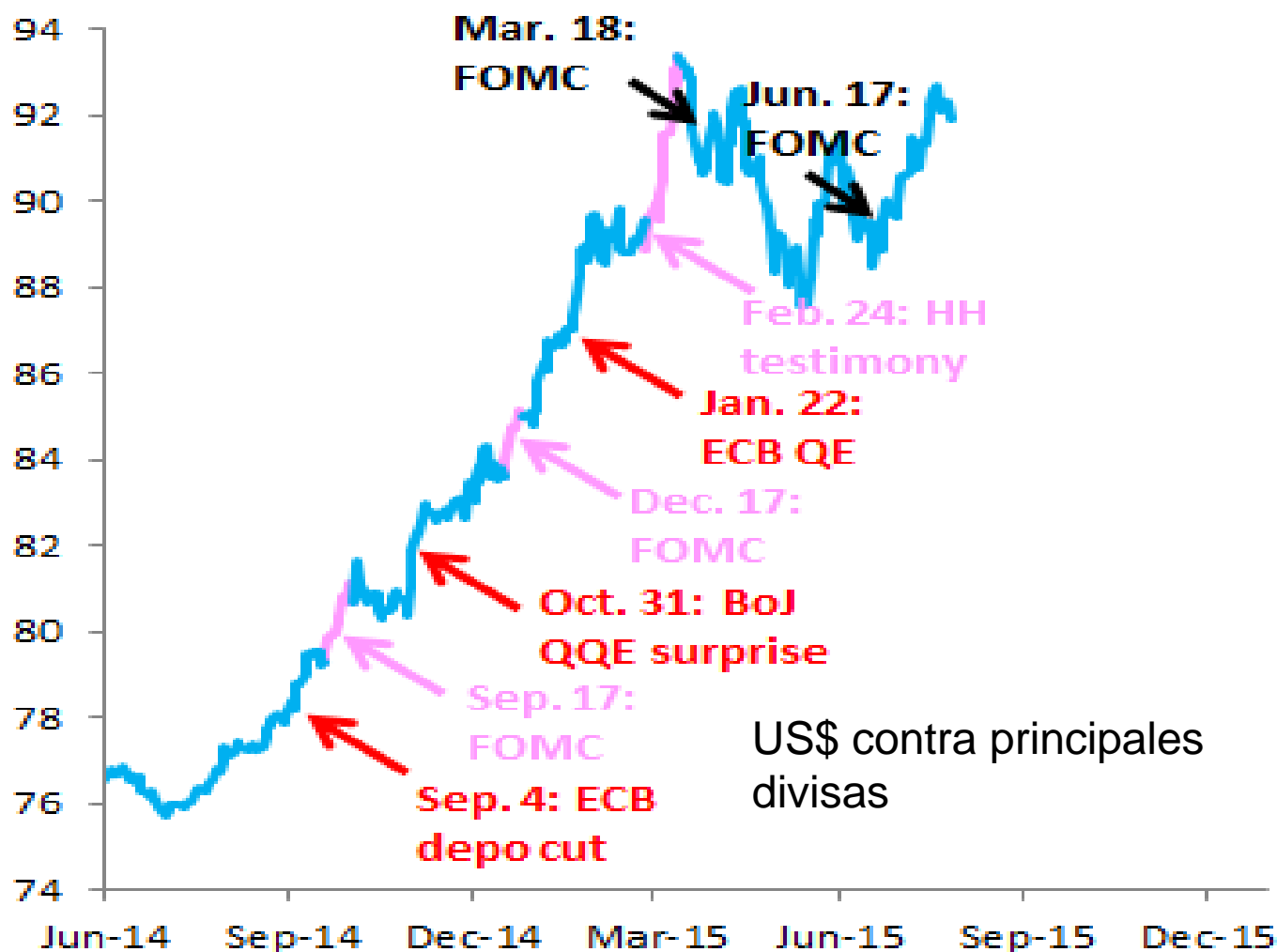
Índices de Volatilidad Implícita (datos normalizados)



Fuente: Bloomberg.

- Le costará a las tasas y su volatilidad subir mucho una vez pasada la transición
- Europa en particular seguirá y profundizará su QE.
- Pero veremos más volatilidad residual en FX (vuelvo a este tema más abajo)

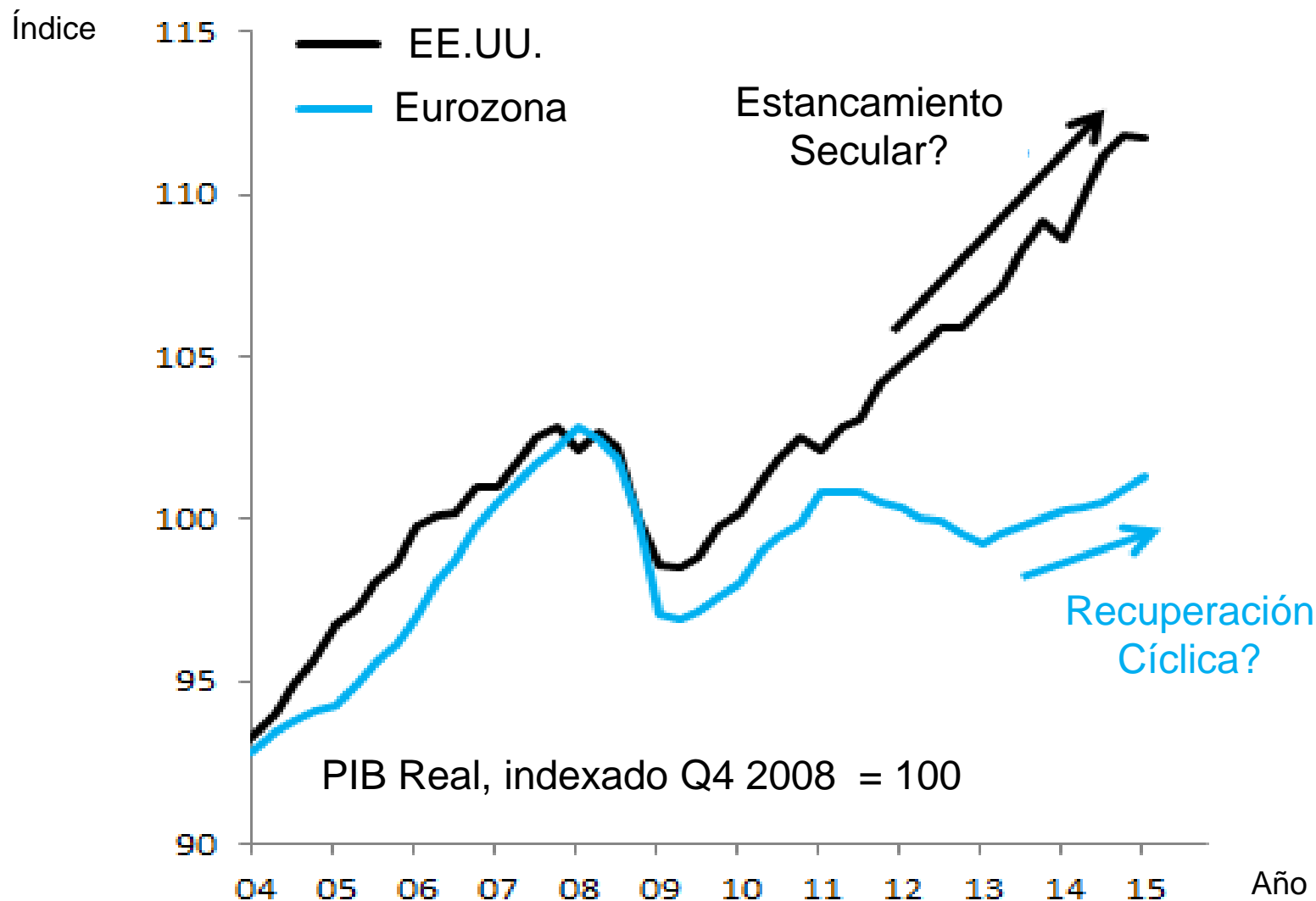
- Anticipación al alza de tasas de EE.UU. lleva a una apreciación del dólar
- Esto tiene dos efectos directos:
 - Tira al resto del mundo:
 - Europa y Japón (que refuerzan con QE)
 - Emergentes
 - Desacelera a EE.UU
- **Danza del dólar:** Se aprecia, pausa para “meditar” acerca del daño a la economía de EE.UU... si aguanta, seguimos con el dólar en ascenso... etc.



- Tasas y dólar: Sustitutos
- Argumento típico:
 - Si el dólar desacelera a EE.UU., entonces las tasas no subirán, y con esto la razón para la apreciación del dólar desaparece, luego el dólar cae
- Mi argumento:
 - Apreciación del dólar es un SUSTITUTO de la subida de tasas. Luego, si el dólar no se aprecia, las tasas subirán... y si las tasas suben poco, entonces el dólar se apreciará
 - En un mundo de tasas bajas en todos lados, el tipo de cambio es el MECANISMO para “repartir” el crecimiento

Crecimiento relativo

GRUPO security

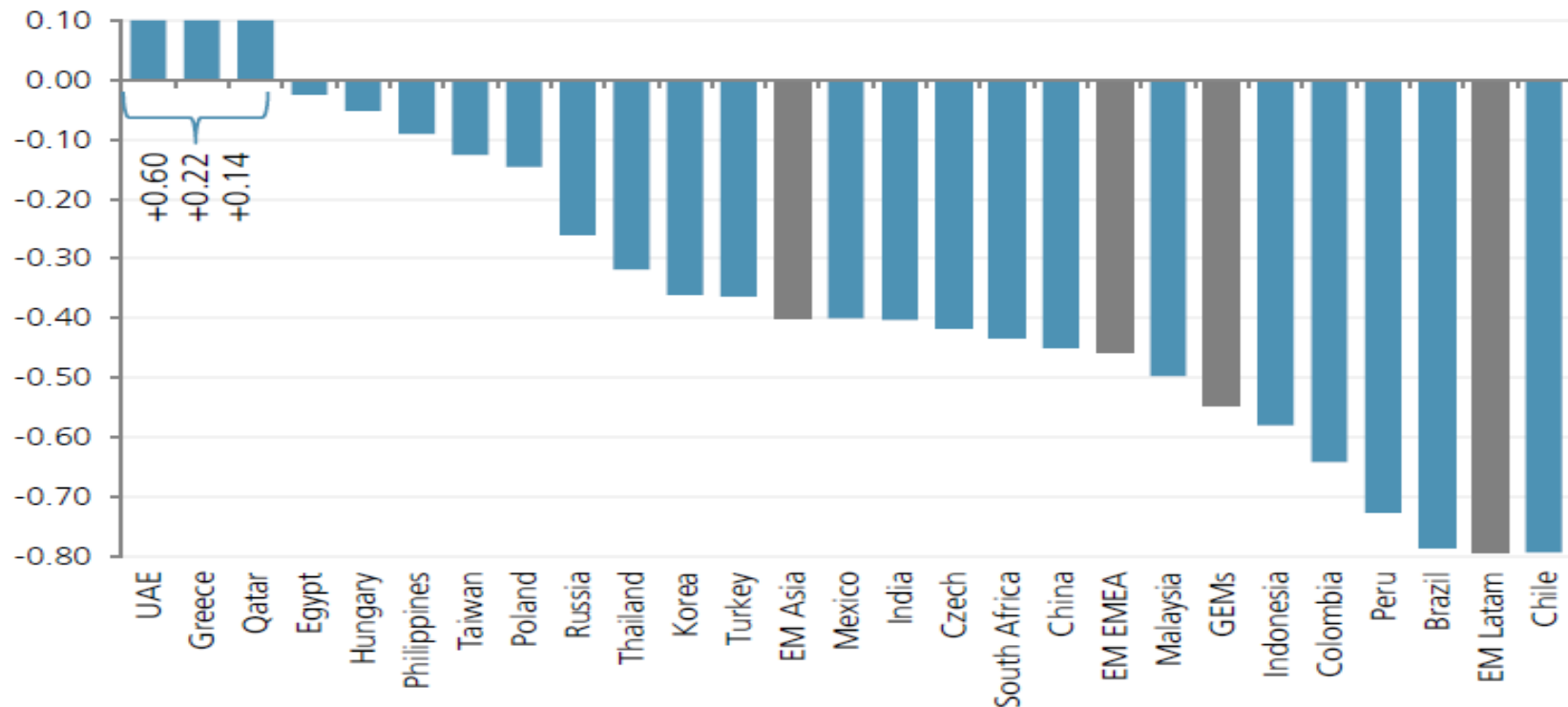


- Entre las dos trayectorias de ajuste de EE.UU.:
 - Tasas
 - Apreciación del dólar
- La segunda pareciera ser obviamente la preferida... nos sumamos a Europa y Japón, y nos dejamos tirar por EE.UU...
- Pero la macroeconomía nunca es tan simple... si parece obvio, seguramente nos perdimos algo... uno de esas múltiples interconexiones

En general, no nos va muy bien...

GRUPO security

Correlaciones con el Dólar (10 años)



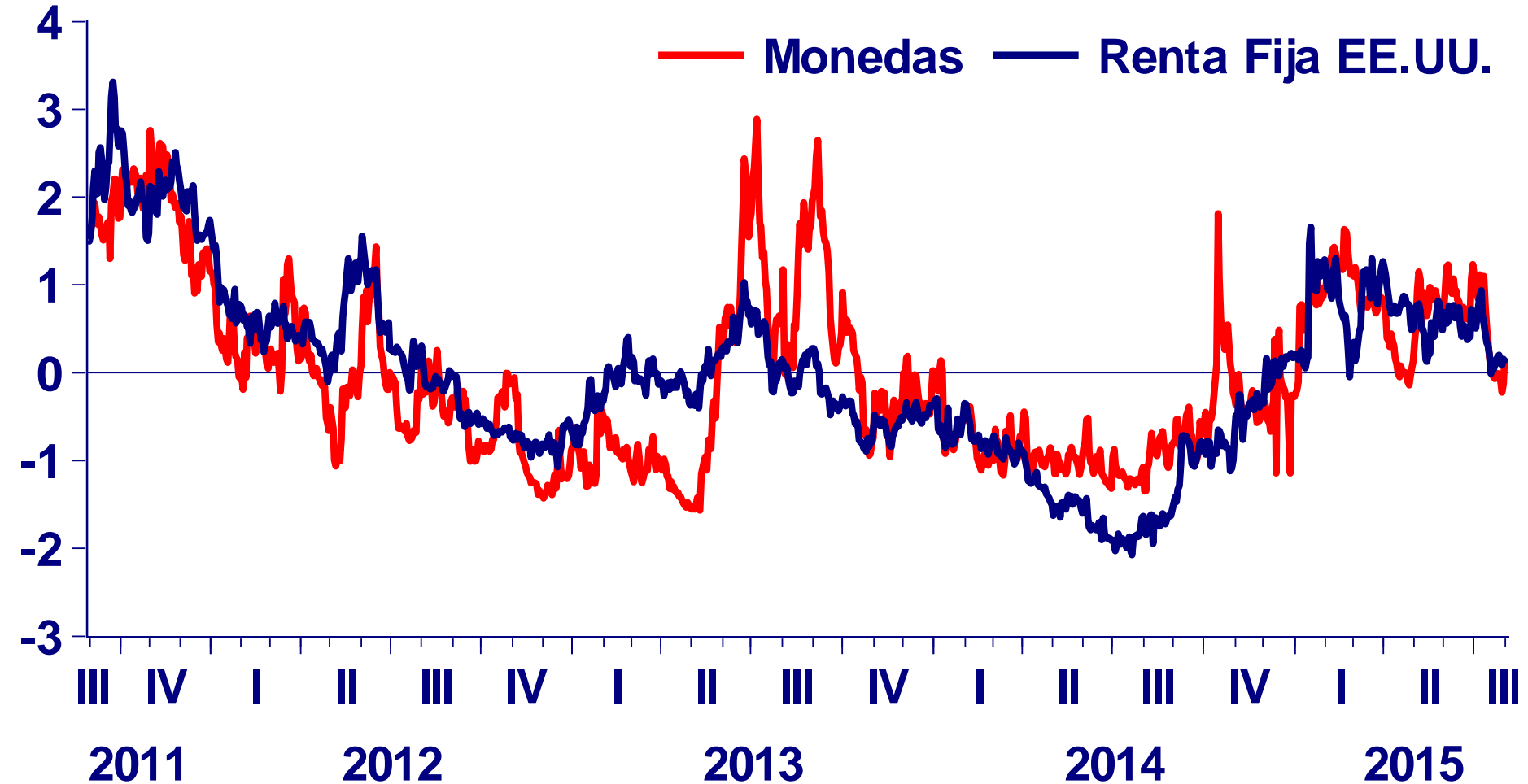
Fuente: MSCI, Datastream, UBS. Correlaciones basadas en datos diarios.

No creo que sea el VOL esta vez...

GRUPO

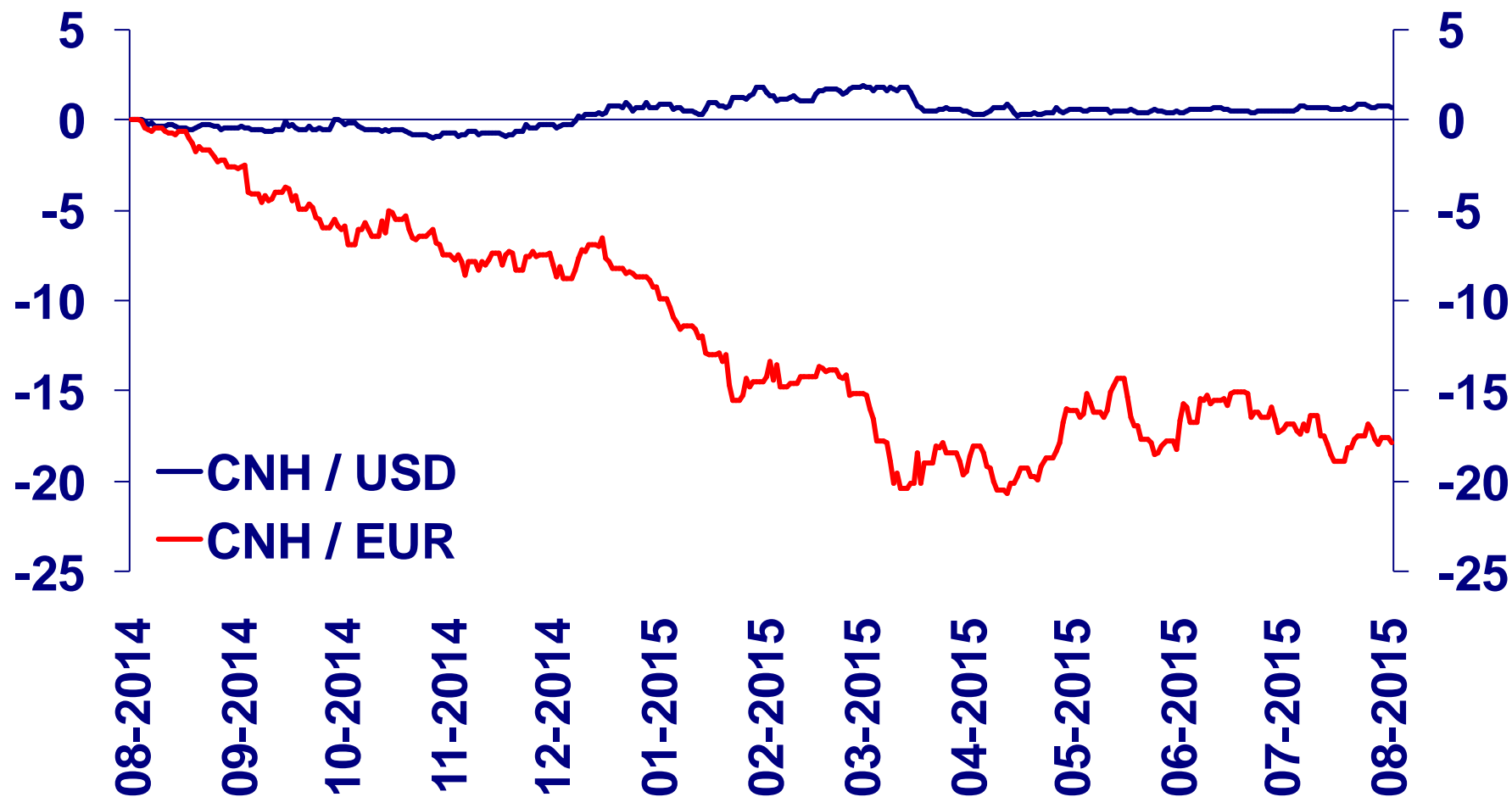
security

Índices de Volatilidad Implícita (datos normalizados)



Cuál es el flanco?

GRUPO security



CHINA Y LOS *COMMODITIES*

→ Una manera de pensar acerca de la situación de China es en términos de dos ingredientes/principios generales:

→ (I) **Reestructuración:** Tenía una economía real (mercado de bienes) muy integrada al (y dependiente del) resto del mundo, y una economía financiera muy poco integrada. Hoy esta tratando de:

→ Reducir esa dependencia real -- se hace cada vez mas difícil que una economía tan grande sea tirada por un resto del mundo creciendo lento... y no les gusta depender del resto...

→ Aumentar la integración financiera -- muchos de sus desequilibrios son producto de la enorme presión de un tasa de ahorro muy grande chocando contra una oferta de activos financieros domésticos muy limitada

→ Pero no quiere hacer esto último como un EM cualquiera, sino que quiere hacerlo con un rol preponderante de su moneda, de modo de evitar la fragilidad externa típica de las economías emergentes

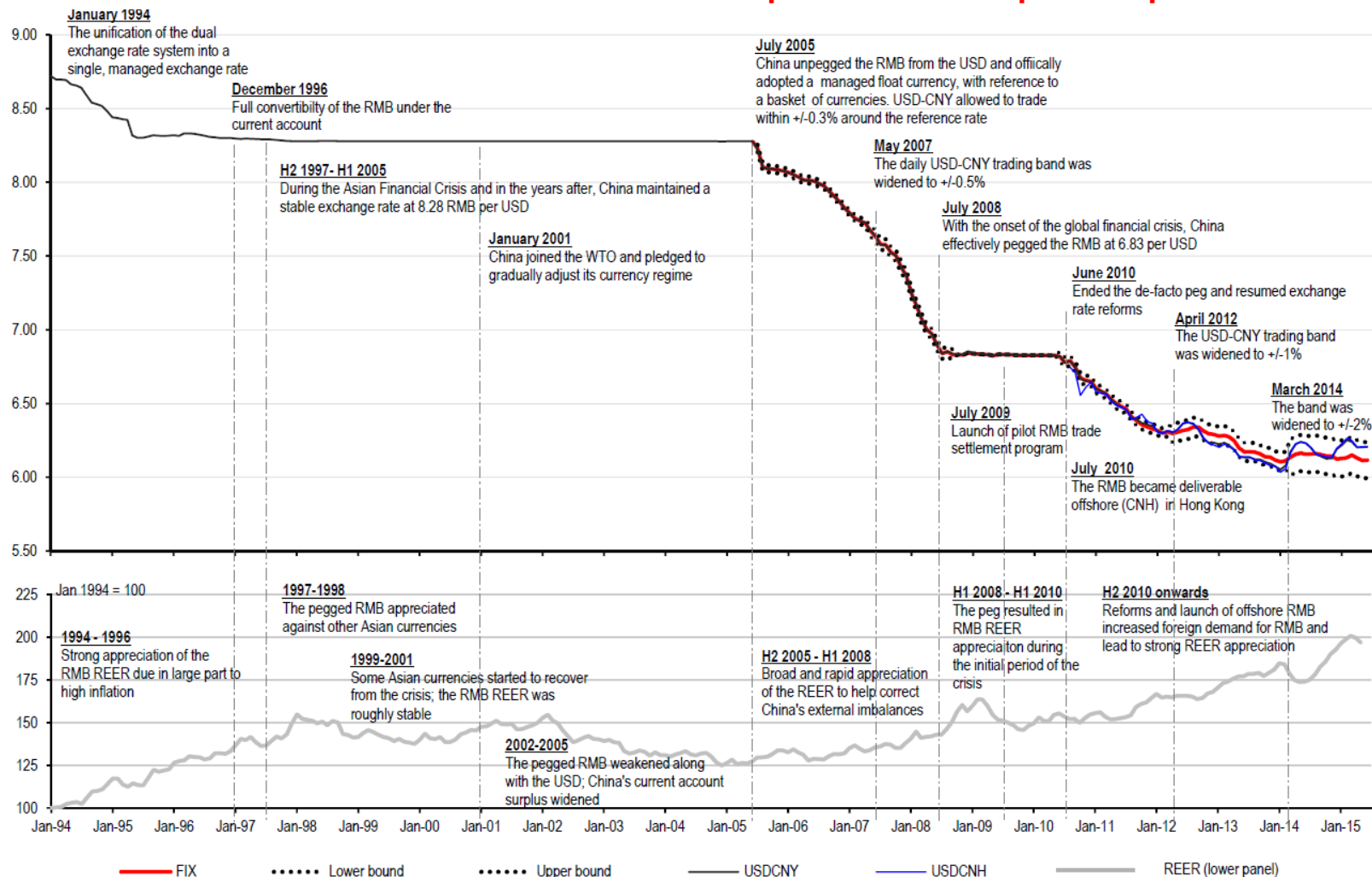
→ (II) **Riesgo financiero:** Quiere evitar a toda costa seguir la trayectoria de crecimiento de Japón, con su abrupta y permanente caída a fines de los 80s.

→ Además de los costos económicos de una desaceleración de este tipo, también enfrentan riesgos políticos y de paz social enormes, si esto ocurriese

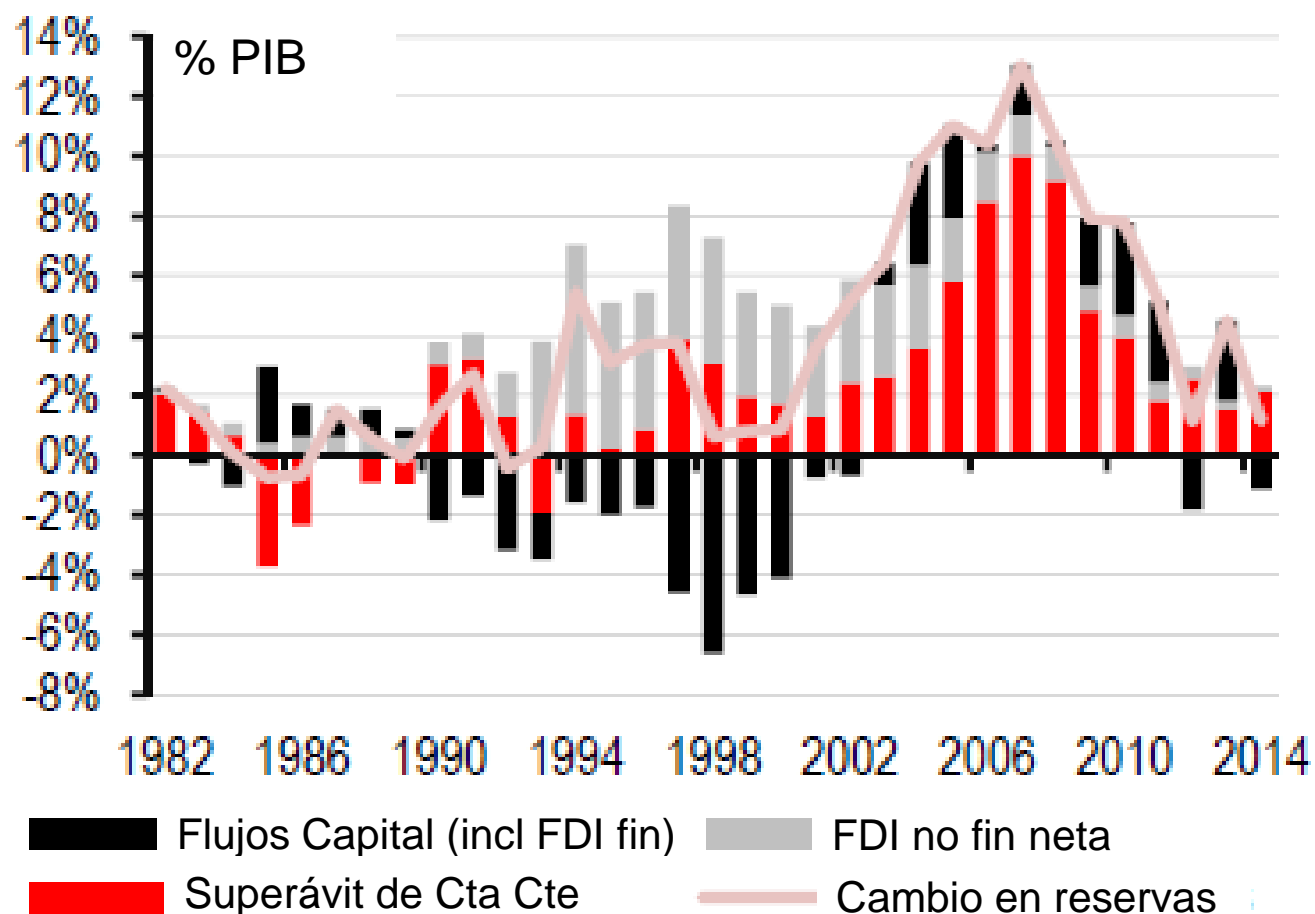
→ Hacer malabarismo con un palitroque es trivial, con dos es fácil, con más de dos es de otro nivel....

1. The history of the RMB

Hitos clave en el transcurso del RMB hacia un tipo de cambio impulsado por el mercado



El superávit en cuenta corriente se amplió significativamente en la primera mitad de los 2000, pero se ha ido reduciendo.

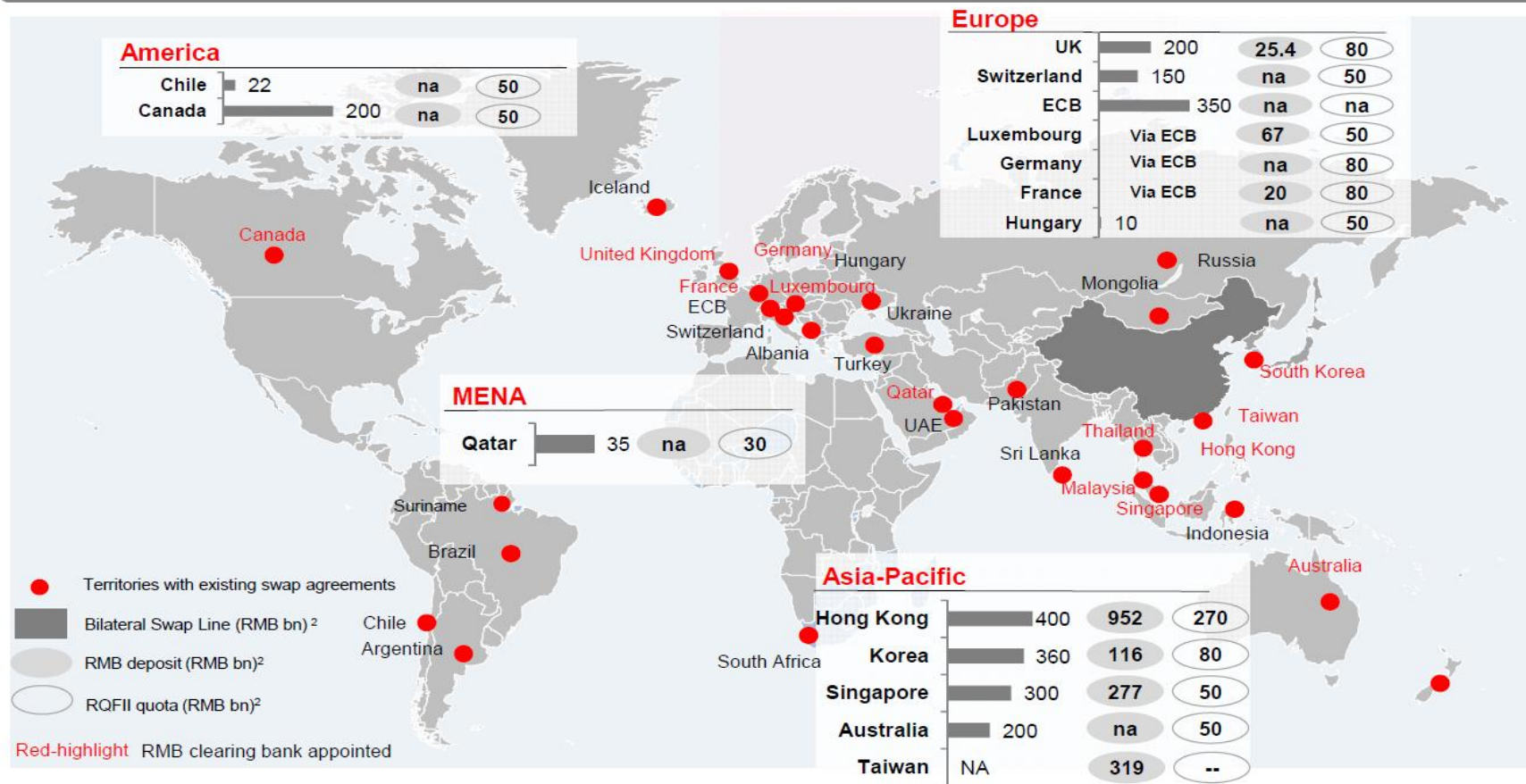


Fuente: Bloomberg, HSBC

5. Offshore RMB centres

Rápida expansión del uso del RMB fuera de China

RMB in the world



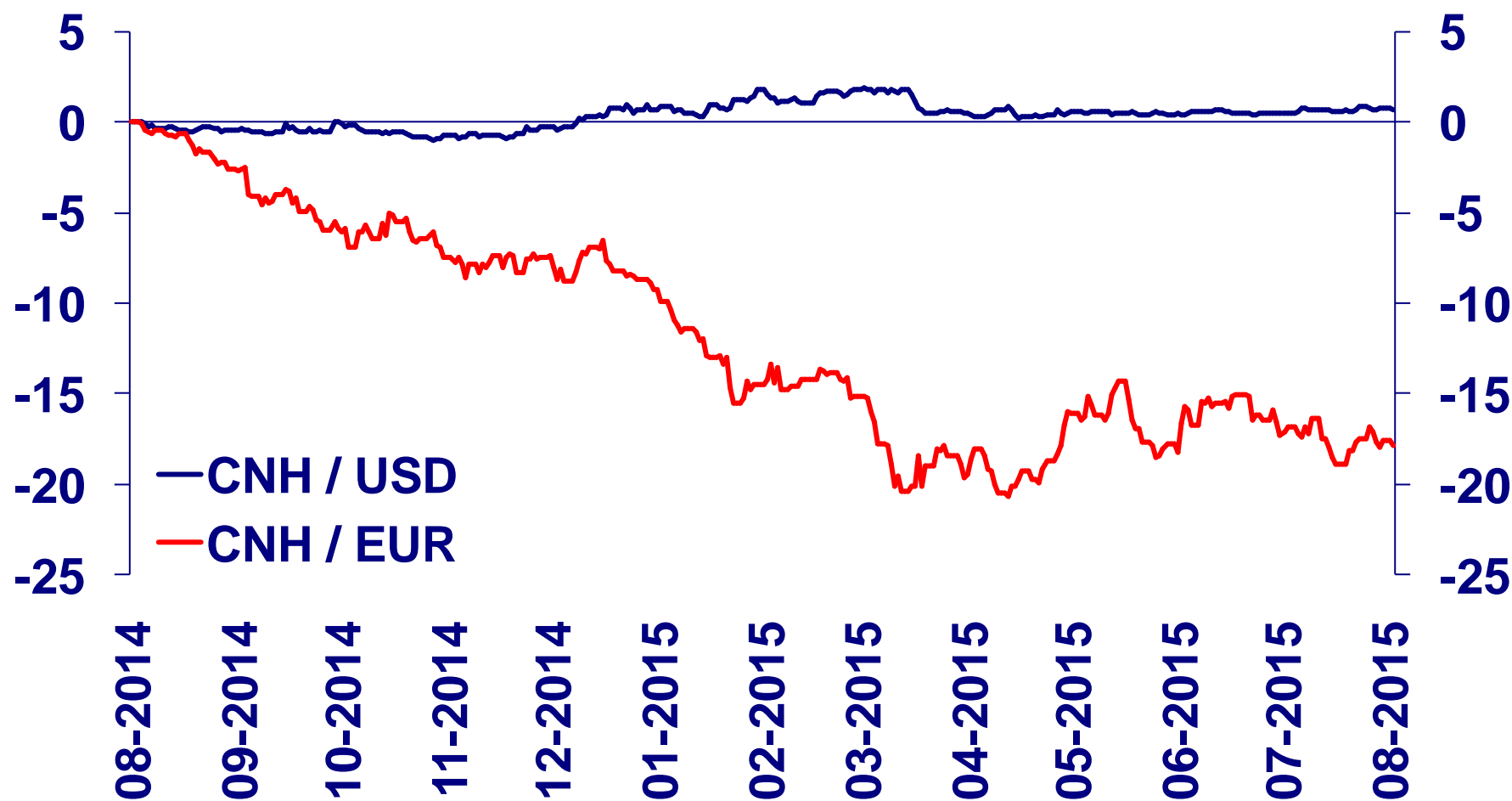
Notes:

1 Source: SWIFT

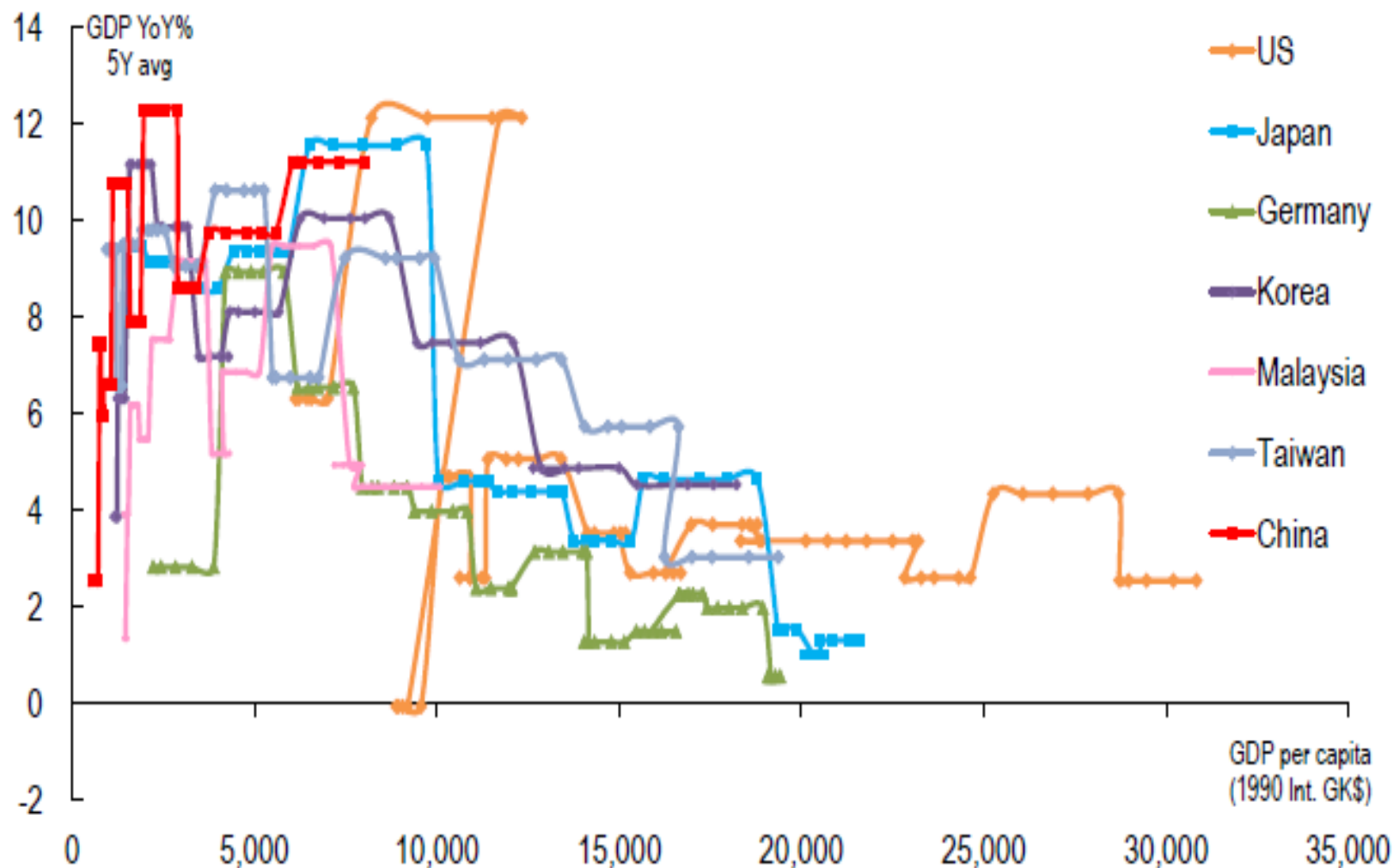
2 Source: PBoC, HKMA, MAS, Central Bank of the Republic of China (Taiwan), City of London, CEIC, BIS, WFE, BOK, Bundesbank, Central Bank of Qatar, Central bank of Australia, Central Bank of Canada, HSBC

Mala mezcla con dólar fuerte...

GRUPO security



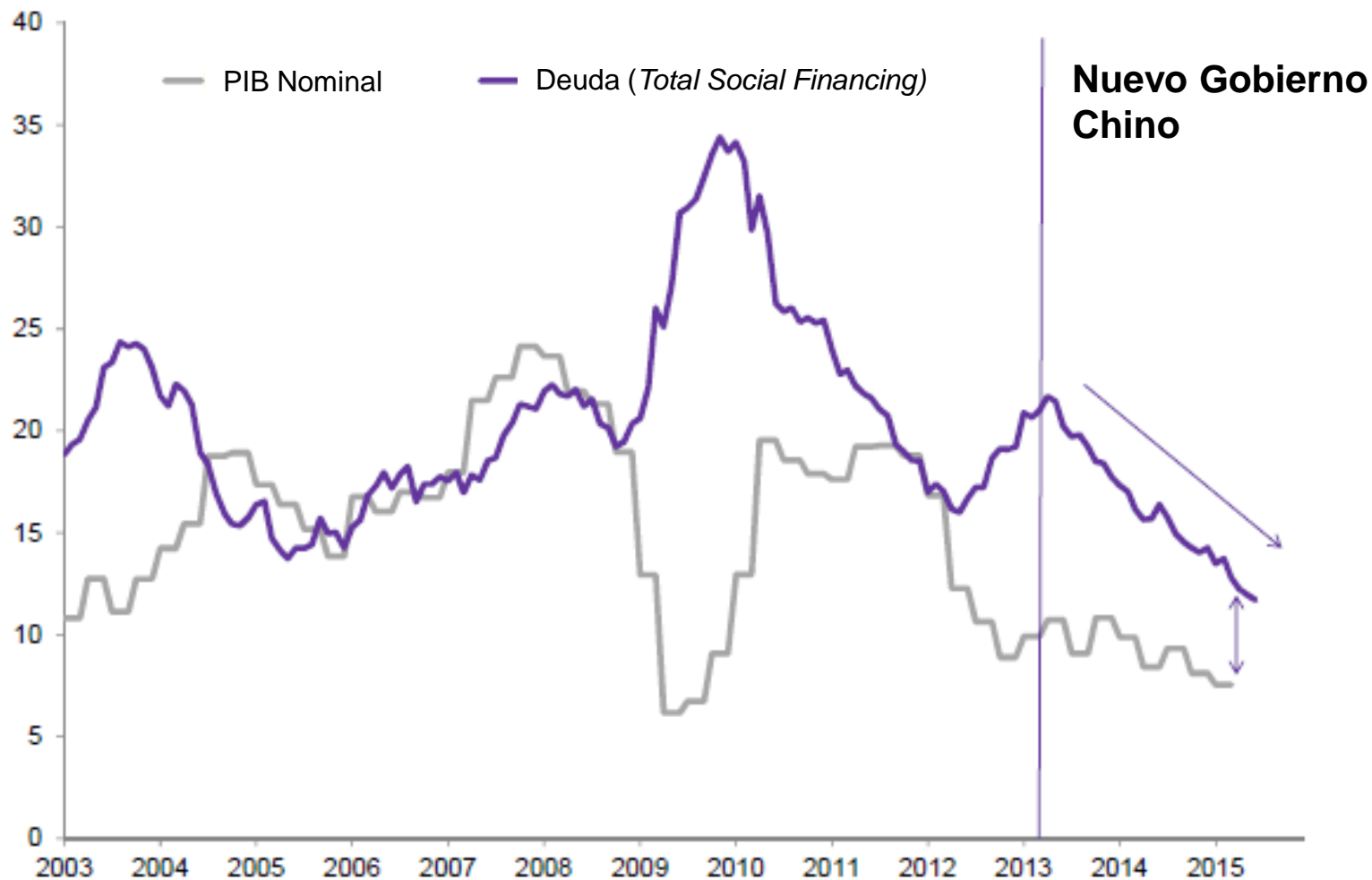
Riesgo Financiero: Japón



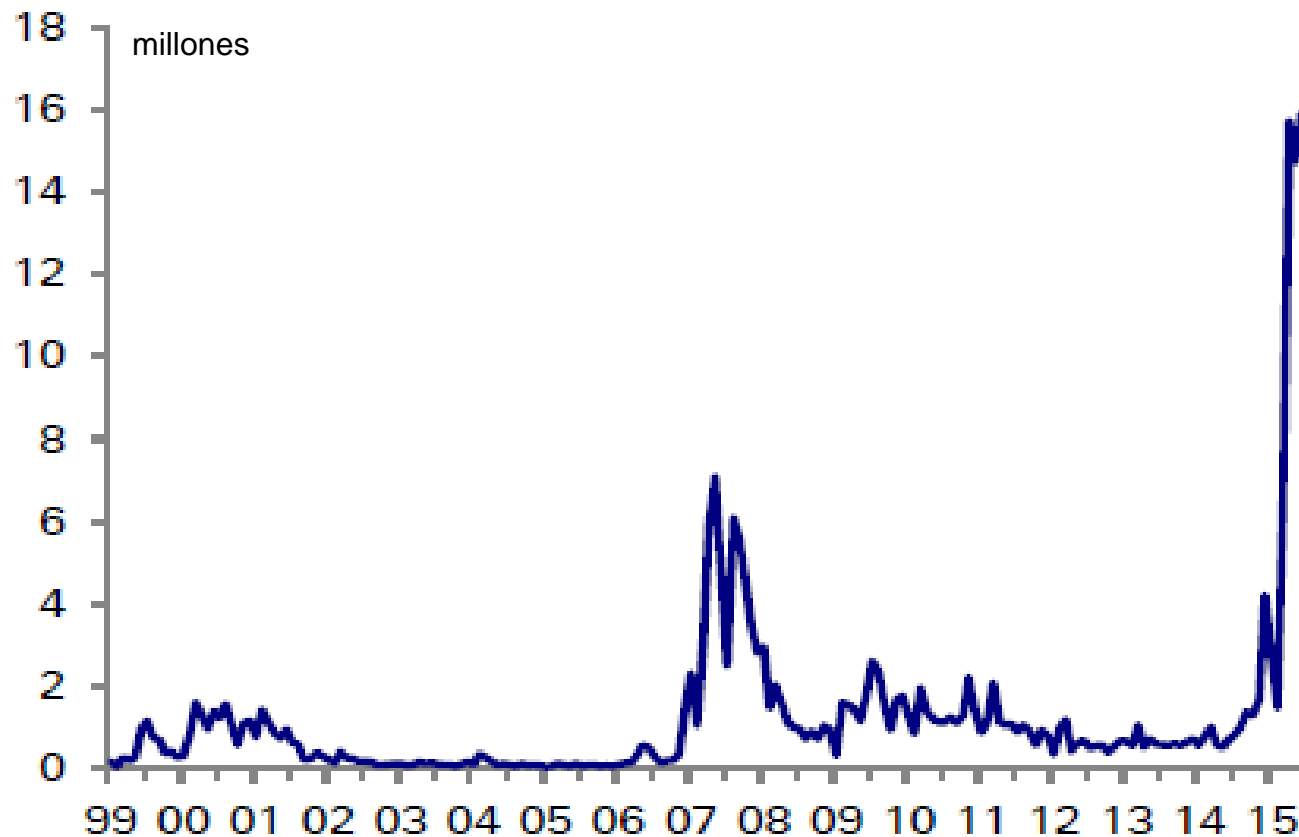
Fuente: Maddison, Haver y Citi Research.

“Desapalancamiento” de China

GRUPO security



Apertura de nuevas cuentas de inversionistas en Shanghai y Shenzhen



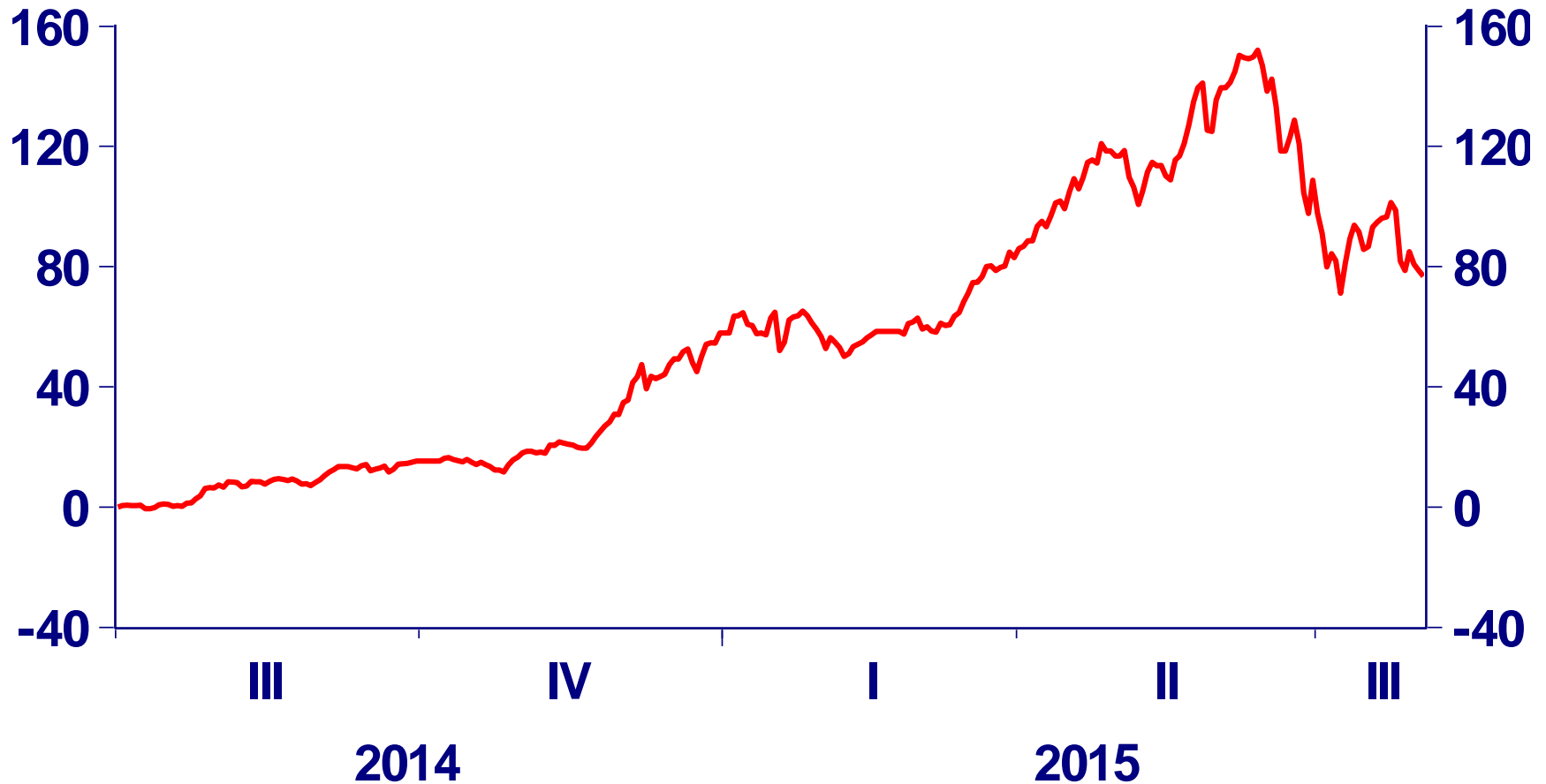
Fuente: CEIC y Deutsche Bank

Boom y Corrección Accionaria China

GRUPO

security

Índice A de la Bolsa de Shanghai



Dominó? Apalancamiento

Table 1: Key figures of the seven leverage channels

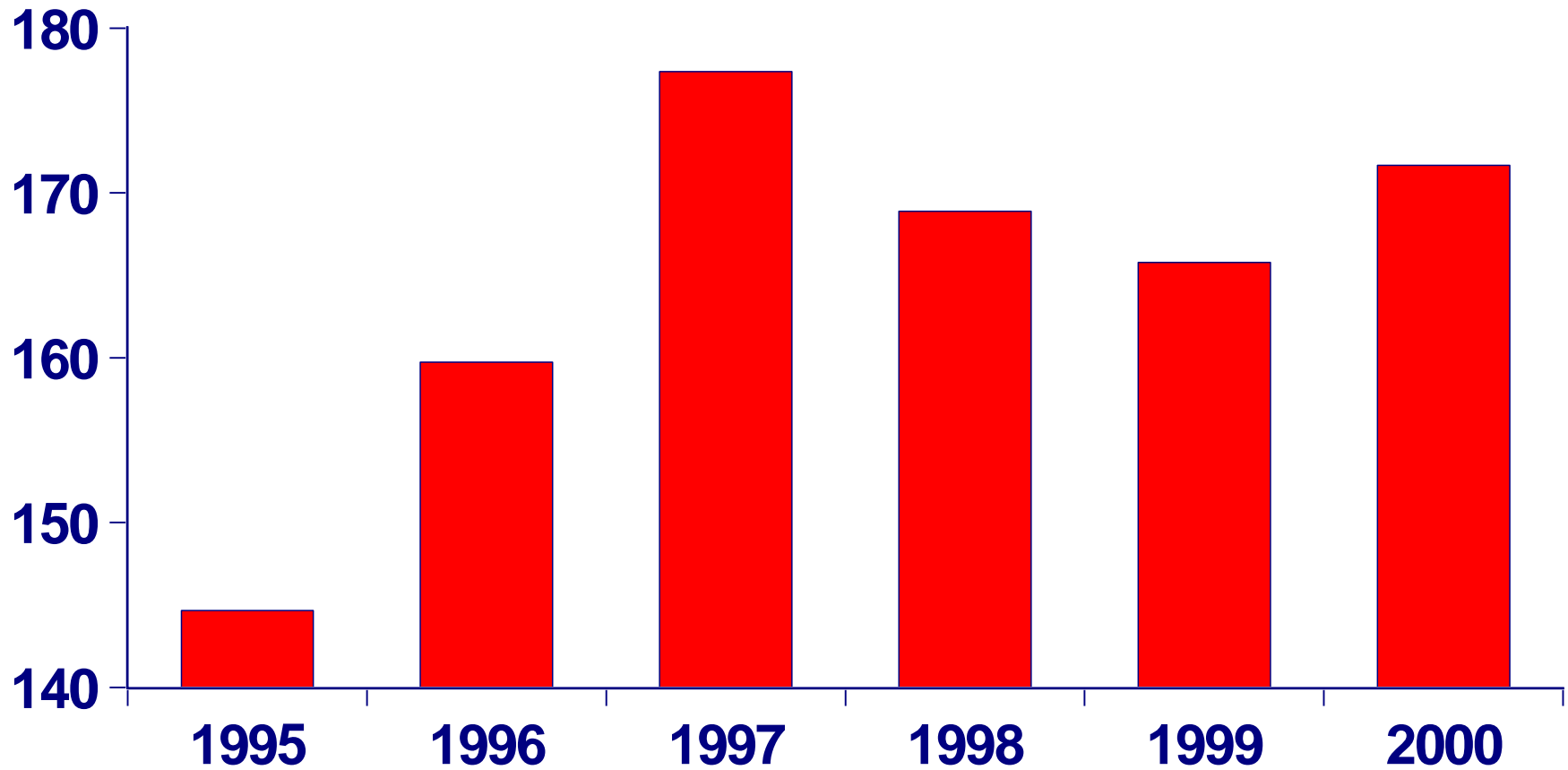
| Leverage channel | Size (Rmb bn) | As of | Sources; basis of estimates | Common leverage | Common Interest cost for borrowers (p.a.) | Main funding sources |
|------------------------------------|---------------|---------|--|-----------------|---|--|
| Margin Financing (MF) | 1,455 | July 23 | China Securities Finance Corp. | 1x | 8-9% | Bank WMP, broker (own fund + TAM) |
| Stock Collateralized Lending (SCL) | 901 | July 22 | Wind; We assume a 40% average loan-to-asset value | 0.3-0.5x | 5-13% | Broker (own fund + TAM), bank loan, trust |
| Umbrella Trust (UT) | 621 | 1H | China Trust Industry Associations; We assume 1) 80% of stock related trust AUM increase since mid-14 is for UT; and 2) 2Q15 increase in such AUM = 1Q15's. | 2-3x | 9-10% | Bank WMP, broker TAM, fund TAMC, P2P, offline private fund matching firms, HNWIs, corporations |
| Stock Benefits Swap (SBS) | 123 | 1Q | Securities Association of China | 2-4x | 8-10% | Broker (own fund + TAM), bank WMP |
| Structured Mutual Fund (SMF) | 473 | 1H | Fund Industry Association | 2x | 8-9% | Retail |
| P2P | 20 | 1Q | Securities Times article on March 9th, citing local experts' estimate | 3x | 18-20% | Retail |
| Offline Private Fund Matching | 150 | 1Q | As above | 2-10x | 15-20% | Retail & HNWIs |
| Subtotal | <u>3,743</u> | | | | | |

Fuente: BofA Merrill Lynch

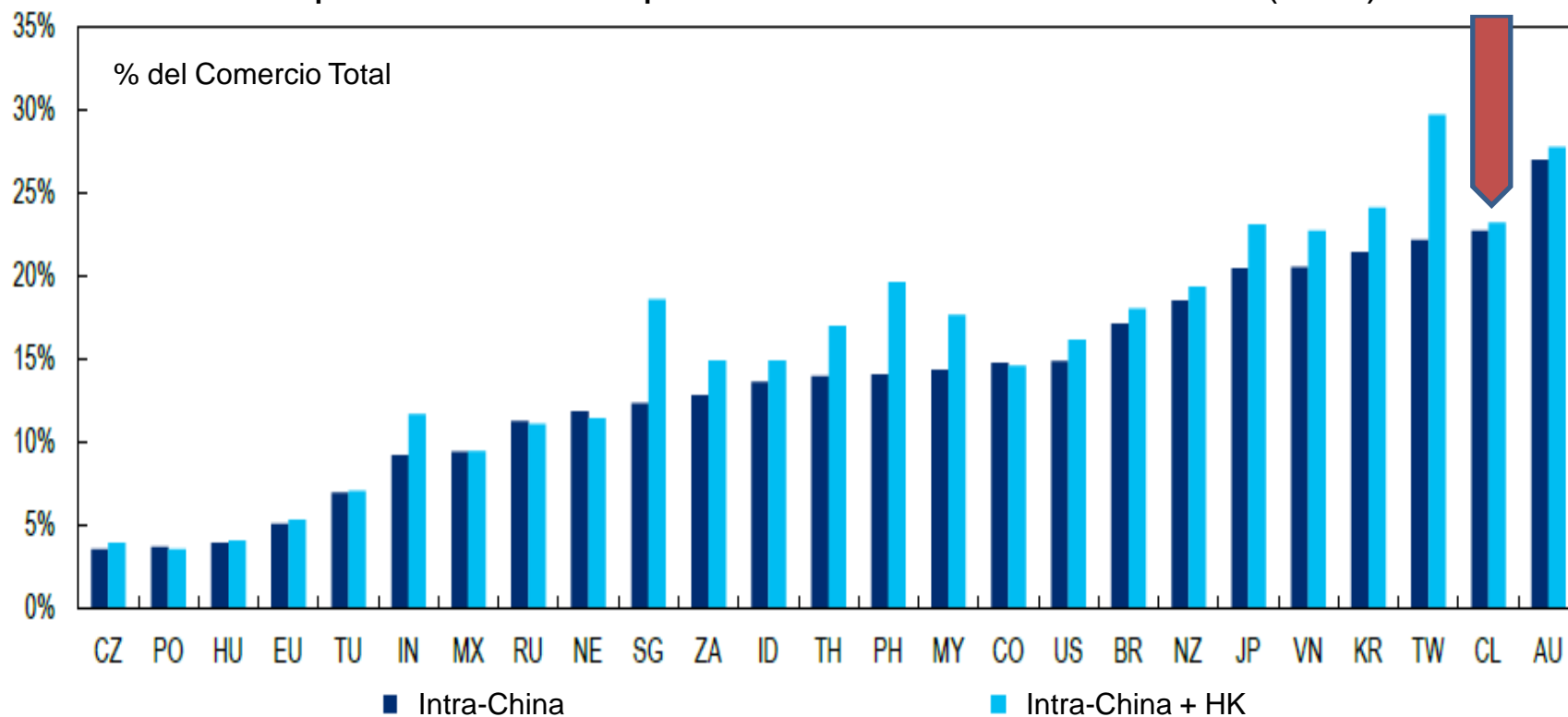
Crecimiento de Hong Kong en 90s

GRUPO security

PIB Nominal (miles de millones de dólares)

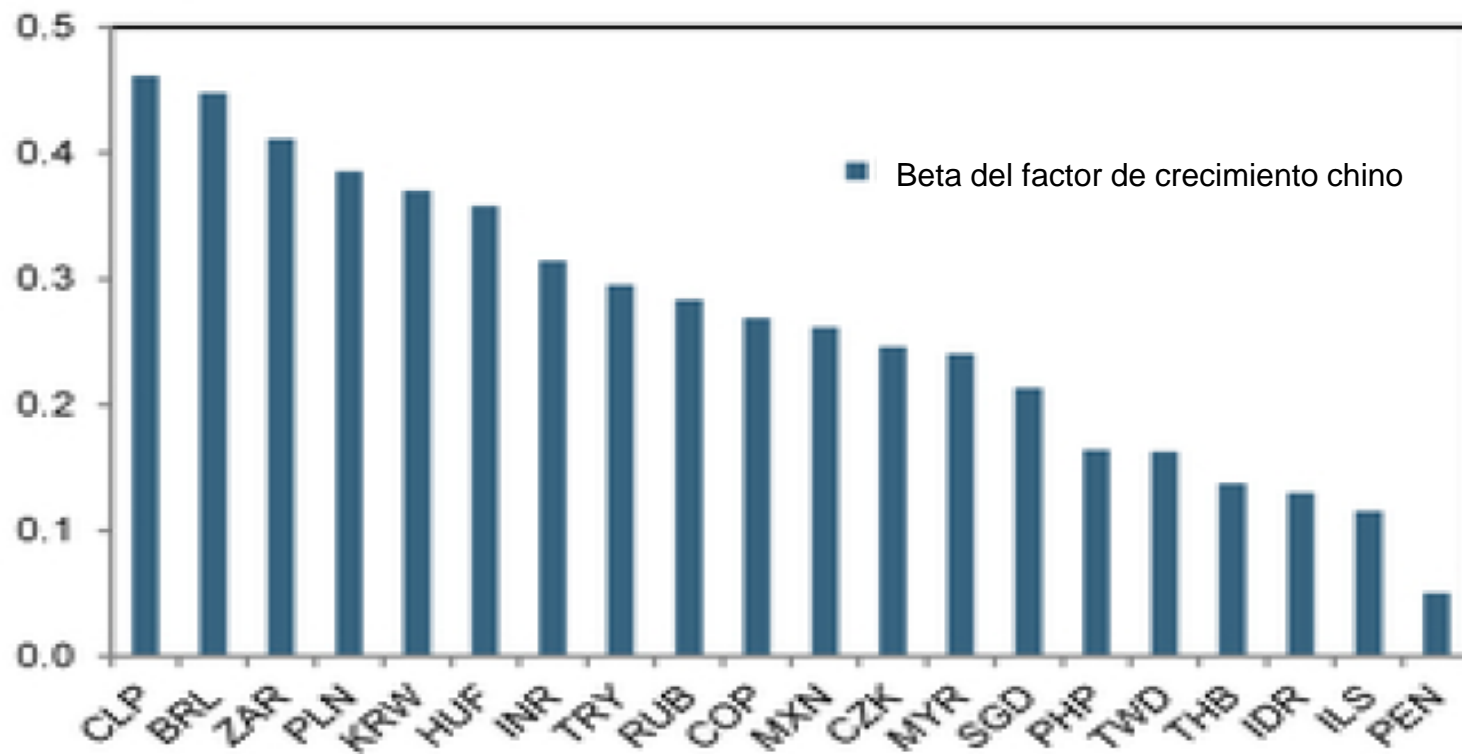


Exportaciones + Importaciones desde/hacia China (+HK)



Fuente: FMI, Haver, Citi

Regresión de retornos semanales con el crecimiento de EE.UU. y China, y factores de riesgo soberano de países europeos



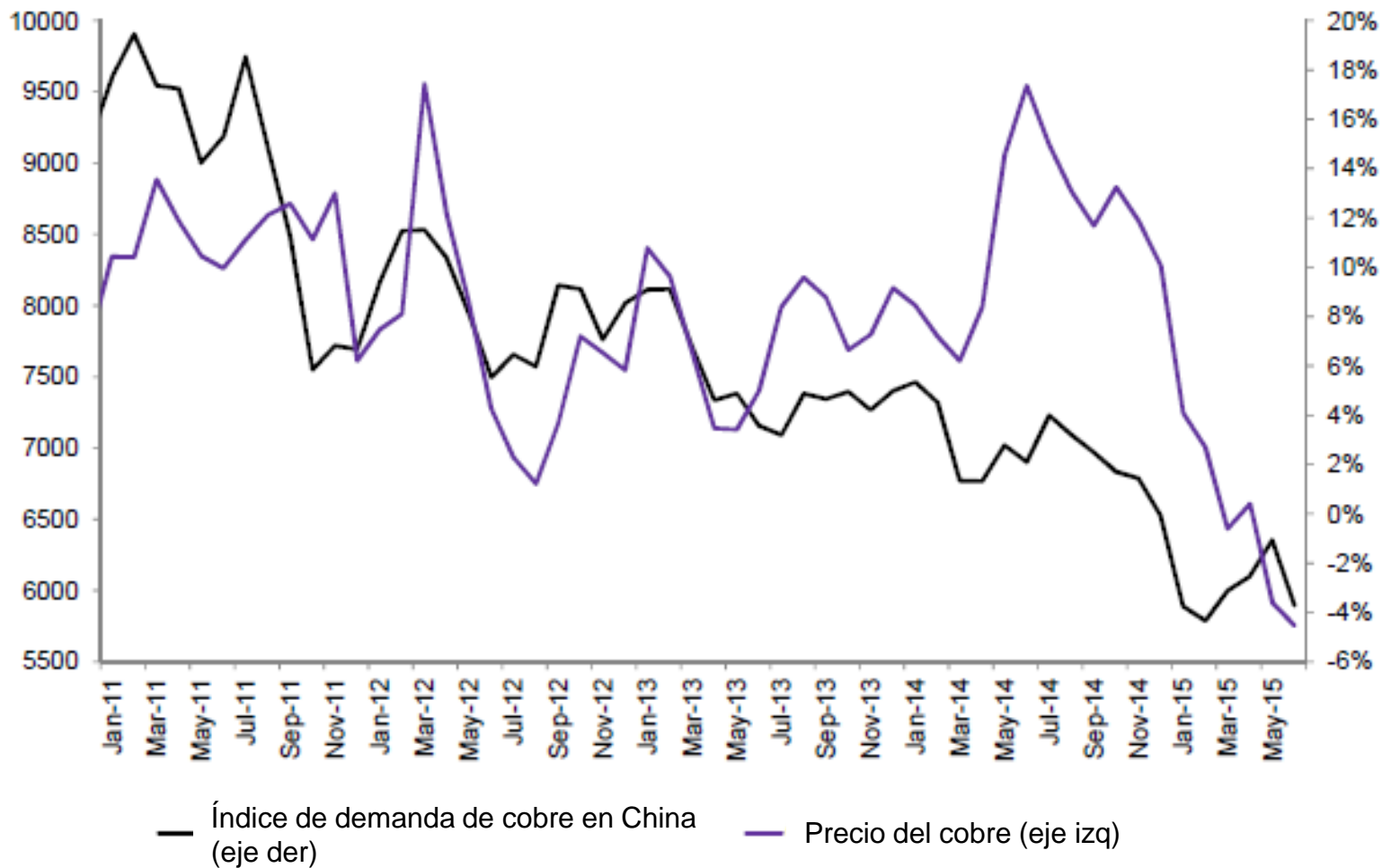
Fuente: Goldman Sachs

Cobre

GRUPO security

US\$/Tonelada

% Cambio a/a

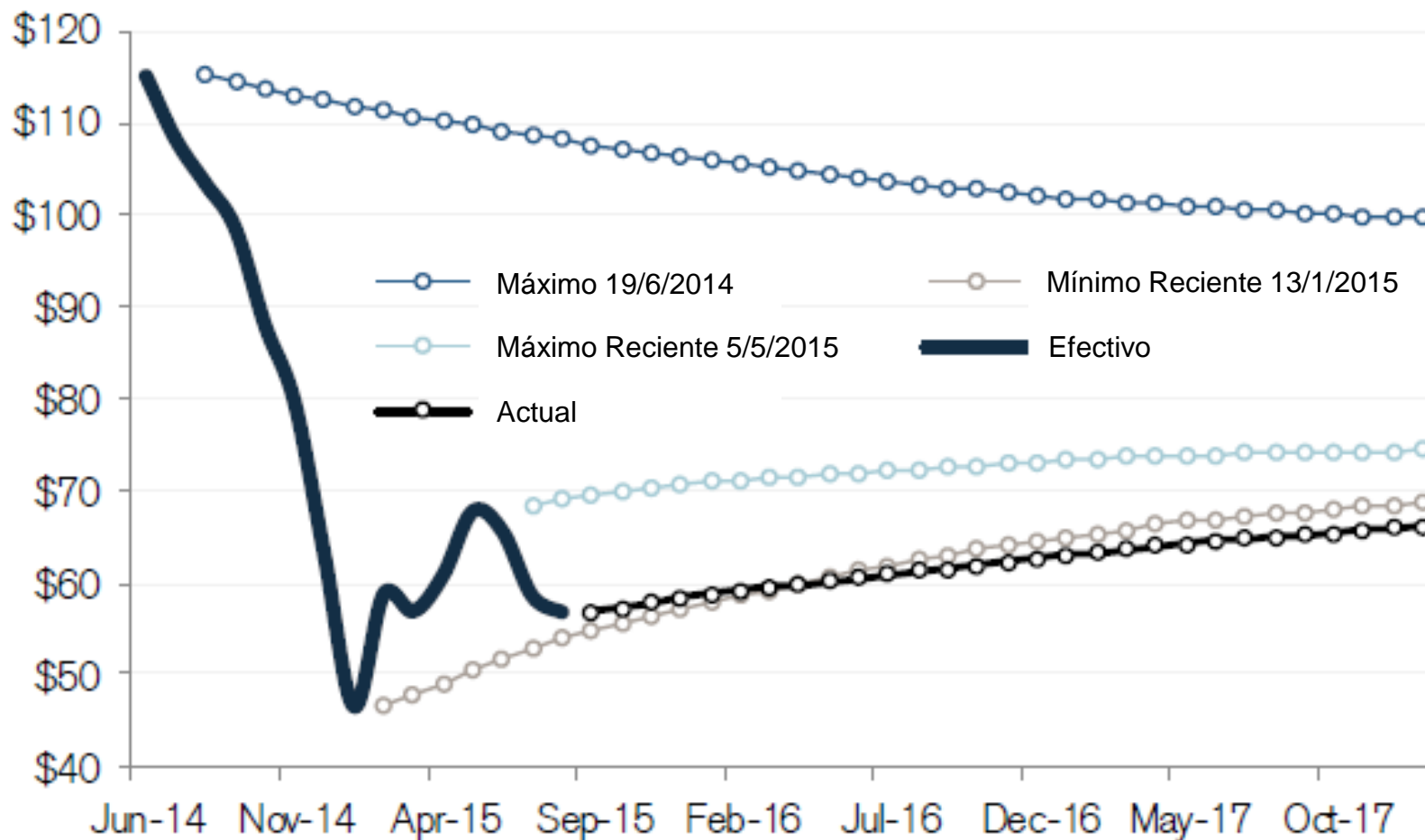


Fuente: Goldman Sachs, CEIC

Petróleo

GRUPO security

US\$/Barril



- Apreciación del dólar complica a una China ya en una situación compleja, tanto estructural como cíclica (real y financiera)
- Desaceleración y cambios estructurales de China complican a los EM, y en particular a los productores de *commodities*
- La caída del precio del petróleo:
 - Complica a EE.UU., ya que el sector de energía está estresado (y lo ayuda por el lado de costos y consumo)
 - Pone presiones a la baja a la inflación Europea, lo que perpetúa los programas de QE ya que están contra el ZLB
 - Sumando y restando, eventualmente aprecian al dólar, lo que pone presión a China, y comenzamos de nuevo

POPULISMO Y RESPUESTA DE LARGO PLAZO

→ Populismo:

- Promesas atractivas desde el punto de vista de corto plazo
- Con costos altos de mediano y largo plazo

→ Dos tipos:

- *Estratégico*: Político sabe lo que esta haciendo pero cuenta con que “sus clientes” son miopes
- *Adolescente*: Impulsivo y normalmente desinformado...

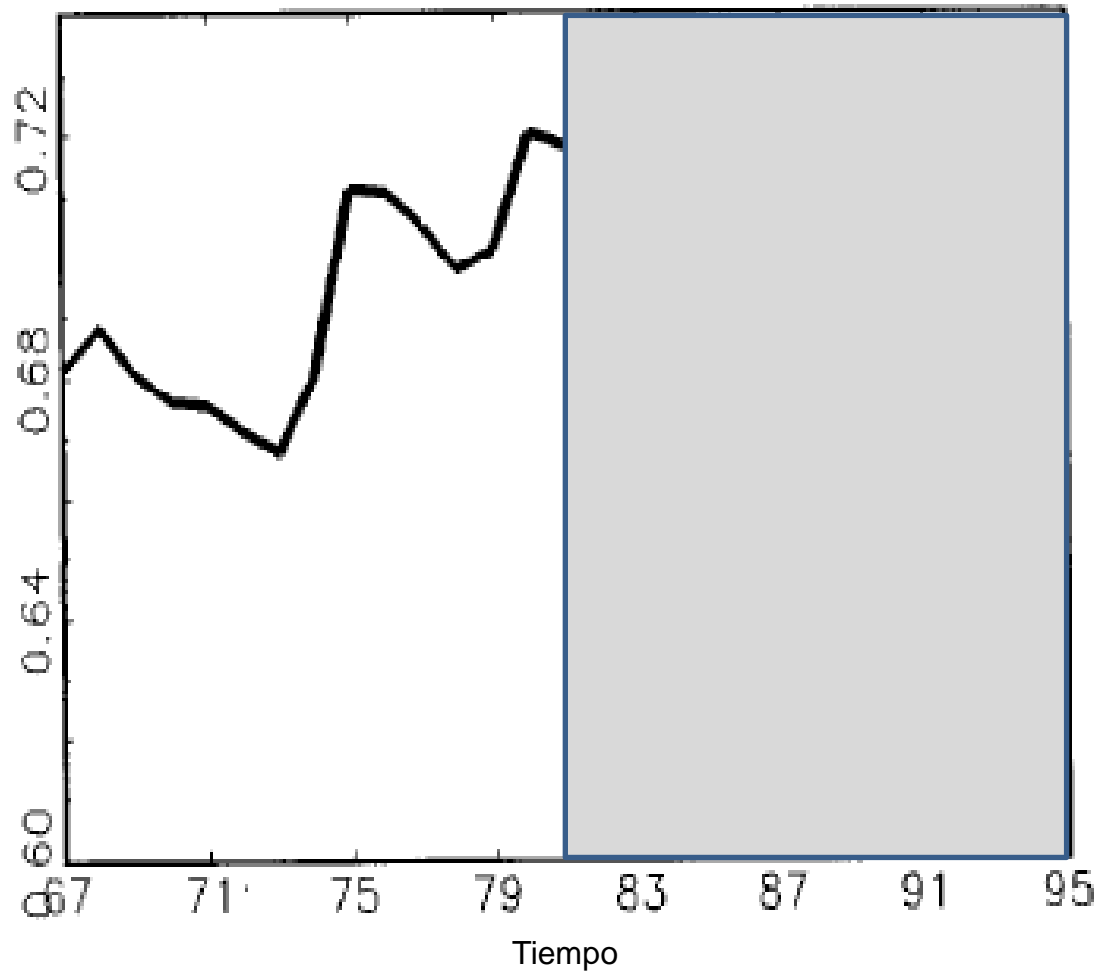
→ Peligros intratemporales

- Es extremadamente contagioso (precisamente porque inicialmente solo se ven los beneficios de corto plazo)
- Un enorme tema para Europa en el contexto de Grecia

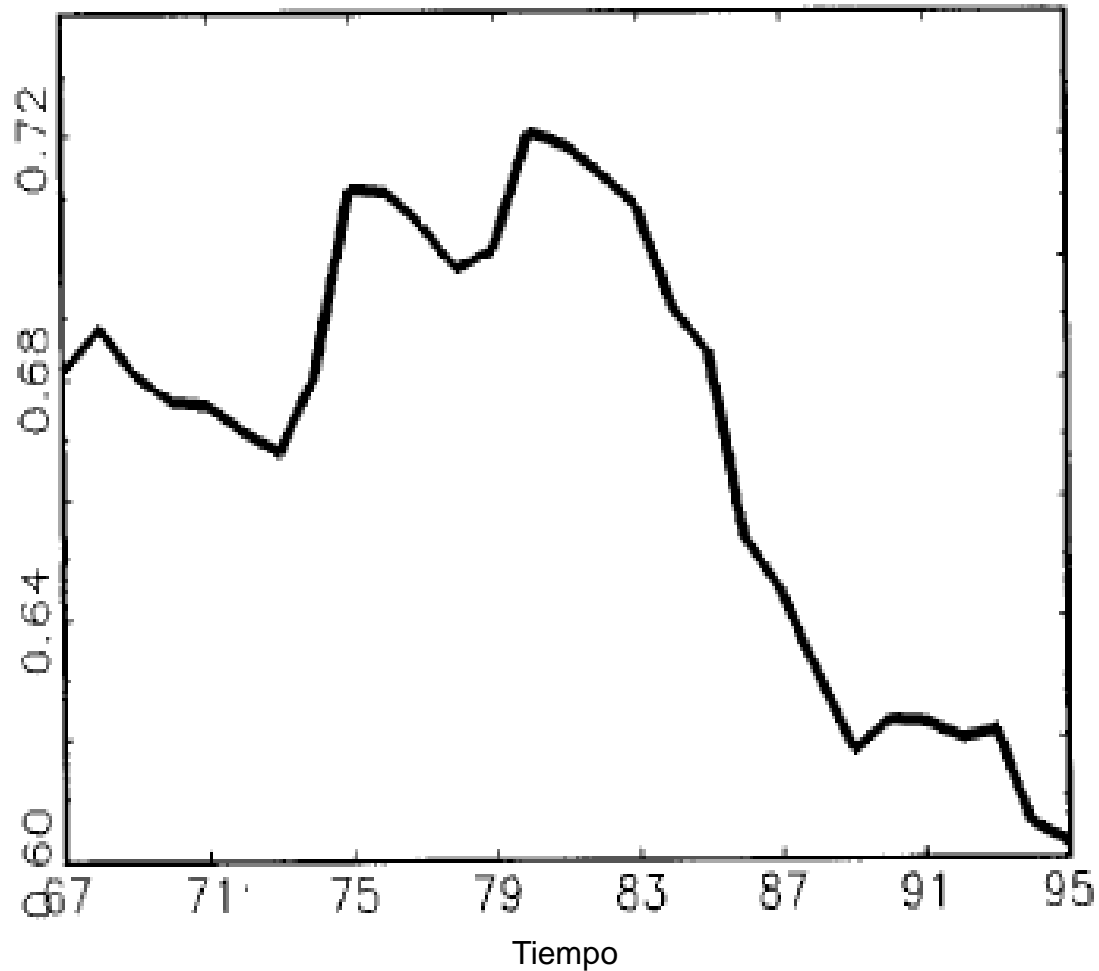
→ Peligros intertemporales

- Si uno le da suficiente tiempo a las economías para reaccionar, estas reacciones pueden ser extremadamente contraintuitivas y contraproductivas

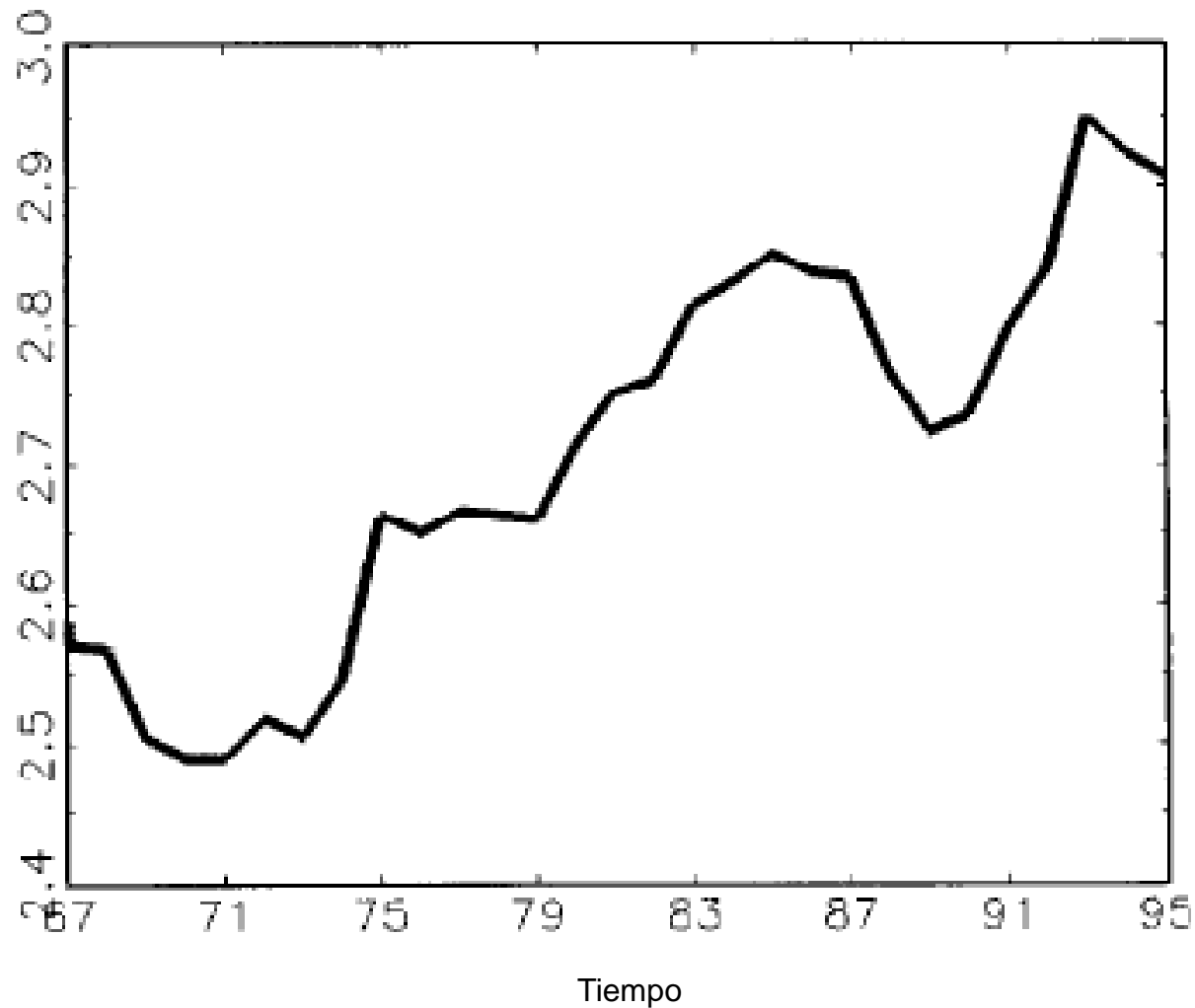
Participación del Trabajo



Participación del Trabajo



Razón Capital/Producto



- Una de las razones principales por la cual el experimento Europeo resultó tan mal (aún peor de lo que sus críticos anticiparon), fue que ocurrió casi simultáneamente con los shocks del petróleo
 - Justo cuando la economía requería más flexibilidad, la rigidizaron
 - Es decir, juntaron dos dominós...
- Dejo a la imaginación de ustedes, donde más podría ocurrir algo similar hoy por hoy...

Los Dominós de la Economía Mundial

Ricardo J. Caballero
MIT
Seminario Security
Santiago, Agosto 2015

- This presentation (and the contents herein) is of a general nature only and neither represents nor is intended to be specific advice on any particular matter. This presentation (and the contents herein) provides general information only and does not take into account your individual objectives, financial situation or needs.
- Information, including forecast financial information, in this presentation should not be considered as a recommendation in relation to holding, purchasing or selling shares, securities or other instruments in or, in entities related to, Mr. Ricardo Caballero or any other entity. Due care and attention has been used in the preparation of forecast information. However, actual results may vary from forecasts and any variation may be materially positive or negative. Forecasts, by their very nature, are subject to uncertainty and contingencies.
- You should assess whether the information is appropriate for you and talk with your financial or other professional adviser before making an investment or financial decision. The contents of this presentation are not to be relied upon as a substitute for financial or other professional advice. Any use, including the reproduction, modification, distribution, transmission, republication, display or performance, of the content of this presentation is strictly prohibited.

Pronósticos Globales

| | Weight* | Real GDP | | | | | Real GDP | | | Consumer prices | | | | Consumer prices | | |
|--------------------|---------|------------------------------|-------|------|-------|-------|-----------------|------|-------|-------------------|-------|-------|--------|-----------------|-------|-------|
| | | % over previous period, saar | | | | | % annual change | | | % over a year ago | | | | % annual change | | |
| | | 4Q14 | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 2014 | 2015 | 2016 | 1Q15 | 2Q15 | 3Q15 | 4Q15 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Global | 100.0 | 2.7 | 2.6 | 3.2 | 4.0 | 3.5 | 3.4 | 3.3 | 3.7 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.5 | 2.8 | 2.2 | 2.9 |
| Advanced | 44.5 | 1.9 | 1.1 | 2.1 | 2.4 | 2.2 | 1.6 | 1.9 | 2.1 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.6 | 1.4 | 0.3 | 1.4 |
| Emerging | 55.5 | 3.3 | 3.8 | 4.1 | 5.3 | 4.5 | 4.8 | 4.4 | 4.9 | 4.9 | 5.1 | 5.0 | 5.4 | 5.0 | 5.1 | 5.0 |
| BRIC | 35.9 | 3.2 | 4.9 | 4.8 | 5.9 | 4.5 | 5.8 | 5.1 | 5.7 | 4.1 | 4.2 | 3.9 | 4.0 | 3.8 | 4.0 | 3.1 |
| Americas | 29.2 | 2.0 | -0.4 | 2.1 | 2.3 | 2.5 | 1.9 | 1.7 | 2.2 | 2.6 | 2.8 | 3.2 | 3.9 | 3.8 | 3.1 | 4.5 |
| United States | 19.8 | 2.2 | -0.2 | 3.0 | ↑ 3.0 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 2.6 | -0.1 | 0.0 | 0.2 | 0.7 | 1.6 | 0.2 | 1.8 |
| Latin America | 9.4 | 1.6 | -0.8 | 0.1 | 0.6 | 2.5 | 1.0 | 0.4 | 1.4 | 12.0 | 13.0 | 14.1 | 15.6 | 11.5 | 13.7 | 14.5 |
| Argentina | 1.1 | 0.1 | 0.0 | 1.0 | -1.0 | -0.5 | 0.5 | 0.3 | -0.5 | 31.4 | 27.7 | 28.3 | 32.5 | 39.9 | 30.0 | 45.2 |
| Brazil | 3.7 | 1.1 | -0.6 | -2.9 | -1.4 | -0.2 | 0.1 | -1.1 | 0.5 | 7.7 | 8.5 | 9.2 | 9.0 | 6.3 | 8.6 | 6.0 |
| Chile | 0.5 | 3.4 | 4.2 | 2.0 | 2.8 | 5.3 | 1.9 | 3.0 | 3.5 | 4.4 | 4.1 | 4.1 | 3.3 | 4.4 | 4.0 | 3.3 |
| Colombia | 0.7 | 2.4 | 3.3 | 1.4 | 2.7 | 2.8 | 4.6 | 2.7 | 2.5 | 4.4 | 4.8 | 4.6 | 4.0 | 2.9 | 4.5 | 3.1 |
| Mexico | 2.4 | 2.7 | 1.6 | 3.5 | 3.0 | 3.0 | 2.1 | 2.6 | 3.1 | 3.1 | 2.9 | 2.7 | 2.6 | 4.0 | 2.8 | 3.4 |
| Peru | 0.4 | 3.6 | 3.4 | 3.4 | 5.2 | 5.0 | 2.4 | 3.5 | 4.6 | 2.8 | 2.4 | 2.5 | 2.7 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| Venezuela | 0.6 | -0.2 | -26.2 | -2.4 | -1.6 | 19.1 | -4.1 | -6.2 | -2.8 | 90.4 | 120.7 | 145.1 | 177.6 | 62.2 | 138.3 | 142.2 |
| Asia/Pacific | 44.9 | 3.8 | 5.6 | 5.6 | 6.7 | 5.2 | 5.6 | 5.5 | 5.8 | 1.9 | 1.6 | 1.4 | 1.7 | 2.8 | 1.7 | 2.1 |
| Japan | 5.4 | 1.2 | 3.9 | -0.5 | 2.0 | 2.2 | -0.1 | 0.8 | 1.6 | 2.1 | 0.2 | -0.3 | -0.1 | 2.6 | 0.5 | 0.6 |
| Australia | 1.2 | 1.9 | 3.8 | 2.7 | 2.8 | 3.2 | 2.7 | 2.7 | 3.3 | 1.3 | 1.8 | 2.0 | 2.5 | 2.5 | 1.9 | 2.8 |
| Emerging Asia | 38.3 | 4.2 | 5.9 | 6.5 | 7.4 | 5.7 | 6.4 | 6.3 | 6.4 | 1.9 | 2.0 | 1.7 | 2.1 | 2.8 | 1.9 | 2.4 |
| China | 19.9 | 6.1 | 5.3 | 7.0 | 7.0 | 6.6 | 7.4 | 6.8 | 6.6 | 1.2 | 1.4 | 1.2 | 1.5 | 2.0 | 1.3 | 1.6 |
| Hong Kong | 0.5 | 1.0 | 1.5 | 2.4 | 2.8 | 2.8 | 2.5 | 2.3 | 2.4 | 4.4 | 2.9 | 2.0 | 2.2 | 4.4 | 2.9 | 2.8 |
| India | 8.4 | -0.5 | 11.0 | 8.9 | 10.3 | 3.9 | 7.1 | 7.7 | 7.9 | 5.2 | 5.2 | 3.8 | 5.1 | 6.6 | 4.9 | 6.0 |
| Indonesia | 3.0 | 5.6 | 3.1 | 5.0 | 7.5 | 6.7 | 5.0 | 5.1 | 5.6 | 6.5 | 7.1 | 6.5 | 4.4 | 6.4 | 6.1 | 4.5 |
| South Korea | 2.0 | 1.1 | 3.3 | 1.2 | ↓ 4.5 | ↓ 4.5 | 3.3 | 2.6 | ↓ 3.7 | 0.6 | 0.5 | 0.9 | 1.6 | 1.3 | 0.9 | 2.2 |
| Malaysia | 0.8 | 7.3 | 4.7 | 1.0 | 5.0 | 5.5 | 6.0 | 4.5 | 5.3 | 0.7 | 2.2 | 2.9 | 2.9 | 3.1 | 2.2 | 3.0 |
| Philippines | 0.8 | 10.5 | 1.2 | 10.8 | 8.2 | 8.7 | 6.1 | 6.5 | 6.0 | 2.4 | 1.9 | 1.7 | 2.1 | 4.2 | 2.0 | 3.0 |
| Singapore | 0.5 | 4.9 | 4.2 | -4.7 | 4.1 | 3.2 | 2.9 | 2.0 | 2.5 | -0.3 | -0.4 | -0.9 | ↓ -0.6 | ↓ 1.0 | -0.5 | ↓ 1.2 |
| Taiwan | 1.2 | 1.9 | 2.7 | 3.7 | 5.4 | 4.9 | 3.8 | 3.7 | 4.0 | -0.6 | -0.7 | -0.2 | 1.0 | 1.2 | -0.1 | 2.1 |
| Thailand | 1.1 | 4.6 | 1.4 | 5.0 | 4.9 | 4.0 | 0.9 | 3.7 | 4.5 | -0.5 | -1.1 | -0.5 | 0.5 | 1.9 | -0.4 | 2.5 |
| Europe and Africa | 25.9 | 1.5 | 0.7 | 0.3 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 0.9 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.9 | 1.7 | 1.9 | 2.0 |
| Euro area | 14.6 | 1.4 | 1.5 | 1.8 | 1.9 | 1.6 | 0.9 | 1.4 | 1.6 | -0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.7 | 0.4 | 0.2 | 1.2 |
| Belgium | 0.5 | 0.9 | 1.3 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | -0.4 | 0.7 | 1.0 | 1.3 | 0.5 | 0.6 | 1.7 |
| France | 2.9 | 0.1 | 2.2 | 1.0 | 1.6 | 1.6 | 0.2 | 1.2 | 1.5 | -0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.8 | 0.6 | 0.3 | 1.1 |
| Germany | 4.2 | 2.8 | 1.1 | 1.8 | 2.0 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | -0.1 | 0.4 | 0.2 | 0.8 | 0.8 | 0.3 | 1.2 |
| Greece | 0.3 | -1.6 | -0.6 | -4.2 | -8.2 | -3.0 | 0.7 | -2.1 | -1.1 | -2.2 | -1.4 | -0.8 | 0.0 | -1.4 | -1.1 | 0.6 |
| Ireland | 0.3 | 0.8 | 0.7 | 8.2 | 8.1 | 4.1 | 4.8 | 3.6 | 3.2 | -0.3 | 0.1 | 0.5 | 1.0 | 0.3 | 0.3 | 1.6 |
| Italy | 2.4 | 0.0 | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | -0.4 | 0.8 | 1.4 | -0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.6 | 0.2 | 0.2 | 1.0 |
| Netherlands | 0.9 | 3.3 | 1.6 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 0.9 | 1.8 | 1.7 | -0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.9 | 0.3 | 0.4 | 1.3 |
| Portugal | 0.3 | 1.7 | 1.5 | 1.9 | 2.1 | 2.3 | 0.9 | 1.7 | 1.8 | 0.0 | 0.7 | 0.7 | 1.0 | -0.2 | 0.6 | 0.9 |
| Spain | 1.8 | 2.7 | 3.8 | 4.3 | 3.9 | 2.0 | 1.4 | 3.3 | 2.7 | -1.1 | -0.3 | 0.0 | 0.7 | -0.2 | -0.2 | 1.1 |
| United Kingdom | 2.9 | 3.4 | 1.5 | 2.5 | 1.9 | 1.9 | 3.0 | 2.4 | 2.1 | 0.1 | 0.0 | -0.1 | 0.1 | 1.5 | 0.0 | 1.5 |
| Switzerland | 0.5 | 2.1 | -0.8 | 0.0 | 0.8 | 1.2 | 2.0 | 0.7 | 1.8 | -0.7 | -1.0 | -1.2 | -1.0 | 0.0 | -1.0 | -0.3 |
| EM Europe & Africa | 7.9 | 0.9 | -1.0 | -3.3 | -0.3 | 0.9 | 1.7 | -0.6 | 1.2 | 9.2 | 9.2 | 9.0 | 8.3 | 6.2 | 8.9 | 5.4 |
| Poland | 1.1 | 3.2 | 4.1 | 2.5 | 3.0 | 3.0 | 3.4 | 3.3 | 3.4 | -1.1 | -1.0 | -0.6 | -0.3 | 0.1 | -0.6 | 1.6 |
| Russia | 4.0 | -2.2 | -5.1 | -8.8 | -3.3 | -1.5 | 0.6 | -4.0 | -0.7 | 16.2 | 15.9 | 15.5 | 13.7 | 7.8 | 15.3 | 6.8 |
| Turkey | 1.7 | 3.9 | 3.6 | 2.1 | 2.9 | 3.7 | 2.9 | 2.8 | 3.2 | 7.5 | 8.0 | 7.3 | 7.2 | 8.9 | 7.5 | 6.4 |
| Israel | 0.3 | 6.5 | 2.1 | 2.9 | 3.1 | 3.3 | 2.7 | 3.1 | 3.3 | -0.8 | -0.4 | 0.0 | 0.5 | 0.5 | -0.2 | 1.8 |
| South Africa | 0.8 | 4.1 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 2.3 | 1.5 | 2.0 | 2.2 | 4.1 | 4.6 | 5.2 | 6.0 | ↓ 6.1 | ↓ 5.0 | ↓ 6.3 |

Note: Arrows appear next to numbers if current forecasts differ from that of the previous week by 0.5pp or more for quarterly annualized GDP, by 0.2pp or more for annual GDP and by 0.2pp or more for inflation. Weights used for real GDP are based on IMF PPP-based GDP (5yr centred moving averages). Weights used for consumer prices are based on IMF nominal GDP (5yr centred moving averages)". * IMF PPP-based GDP weights for 2014. Source: Barclays Research

Vulnerabilidad de los EM a tasas más altas en EE.UU.

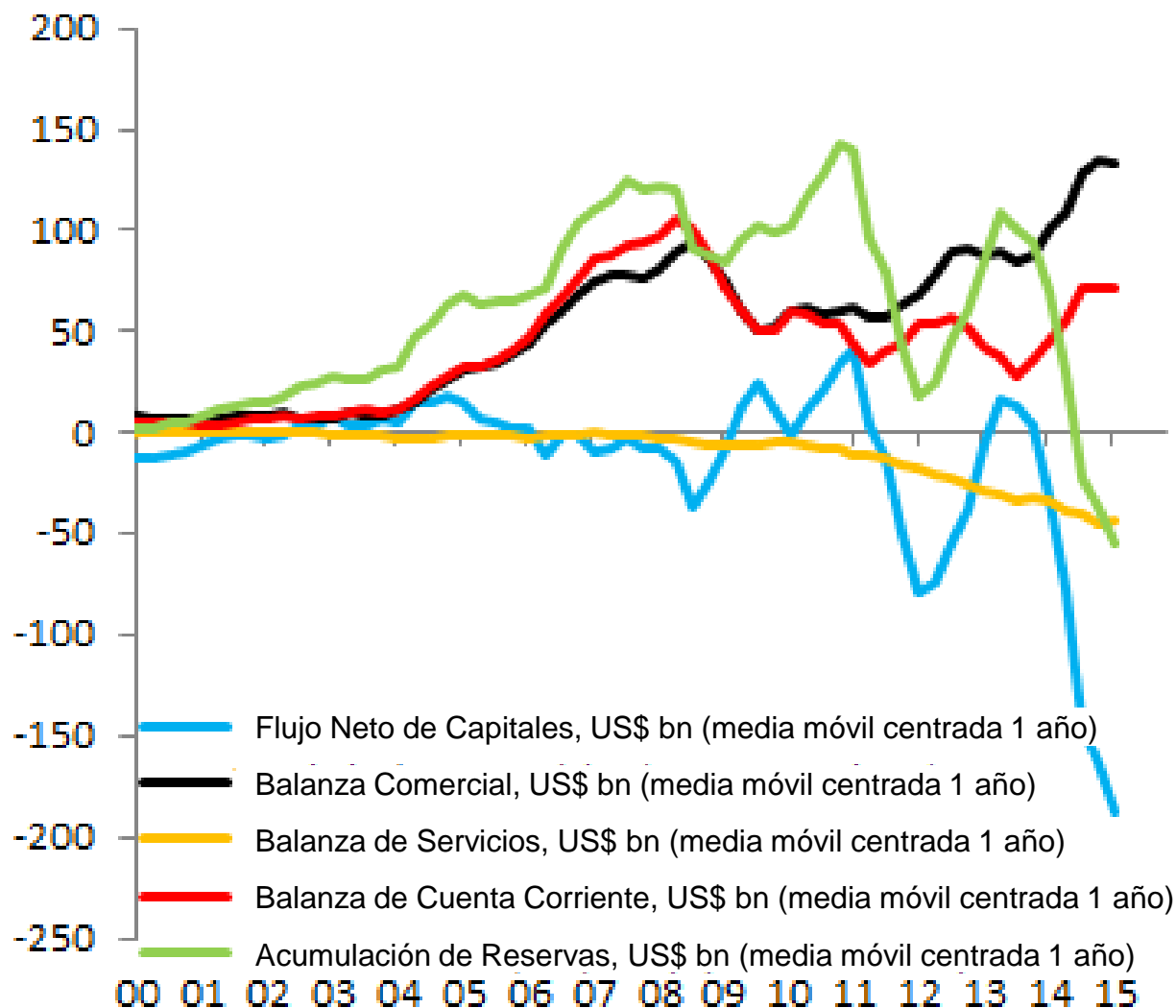
| | Relative Bond Yield* | | Real Interest Rate** | | Current Acc Balance %GDP | | Forward PE | |
|--------------|----------------------|--------|----------------------|--------|--------------------------|-------|------------|--------|
| | May-15 | Jun-13 | May-15 | Jun-13 | 2015E | 2013 | May-15 | Jun-13 |
| Brazil | 10.2% | 8.7% | 5.1% | 4.5% | -3.6% | -3.7% | 12.1 | 9.1 |
| Chile | 2.4% | 2.9% | -1.1% | -0.3% | -0.9% | -3.5% | 15.8 | 15.3 |
| China | 1.5% | 1.1% | 0.6% | 0.6% | 3.2% | 1.5% | 11.5 | 7.6 |
| Colombia | 4.8% | 4.4% | -0.1% | 1.2% | -4.6% | -3.2% | 14.6 | 14.0 |
| Czech Rep | -1.3% | -0.3% | -0.4% | 0.1% | 0.5% | -0.6% | 14.0 | 9.3 |
| Egypt | 12.5% | 14.2% | -1.7% | 0.5% | - | - | 11.7 | 6.1 |
| Greece | 9.1% | 8.7% | 2.2% | 1.2% | 0.5% | 0.8% | 10.0 | 10.7 |
| Hungary | 1.4% | 4.0% | 2.0% | 2.6% | 4.1% | 4.1% | 12.7 | 7.7 |
| India | 5.7% | 5.0% | 2.6% | 1.2% | 0.5% | -1.7% | 17.1 | 12.9 |
| Indonesia | 6.1% | 4.6% | 0.4% | 0.8% | -2.2% | -3.2% | 14.6 | 12.6 |
| Korea | 0.2% | 0.9% | 1.4% | 0.8% | 9.3% | 6.2% | 9.8 | 7.6 |
| Malaysia | 1.8% | 1.2% | 1.4% | -0.3% | -0.5% | 4.0% | 15.1 | 14.9 |
| Mexico | 3.9% | 3.3% | -0.1% | -0.8% | -2.7% | -2.1% | 18.6 | 15.7 |
| Peru | 4.4% | 3.3% | -0.1% | 0.6% | -3.8% | -4.3% | 13.3 | 10.2 |
| Philippines | 2.3% | 1.8% | 1.8% | -0.9% | 5.8% | 4.2% | 19.2 | 16.8 |
| Poland | 0.9% | 1.8% | 2.4% | 2.0% | -1.2% | -1.3% | 13.8 | 11.6 |
| Qatar | - | - | -0.1% | -2.1% | 21.8% | 30.8% | 12.9 | NA |
| Russia | 8.6% | 5.2% | -3.9% | -0.3% | 3.5% | 1.7% | 5.0 | 4.2 |
| South Africa | 6.1% | 5.1% | 1.3% | -1.1% | -5.0% | -5.8% | 15.9 | 11.9 |
| Taiwan | -0.6% | -1.1% | 2.7% | 0.2% | 14.5% | 10.8% | 12.8 | 12.8 |
| Thailand | 0.7% | 1.3% | 2.5% | -0.4% | 5.9% | -1.0% | 13.5 | 11.3 |
| Turkey | 6.9% | 6.1% | -0.4% | -0.4% | -5.1% | -7.9% | 9.8 | 9.1 |
| UAE | - | - | -3.2% | -1.2% | 0.3% | 16.1% | 12.8 | NA |

Fuente: MSCI, IBES, Datastream, Haver, UBS. * Tasa de bonos locales – Tasa Treasury 10 años;

** TPM- Inflación anual (%)

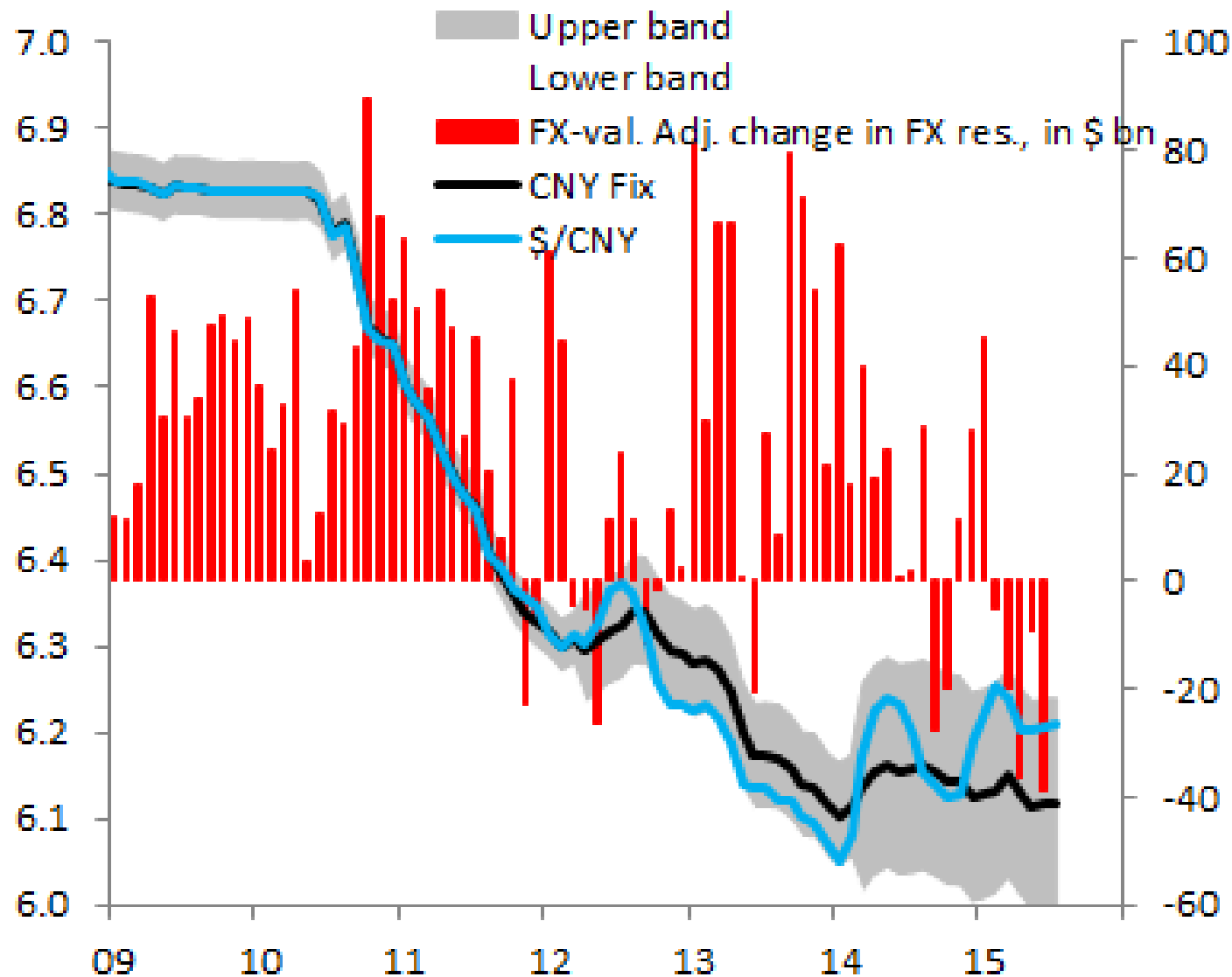
Salida de Capitales de China

GRUPO security



Salida de Capitales de China

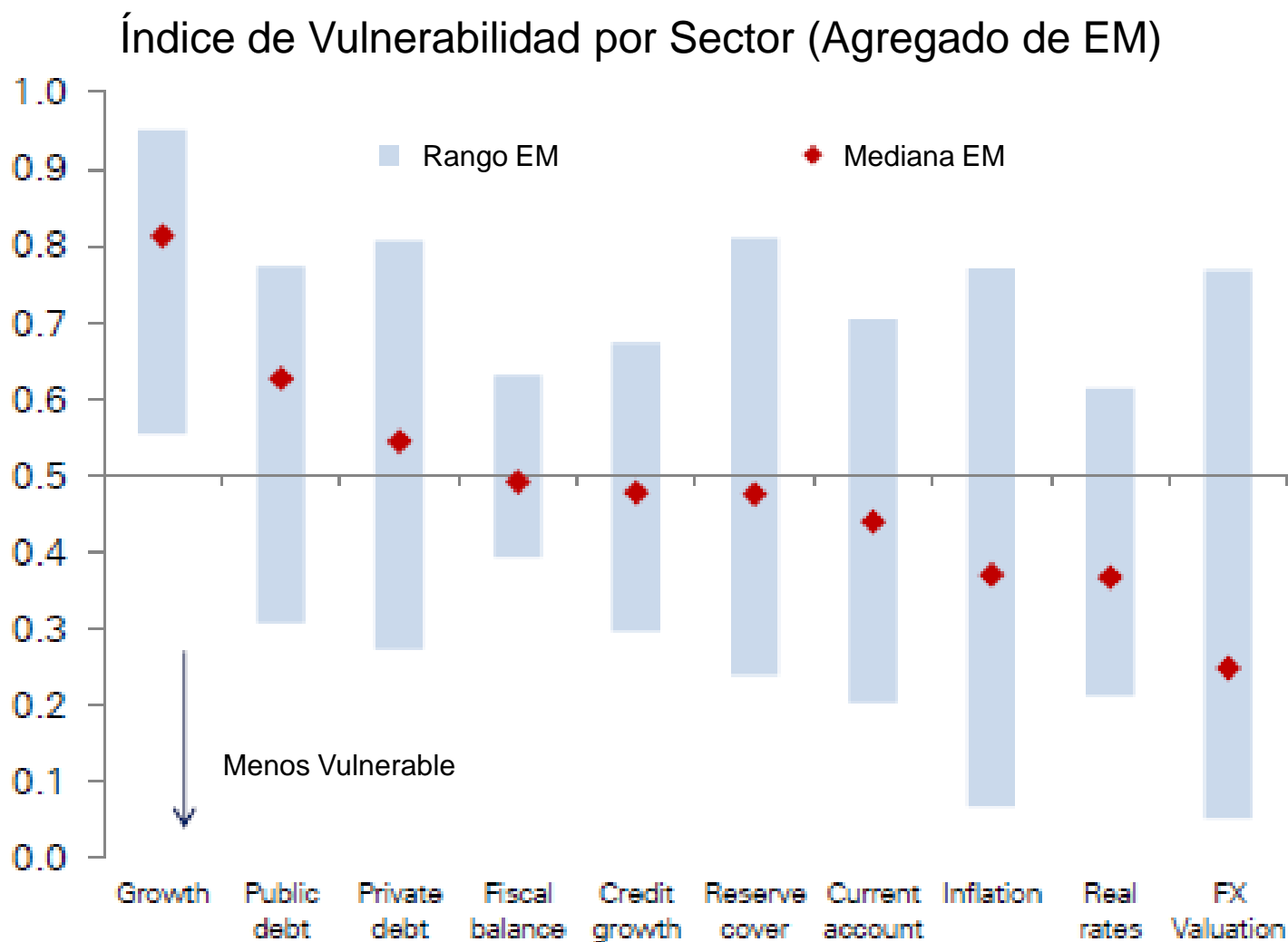
GRUPO security



Balance Global de Demanda y Oferta por Cobre Refinado (miles de ton.)

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Global mine supply | 18118 | 18440 | 18859 | 19761 | 20154 | 20648 | 21034 | 20885 |
| <i>% change</i> | <i>8.5</i> | <i>1.8</i> | <i>2.3</i> | <i>4.8</i> | <i>2.0</i> | <i>2.4</i> | <i>1.9</i> | <i>-0.7</i> |
| <i>Including disruption allow. (%)</i> | <i>0.0</i> | <i>0.0</i> | <i>3%</i> | <i>7%</i> | <i>9%</i> | <i>11%</i> | <i>14%</i> | <i>18%</i> |
| <i>Including disruption allow. (level)</i> | <i>0</i> | <i>0</i> | <i>672</i> | <i>1386</i> | <i>2005</i> | <i>2443</i> | <i>3387</i> | <i>4488</i> |
| Global refined supply | 20589 | 21791 | 22165 | 22911 | 23391 | 23856 | 24314 | 24205 |
| <i>% change</i> | <i>4.2</i> | <i>5.8</i> | <i>1.7</i> | <i>3.4</i> | <i>2.1</i> | <i>2.0</i> | <i>1.9</i> | <i>-0.4</i> |
| Global refined consumption | 20554 | 21423 | 21659 | 22238 | 22778 | 23275 | 23772 | 24275 |
| <i>% change</i> | <i>5.3</i> | <i>4.2</i> | <i>1.1</i> | <i>2.7</i> | <i>2.4</i> | <i>2.2</i> | <i>2.1</i> | <i>2.1</i> |
| <i>Of which China</i> | <i>9100</i> | <i>9627</i> | <i>9723</i> | <i>10015</i> | <i>10315</i> | <i>10625</i> | <i>10944</i> | <i>11272</i> |
| <i>% change</i> | <i>11.3</i> | <i>5.8</i> | <i>1.0</i> | <i>3.0</i> | <i>3.0</i> | <i>3.0</i> | <i>3.0</i> | <i>3.0</i> |
| <i>Of which World ex-China</i> | <i>11454</i> | <i>11796</i> | <i>11936</i> | <i>12223</i> | <i>12463</i> | <i>12650</i> | <i>12829</i> | <i>13003</i> |
| <i>% change</i> | <i>1.0</i> | <i>3.0</i> | <i>1.2</i> | <i>2.4</i> | <i>2.0</i> | <i>1.5</i> | <i>1.4</i> | <i>1.4</i> |
| Balance | 36 | 368 | 506 | 673 | 613 | 581 | 542 | -70 |
| LME Price (\$/t) | 7328 | 6863 | 5670 | 4725 | 4500 | 4500 | 5000 | 5500 |

Fuente: Goldman Sachs, Wood Mackenzie, ICSG



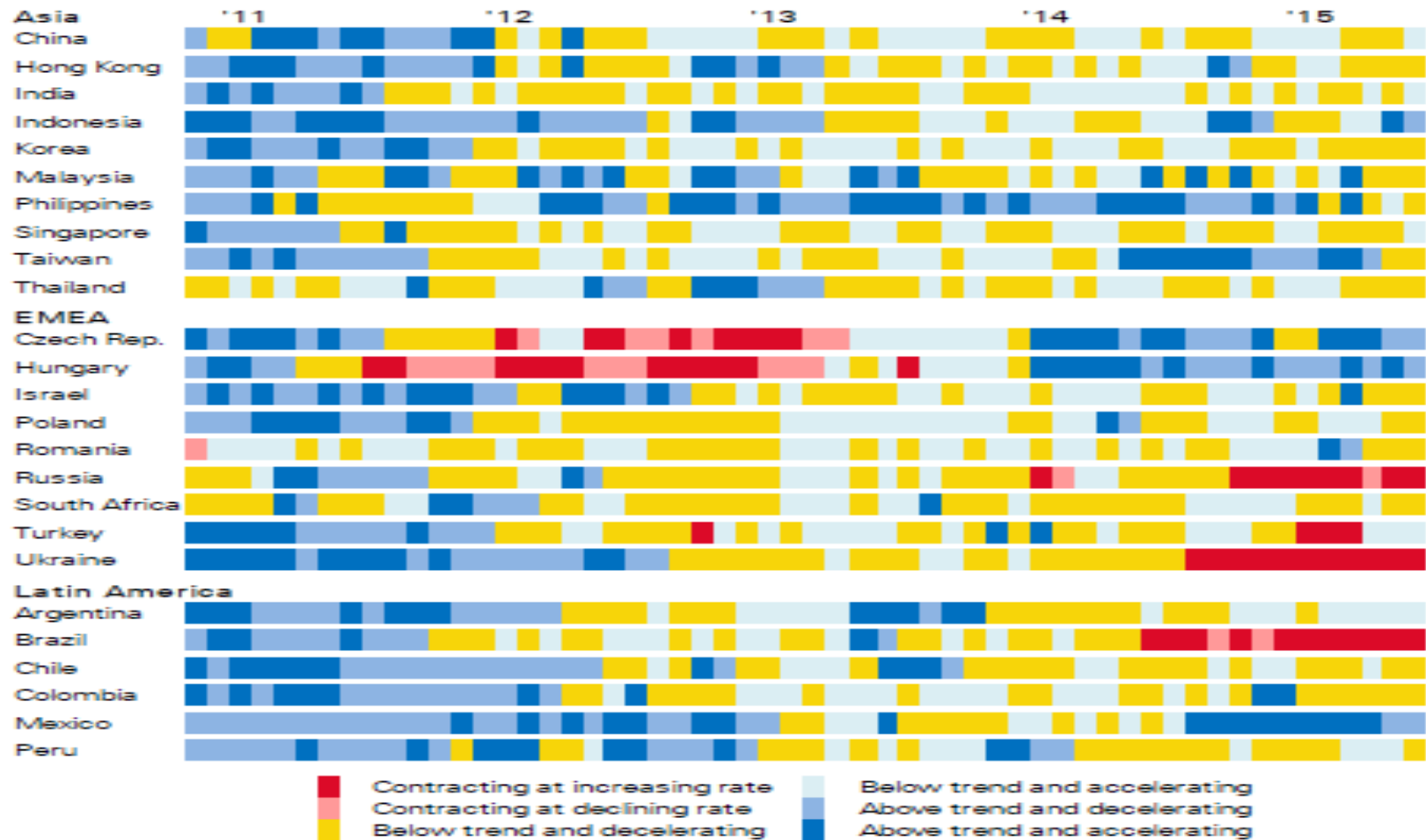
Vulnerabilidades EM Junio 2015

| | Growth | Inflation | Credit growth | Private debt | Real rates | Current account | Reserve cover | FX valuation | Public debt | Fiscal balance | Overall | |
|-----|---------|-----------|---------------|--------------|------------|-----------------|---------------|--------------|-------------|----------------|------------|-----|
| | Z-score | YoY% | Excess % | % GDP | % | % GDP | % GEFR | % | % GDP | % GDP | Percentile | |
| VEN | -1.15 | 68.5 | 18.3 | 40.2 | -32.0 | 1.2 | 87.3 | 241.9 | 53.5 | -17.3 | 0.82 | VEN |
| UKR | -1.63 | 58.9 | 5.9 | 67.2 | -20.1 | -3.7 | 32.0 | -20.8 | 82.7 | -4.4 | 0.78 | UKR |
| ARG | -0.06 | 29.3 | -5.5 | 14.2 | -4.9 | -1.1 | 87.0 | 40.8 | 49.0 | -3.4 | 0.61 | ARG |
| BRZ | -1.87 | 8.5 | 3.9 | 68.6 | 4.1 | -4.4 | 239.3 | -10.8 | 65.7 | -5.8 | 0.61 | BRZ |
| HKG | -0.89 | 3.0 | 5.1 | 323.1 | -2.6 | 2.1 | 36.3 | 11.3 | 6.7 | 4.2 | 0.60 | HKG |
| ZAF | -0.49 | 4.5 | 1.8 | 76.0 | 1.5 | -5.4 | 89.1 | -13.0 | 46.7 | -4.1 | 0.59 | ZAF |
| COL | -0.64 | 4.5 | 6.7 | 43.6 | 0.0 | -5.7 | 134.4 | -17.6 | 39.3 | -2.3 | 0.57 | COL |
| SGP | -1.08 | -0.4 | 4.2 | 128.8 | 1.3 | 21.8 | 24.2 | 6.9 | 98.3 | 2.9 | 0.56 | SGP |
| TUR | -0.48 | 7.7 | 9.4 | 64.1 | 2.8 | -5.8 | 69.8 | -10.5 | 33.5 | -1.4 | 0.56 | TUR |
| IND | -0.56 | 5.1 | -1.0 | 55.7 | 3.0 | -1.3 | 316.6 | -3.6 | 64.7 | -7.2 | 0.51 | IND |
| RUS | -1.45 | 15.8 | 10.7 | 56.1 | -1.5 | 4.7 | 361.6 | -11.5 | 18.4 | -2.4 | 0.51 | RUS |
| CHN | -1.52 | 1.5 | 5.2 | 135.4 | 2.1 | 2.8 | 545.8 | 7.4 | 42.3 | -1.5 | 0.51 | CHN |
| MEX | 0.40 | 3.0 | 5.6 | 46.0 | 0.4 | -2.0 | 166.3 | -4.1 | 50.7 | -4.4 | 0.50 | MEX |
| MAL | -0.59 | 2.0 | 0.8 | 121.5 | 1.7 | 3.4 | 113.2 | -11.5 | 56.8 | -3.6 | 0.49 | MAL |
| CHL | -0.88 | 4.2 | 1.9 | 79.5 | -1.1 | -0.5 | 193.8 | -11.3 | 15.1 | -1.8 | 0.49 | CHL |
| THA | -1.16 | -1.1 | 3.1 | 125.6 | 2.9 | 3.9 | 300.0 | 2.9 | 47.4 | -1.9 | 0.47 | THA |
| ISR | -0.27 | -0.4 | 0.0 | 113.4 | 0.5 | 3.9 | 251.7 | -2.4 | 68.9 | -3.5 | 0.45 | ISR |
| PER | -0.74 | 3.1 | 8.4 | 35.0 | 1.2 | -4.2 | 383.6 | -0.3 | 21.1 | -0.9 | 0.45 | PER |
| IDN | 0.03 | 7.1 | 2.0 | 32.8 | -0.1 | -2.8 | 156.8 | -5.8 | 25.5 | -2.2 | 0.45 | IDN |
| KOR | -0.90 | 0.5 | 2.7 | 163.5 | 1.2 | 7.0 | 332.2 | 5.2 | 36.3 | 0.3 | 0.43 | KOR |
| CZE | 0.17 | 0.7 | -0.3 | 54.8 | -0.4 | 1.7 | 124.7 | -3.3 | 41.8 | -1.2 | 0.40 | CZE |
| TWN | -0.36 | -0.7 | -0.2 | 138.8 | 1.6 | 13.6 | 268.3 | -0.8 | 37.3 | -2.3 | 0.38 | TWN |
| POL | -0.18 | -0.8 | 2.2 | 51.5 | 2.4 | -0.3 | 284.5 | -7.6 | 49.1 | -3.2 | 0.37 | POL |
| PHL | -0.21 | 1.7 | 5.8 | 45.8 | 0.7 | 5.0 | 616.6 | 5.3 | 36.3 | -0.2 | 0.37 | PHL |
| ROM | -0.17 | 0.1 | -8.4 | 31.2 | 1.0 | 0.1 | 167.2 | -5.8 | 40.5 | -1.9 | 0.32 | ROM |
| HUN | 0.07 | 0.2 | -9.3 | 38.6 | 1.4 | 4.5 | 205.2 | -6.2 | 76.2 | -2.6 | 0.30 | HUN |

0.3 0.5 0.8

Notes: (1) credit growth is measured as the excess of private credit growth over nominal GDP growth over the last four quarters; (2) reserve cover is measured relative to the sum of short term external debt (at original maturity) and the current account deficit (for those countries that have deficits); (3) FX Valuations are taken from our Behavioral Equilibrium Exchange Rate Model (BEER), or Productivity-Adjusted Purchasing Power Parity Model for the couple of countries not covered by the BEER model (see our monthly EM FX Valuation Snapshot).

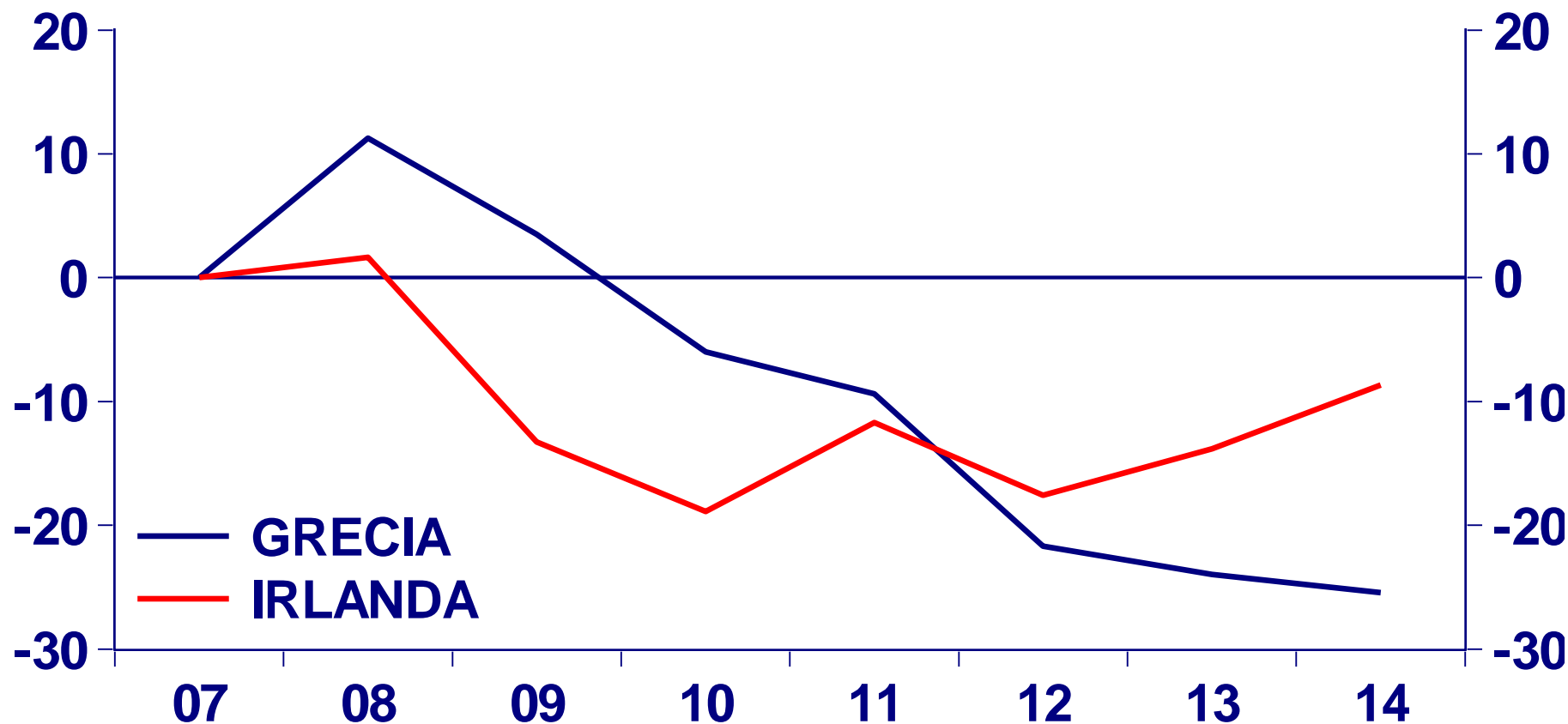
Monitor de Crecimiento Emergentes



Caerse les pasa a todos...

GRUPO security

PIB Nominal (normalizado 2007 = 0)



PERO NO TODOS SE LEVANTAN IGUAL....

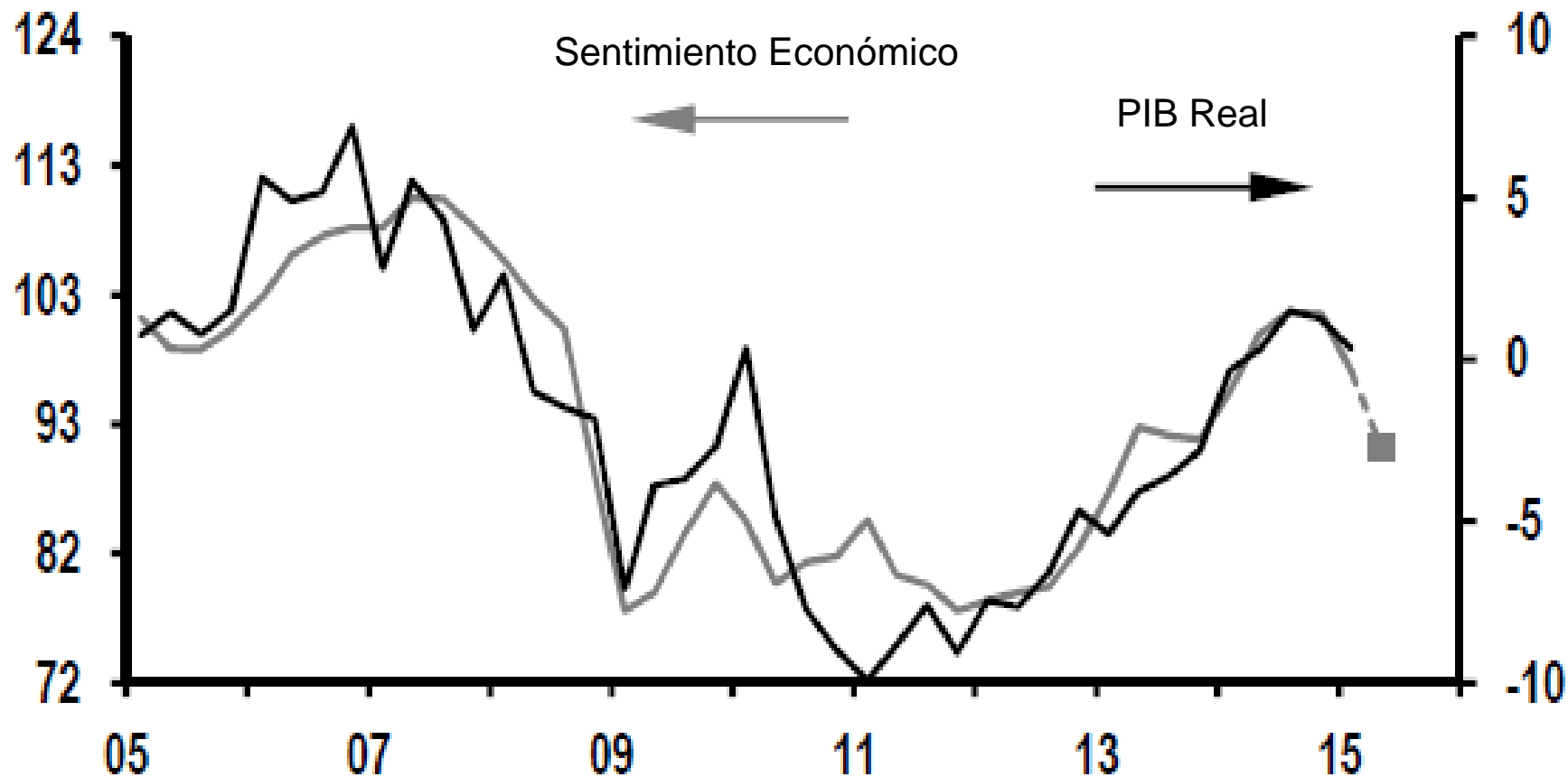
Fuente: Bloomberg.

Paso 1: Subestimar a la política

GRUPO security

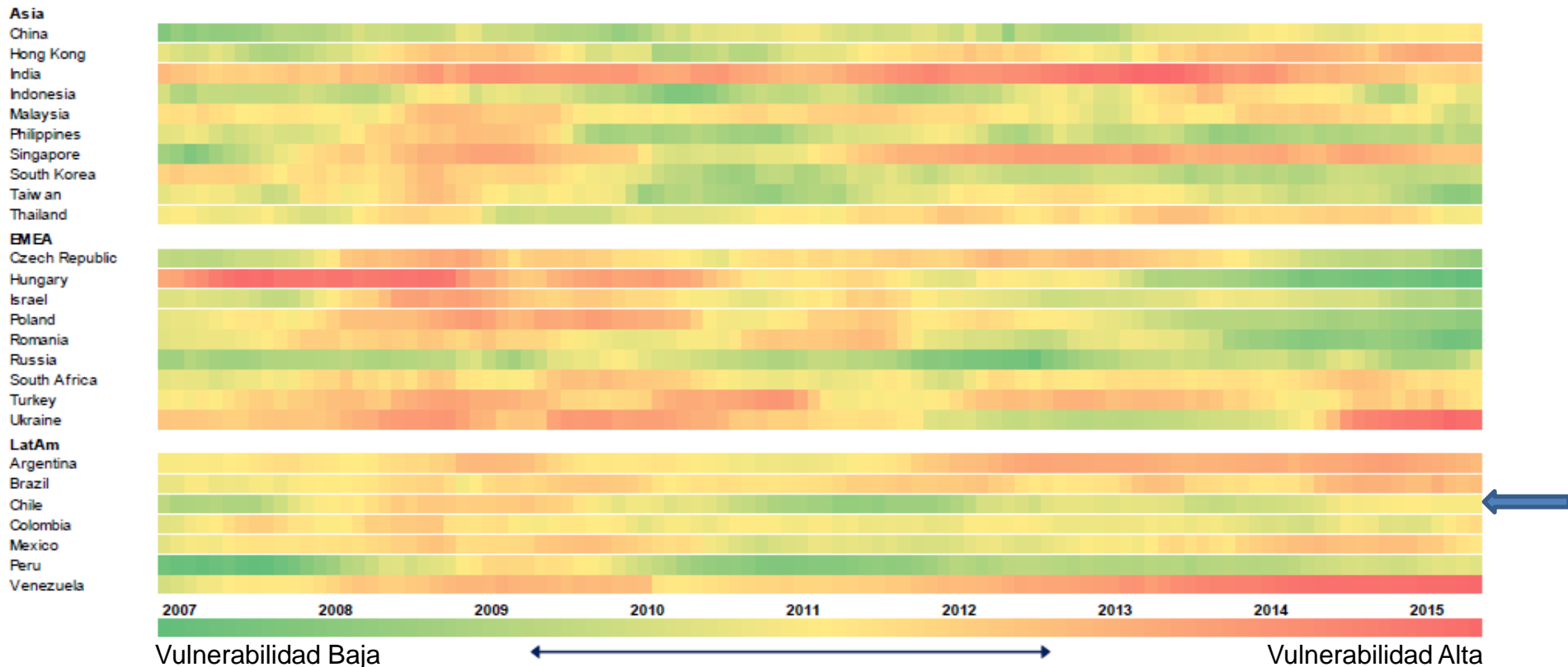
Índice, desestacionalizado

Var. % a/a



Fuente: Eurostat, Comisión Europea, JP Morgan

Evolución de Vulnerabilidad en Emergentes



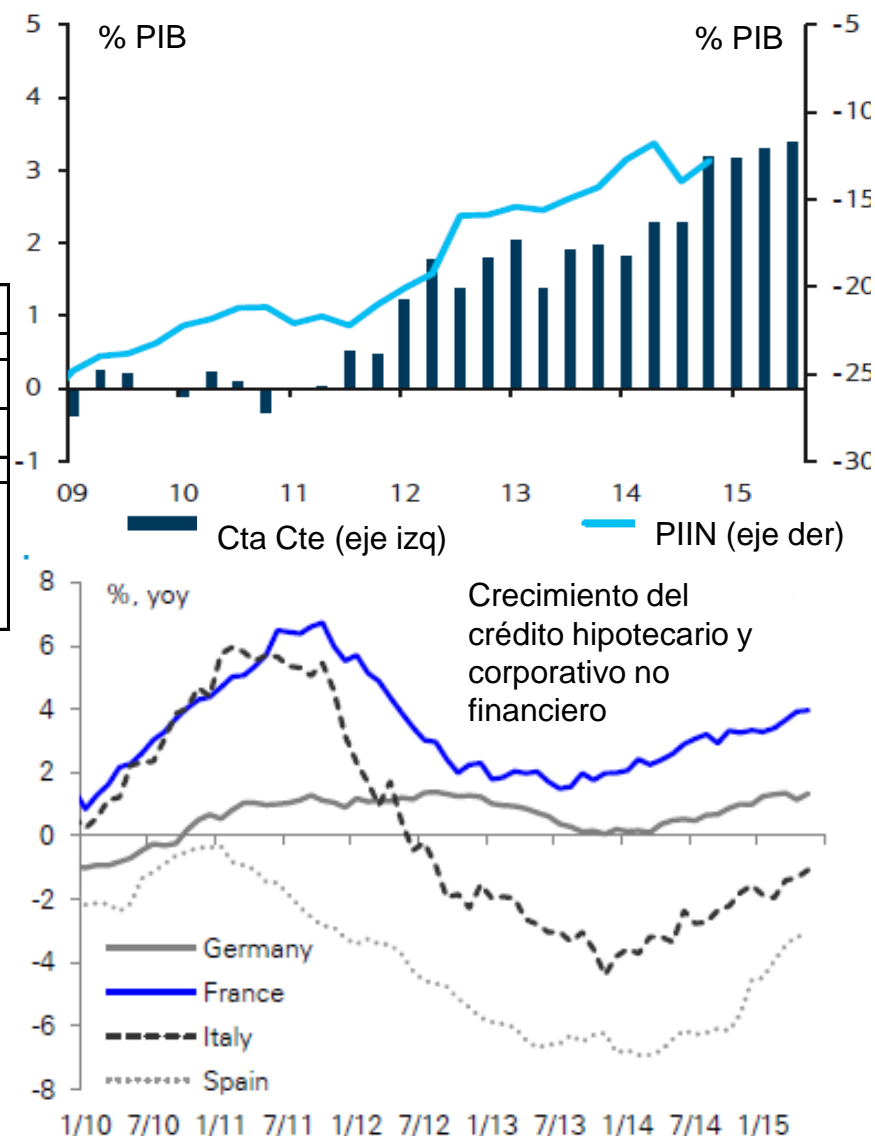
Mecanismo dólar

Efecto de un 10% de apreciación del dólar

| Cambio acumulado: | Un Año | Dos Años |
|--|--------|----------|
| Valor en Export Reales | -2.6 | -3.5 |
| Valor en Import Reales | 0.9 | 1.6 |
| Contribución al crecimiento del PIB de las exportaciones netas | -0.5 | -0.7 |

Fuente: Cálculos del autor.

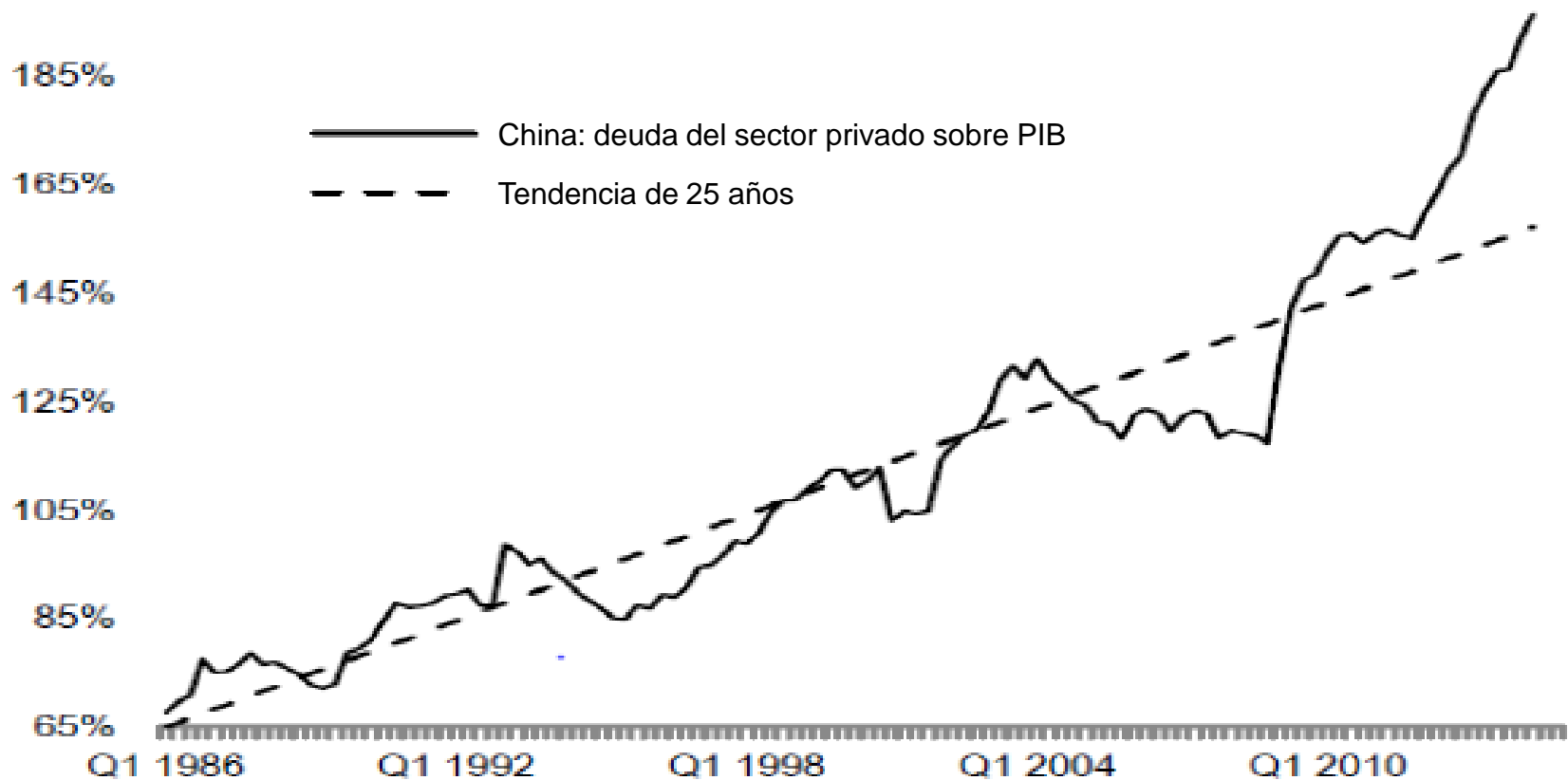
Nota: El shock de 10% de apreciación del tipo de cambio se realizó en el primer cuarto del primer año.



“Desapalancamiento” de China

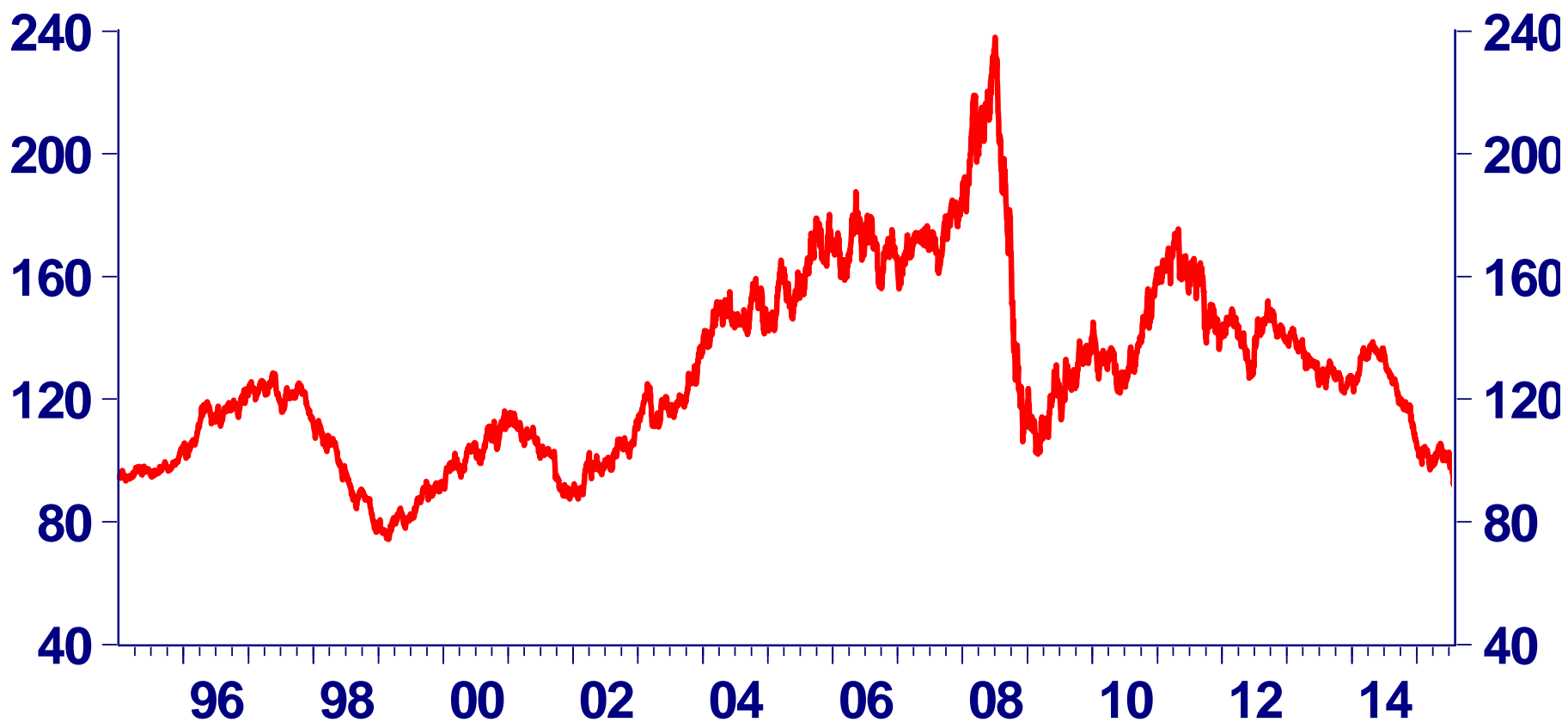
GRUPO security

Sector privado se mantiene altamente apalancado

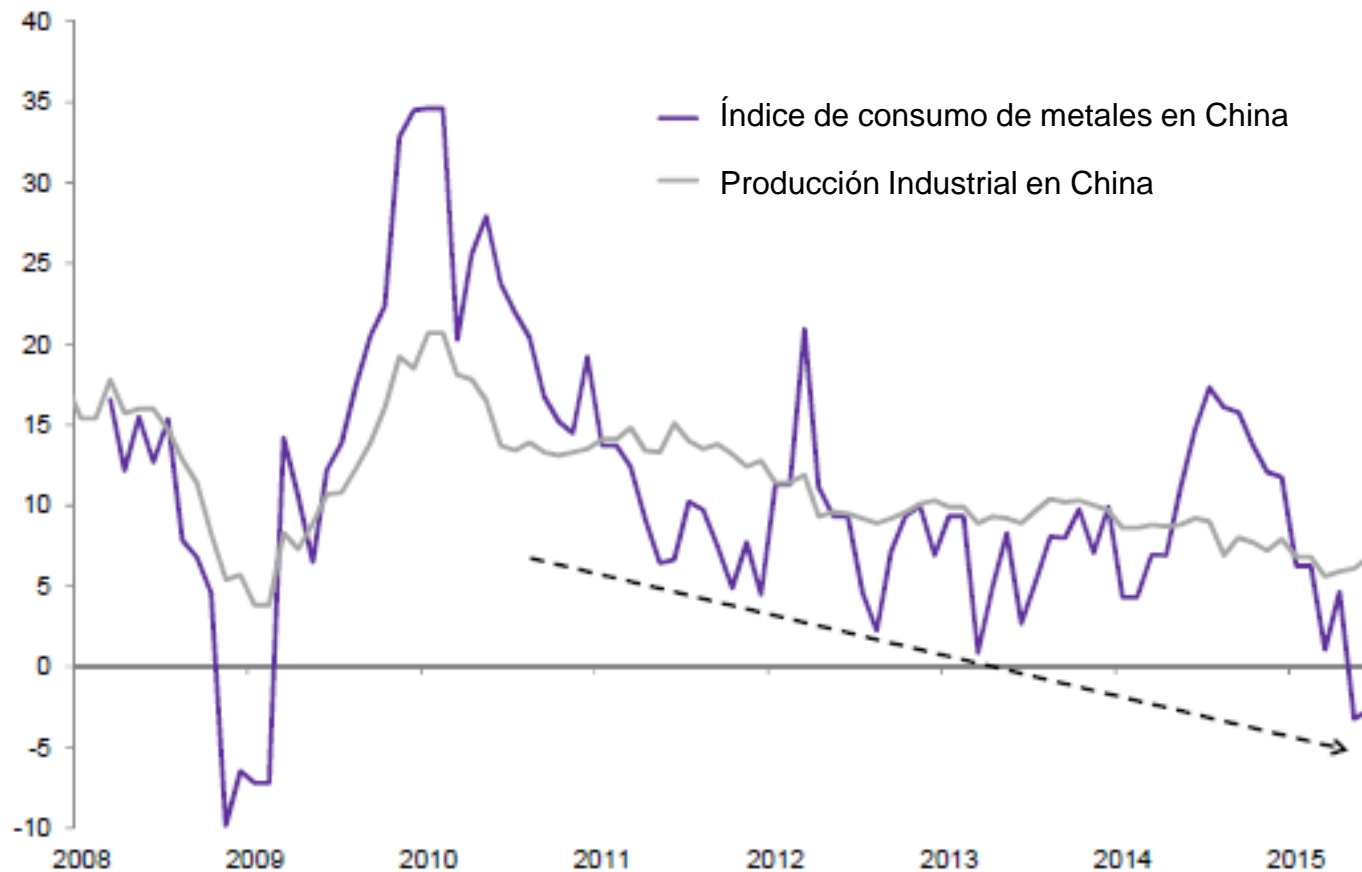


Índice de Commodities de Bloomberg (puntos)

Índice



% Cambio a/a



Fuente: Goldman Sachs, CEIC