

Situación Chile

Tercer trimestre de 2014
Unidad de Chile

- La recuperación global se ha tornado más lenta, pero retomará dinamismo en la segunda parte del 2014.
- Ajustamos la proyección de crecimiento 2014 para Chile hasta 2,9% con sesgo a la baja. Concreción de riesgos idiosincráticos explican corrección. El crecimiento previsto para 4T14, sobre 4% a/a, resultará clave para el cumplimiento de la proyección anual, y no estaría exento de riesgos.
- Inflación comenzará a ceder en 2S14, cerrando el año en torno a 3,6% a/a. El mayor impacto de la depreciación cambiaria ya se ha materializado y la generación de holguras de capacidad permite anticipar que la inflación anual habría alcanzado su techo a mediados del presente año.
- Luego de recortar la TPM en 25 puntos base en julio, Banco Central continuaría entregando estímulo de "al menos" 50 puntos en lo que resta del año. En este escenario, recientemente incorporado en las expectativas de mercado, el peso mantendría presión depreciativa acotada.
- Gasto público tendrá espacios relevantes de expansión en 2015 dados los recursos de la Reforma Tributaria.

Índice

1. Resumen	3
2. Recuperación global más lenta, en un entorno complejo	5
3. Tasas de largo plazo bajo fundamentales	8
4. Ajuste a la baja en proyecciones de actividad y demanda ante concreción de riesgos idiosincráticos	12
Recuadro 1. ¿Cuánto tiempo durará la resiliencia del mercado laboral?	13
5. Cuenta Corriente se ajusta con rapidez en 1T14 y desaparece de la lista de riesgos de la economía al ubicarse en niveles sostenibles	15
6. La inflación alcanzó su techo en mayo de 2014, y busca su piso en 2015	17
Recuadro 2. Mepco: el nuevo sistema de estabilización de precios de los combustibles	18
Recuadro 3. Estancflación, más mito que realidad	19
7. Cambios en el escenario de actividad e inflación hacen necesario un mayor estímulo monetario	22
8. Política fiscal: cambio en los parámetros de referencia disminuye espacio para el crecimiento del gasto en 2015	24
9. Riesgos idiosincráticos se han concretado y persisten riesgos externos	26
10. Tablas	27

Fecha de cierre: 21 de julio de 2014

1 Resumen

La ralentización registrada en el crecimiento mundial en la primera parte de 2014 ya habría finalizado. Los indicadores de confianza y volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina, que permitiría alcanzar un crecimiento mundial en 2014 del 3,3%. El mantenimiento de unas favorables condiciones de financiamiento global y el apoyo de las políticas económicas de demanda favorecería que el crecimiento se acelerase adicionalmente en 2015 hasta tasas cercanas al 3,8%, con aumento de la contribución de las economías más desarrolladas. Sin embargo, la incertidumbre de este escenario base sigue sesgada a la baja por el resurgimiento de riesgos geopolíticos y las dudas sobre el impacto global en flujos de capital y precios de activos financieros del alza de tasas en EE.UU. En China, si bien se aleja el riesgo de desaceleración brusca, su evolución debe seguir monitoreándose por la enorme importancia que tiene esta economía para el mundo emergente y, en particular, para Chile.

En Chile, la concreción de los riesgos idiosincráticos previstos en nuestro informe anterior nos llevan a revisar la estimación de crecimiento del PIB de este año a 2,9% con sesgo a la baja. Dada la información conocida del primer semestre, este crecimiento se sustenta en un relevante repunte de la expansión interanual en 4T14, pero que presenta riesgos importantes, principalmente locales. En 2015 proyectamos que la economía crecerá 3,8%, nuevamente bajo su potencial.

El principal riesgo de la proyección de crecimiento para Chile está vinculado a que la confianza continúe contrayéndose e impacte temporalmente la recuperación de la inversión, y dañe aún más el consumo privado. Asimismo, nuestro escenario base contempla un incremento relevante en el gasto público corriente y de capital. Aquello tiene el riesgo inherente a las dificultades que pueda tener la autoridad para ejecutar el gasto principalmente en inversión. En el ámbito externo, permanece el riesgo de sostenibilidad en el crecimiento en China como el principal, seguido por eventuales impactos financieros del retiro del estímulo monetario en EE.UU.

Por su parte, el mercado laboral se ha mantenido resiliente al menos en lo que respecta a la tasa de desocupación que continúa en niveles bajos desde una perspectiva histórica. Sin embargo, el retroceso de las vacantes laborales, la destrucción de empleo asalariado, el relevante aumento del empleo por cuenta propia (de naturaleza más frágil) y la dinámica del empleo en la construcción, nos hacen ser cautos respecto de las perspectivas de este mercado y nos permite anticipar aumentos de la tasa de desempleo en los próximos meses.

En cuanto a la política fiscal, esperamos que el gasto público crezca en torno a 7% real este año. En 2015 el crecimiento del gasto dependerá fundamentalmente de cómo se vean afectados los parámetros de referencia del Presupuesto y de los ingresos que se obtengan de la reforma tributaria. Realizamos un ejercicio que sensibiliza el impacto de los ingresos a distintos supuestos de esos parámetros en este informe, donde el ajuste en las variables de referencia podría significar menores ingresos en hasta US\$1.400 millones.

En términos de precios, aún cuando el traspaso cambiario ha tenido un impacto mayor a lo previsto, estimamos que la alta inflación observada es un fenómeno transitorio. En este contexto, anticipamos que la inflación comenzará a ceder en 2S14 cerrando el año en 3,6% a/a. El mayor impacto de la depreciación cambiaria ya se ha materializado, el tipo de cambio se encuentra en una senda de contenida depreciación y la generación de holguras de capacidad hace pensar que la inflación anual ya alcanzó su techo a mediados de 2014. En 2015 no vemos riesgos inflacionarios, sino que, por el contrario, observamos pocas vías que presionen los precios al alza. Lo anterior, nos permite descartar el escenario previsto para los próximos trimestres como uno de estanflación (más detalles en *Recuadro 3*).

Proyectamos “al menos” dos recortes adicionales de la tasa de política monetaria (TPM) en el transcurso del segundo semestre de este año hasta 3,25%. En 2015, si la economía recupera dinamismo, como esperamos, durante el segundo semestre debiésemos ver un proceso gradual de normalización monetaria, el cual se verá influenciado también por la velocidad de aumento en las tasas de interés en EE.UU. Esto último, reduce los grados de libertad del Banco Central y hace más necesario concretar pronto un mayor estímulo monetario.

El tipo de cambio volverá a niveles de \$565 al cierre de este año, pero la tendencia depreciativa continuará en 2015, con niveles de tipo de cambio que fluctuarán entre \$570-\$585.

Finalmente, nuestros modelos de determinación de tasas de interés soberanos de largo plazo no logran explicar el bajo nivel en que estas se ubican. Esta diferencia podría responder a un conjunto de elementos, entre ellos, ciertas fricciones para arbitrar las tasas de interés, la ausencia relativa de inversionistas no residentes y la escasez de oferta de papeles producto de estrategias *buy and hold* por parte de agentes institucionales. Con todo, no son descartables eventuales ajustes alcistas de las tasas de interés en el futuro.

2 Recuperación global más lenta, en un entorno complejo

Bajas tensiones financieras, dominadas por la Fed, apoyan un escenario favorable para el crecimiento

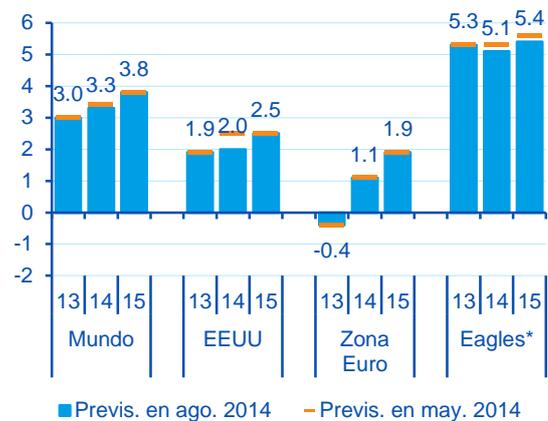
Los indicadores de coyuntura global son consistentes con un escenario favorable al crecimiento. Por un lado, las tensiones en los mercados financieros se mantienen en valores bajos de acuerdo a nuestros indicadores, tanto en mercados emergentes —el repunte reciente se debe específicamente a Rusia— como desarrollados (Gráfico 2.1). Por otro, la actividad industrial y el comercio mundial mantienen un buen dinamismo. Todo ello en un entorno global en el que los eventos de riesgo geopolítico, aun sin ser claramente disruptivos de la actividad económica, sí que surgen por doquier, aumentando la incertidumbre. Por ahora, la volatilidad financiera se encuentra en niveles históricamente bajos, ya que el factor que domina el comportamiento de los mercados financieros globales es la Fed, que gestiona cuidadosamente una salida muy pausada de los excepcionales impulsos monetarios de los últimos años.

Gráfico 2.1
Índice BBVA de tensiones en los mercados financieros



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



*Comprende países de China, India, Rusia, Brasil, México, Corea del Sur, Indonesia, Egipto, Taiwán y Turquía.
Fuente: BBVA Research

En China, se aleja el riesgo de brusca desaceleración y se sostendría un crecimiento por encima del 7%

China se aleja del riesgo de brusca desaceleración, que algunos se planteaban hace pocos meses, gracias a la mejora de las exportaciones y a medidas de apoyo fiscal y monetario. La mejora de la demanda externa y el freno en la apreciación del yuan han favorecido la recuperación de las ventas al exterior, a la vez que las autoridades han puesto en marcha la relajación de la política monetaria con recortes de los ratios de reservas bancarias favoreciendo el crédito. El control del sector bancario en la sombra y los planes de liberalización del sector bancario más regulado están ayudando a que la mayor parte de la nueva financiación la esté proporcionando este último. Esa combinación de medidas de control y a la vez liberalización para favorecer la competencia de la banca tradicional (libertad de fijación de tasas de interés, facilitar la entrada de inversión privada, favorecer el crédito a empresas privadas frente a las del sector

estatal) son las que deben permitir que el proceso de desapalancamiento se produzca de modo ordenado, sin ajustes bruscos. Finalmente, también se han tomado medidas de política fiscal, sobre todo con el aumento del gasto en infraestructuras, más dirigido que en otras ocasiones.

Con todo ello, se mantienen las perspectivas de una desaceleración muy acotada, hasta el 7% en 2015 desde el 7,7% en 2013. Este movimiento lleva además aparejado un movimiento de largo plazo de aumento del peso del gasto en consumo de los hogares frente a la inversión empresarial, a la vez que la moneda china vuelve a tomar la tendencia previa de apreciación frente al dólar. En definitiva un rebalanceo económico con moderación del crecimiento de la deuda, para lo cual las autoridades cuentan con el margen de maniobra que les da el elevado nivel de reservas, el control de la balanza por cuenta corriente con un ahorro privado elevado y la relativamente baja deuda pública.

Bache transitorio del crecimiento en EEUU. La política de comunicación de la Fed será clave para minorar la volatilidad de los mercados

La caída del PIB estadounidense en el primer trimestre de 2014 se debió principalmente a factores transitorios, pero la intensidad del ajuste obliga a rebajar las perspectivas de crecimiento de 2014 desde el 2,5% al 2% (Gráfico 2.2). El descenso del PIB de EE.UU. del 2,1% trimestral a ritmo anual es de los más intensos de la serie histórica en una etapa cíclica de crecimiento. La información coyuntural más reciente muestra que la economía norteamericana se ha recuperado del efecto intenso pero transitorio del mal tiempo y de una fuerte caída de la acumulación de stocks.

Mayor incertidumbre existe sobre las perspectivas de endurecimiento de la política monetaria de la FED y, sobre todo, del impacto global que ello tendrá en los mercados financieros. La FED dejará de ampliar su balance en octubre, iniciando entonces una etapa en la que será la llegada de nueva información sobre la fortaleza del ciclo económico y el anclaje de las perspectivas inflacionarias la que determinará el ritmo y las medidas monetarias a tomar. En nuestro escenario más probable, será en el tercer trimestre de 2015 cuando se produzca la primera subida de la tasa de los fondos federales, con un sesgo a que se pueda producir más cerca de mediados de año. En este escenario, la política de comunicación de la Fed ganará en importancia, y con ello, también es factible un aumento de la incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros globales.

Mejoran las perspectivas de la zona del euro por el apoyo de las políticas de demanda y los avances en la Unión Bancaria

Los indicadores de coyuntura del área del euro son consistentes con una suave recuperación del PIB, acorde con la previsión de llegar al 1,1% en el conjunto del 2014, primer crecimiento anual desde 2011. La sostenida mejora de las condiciones de acceso a los mercados financieros, especialmente para las economías más estresadas de la periferia del área, es el principal factor de soporte al crecimiento del bloque, a lo que se une el relajamiento de los objetivos de déficit público en el corto plazo y un entorno exterior que es más positivo. Las razones últimas de este círculo virtuoso son básicamente dos. En primer lugar, la confianza generada por las decisiones tomadas por las autoridades del área para fortalecer el mercado único en el sector financiero y el apoyo de la política monetaria implementada por el BCE, yendo más allá de lo que era previsible hace pocos trimestres. En segundo lugar está el anclaje de las tensiones financieras globales en niveles mínimos. Además, las reformas emprendidas en los mercados de factores productivos de algunas economías, orientadas a favorecer una mejora de los precios relativos frente al exterior, también son un factor positivo.

Con todo, aunque mantenemos las cifras esperadas de crecimiento en el 1,1% para 2014 y 1,9% para 2015 (Gráfico 2.2), el sesgo de las mismas está sesgado al alza si se considera el potencial impacto de las medidas anunciadas por el BCE. Todo ello no elimina la existencia de un riesgo bajista que se puede desencadenar por el empeoramiento de la crisis de Ucrania y los efectos de las sanciones económicas a Rusia, a lo que no sería inmune el área del euro.

En resumen, un crecimiento mundial que irá de menos a más a partir de la segunda mitad de 2014

En el escenario más probable, la ralentización registrada en el crecimiento mundial en la primera parte de 2014 ya habría finalizado. Los indicadores de confianza cíclica y de volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina, que permitiría alcanzar un crecimiento mundial en 2014 del 3,3%, tres décimas más que en 2013 (Gráfico 2.2). El mantenimiento de unas favorables condiciones de financiamiento global y el apoyo de las políticas económicas de demanda favorecería que el crecimiento se acelerase adicionalmente en 2015 hasta tasas cercanas al 3,8%, con aumento de la contribución de las economías más desarrolladas, que podrían poco a poco ir planteando la salida de los excepcionales estímulos de los últimos años.

La incertidumbre de este escenario base sigue sesgada a la baja por el resurgimiento de riesgos geopolíticos y las dudas sobre el impacto global en flujos de capital y precios de activos financieros del alza de tasas en EE.UU.

3 Tasas de largo plazo bajo fundamentales

Activos financieros locales han absorbido de manera paulatina el retiro del estímulo monetario en EE.UU. Sin embargo, detectamos un nivel de tasas de largo plazo locales bajo niveles fundamentales, situación que podría responder tanto a aspectos cíclicos como estructurales

El tipo de cambio mostró apreciaciones casi persistentes luego de superar los \$570 por dólar a inicios de marzo, para volver a depreciarse tras el recorte de la TPM en julio. El nivel del tipo de cambio es superior al nivel sugerido por modelos de determinación nominal de la paridad, que consideran entre otras variables la evolución tanto de los términos de intercambio como del dólar a nivel internacional (Gráfico 3.1).

Preliminarmente, consideramos que parte de esta diferencia se explicaría por las sorpresas negativas en actividad con una visión de cierto escepticismo respecto a una recuperación del crecimiento en los próximos trimestres, así como a la incertidumbre del impacto de la reforma tributaria sobre la actividad de corto plazo. A pesar de este desalineamiento, que podría ser leído como presiones apreciativas en el corto plazo, seguimos viendo que el peso tendría presión depreciativa fundamental de mediano plazo con niveles en torno a \$565 a diciembre 2014 y en torno a \$570-\$585 en 2015. Sin embargo, este desalineamiento de corto plazo pone una nota de cautela ante eventuales volatilidades en los próximos meses.

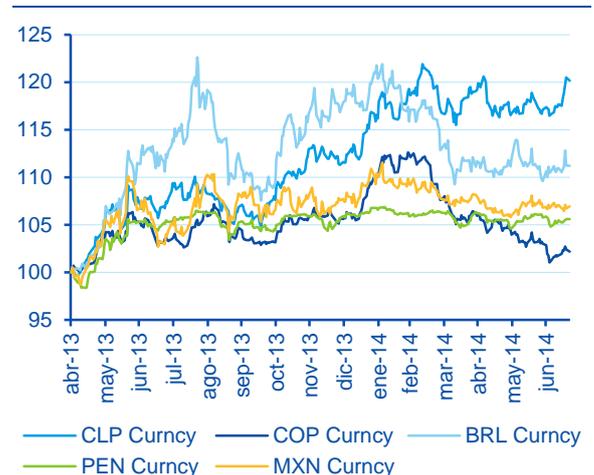
El regreso desde máximos para los tipos de cambio de emergentes ha sido común en otras monedas de la región, lo cual no ha ocurrido con el peso chileno (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
Tipo de cambio efectivo y estimado*



(*) Modelo de determinación de corto plazo del tipo de cambio \$/USD en la línea de Cowan et al (2007).
Fuente: BCCy y BBVA Research

Gráfico 3.2
Paridades con respecto al dólar
(Índices 30-04-2013=100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Asimismo, el retorno del tipo de cambio hacia niveles de \$565 ha coincido con un leve retroceso del precio del cobre, el incremento de los riesgos geopolíticos y de desarme de operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carry trade*) por parte de no residentes tras el recorte de la TPM en la reunión de julio (Gráfico 3.3). En este contexto, proyectamos que el tipo de cambio podría tener depreciaciones de corto plazo hacia niveles de \$570-\$580, pero volverá a niveles de \$565 al cierre del año,

en la medida que se concrete nuestra proyección de la tasa de instancia hasta "a lo menos" 3,25%, y moderada apreciación del dólar de la mano de una continuación del retiro de estímulo por parte de la Reserva Federal.

Gráfico 3.3
Posición neta en el mercado derivado externo y Tipo de cambio nominal (millones de USD, \$/USD)

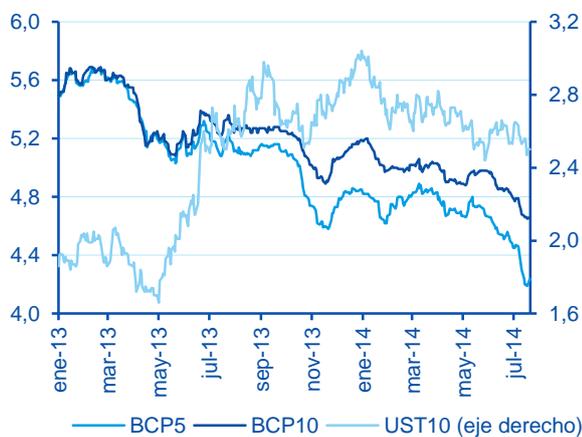


Fuente: BCCh y BBVA Research

Las tasas de interés soberanas de mediano y largo plazo han continuado mostrando descensos desde el Situación anterior. El BCP-10 se ubica en torno a 4,7%, y el BCP-5 también se redujo a 4,2%. Todo esto ocurre al tiempo que la tasa del bono del Tesoro americano a 10 años se mantiene en niveles inferiores a 2,5% con noticias mixtas provenientes de China y aumento de la aversión al riesgo asociada a la crisis de Ucrania e Irak (Gráfico 3.4).

Por su parte, aunque con vaivenes, las tasas de interés de instrumentos indexados a la inflación (BCU) a 5 y 10 años mantuvieron una trayectoria a la baja, como consecuencia de las sorpresas inflacionarias, acumulando retrocesos de 51 y 42 puntos base desde inicios de año, respectivamente (Gráfico 3.5). Así, la compensación inflacionaria promedio implícita en estos instrumentos se ubica, al cierre de este informe, bajo 3%.

Gráfico 3.4
Tasas BCP 5 y 10 años y UST 10 años (porcentaje)



Fuente: ABIF, Federal Reserve Bank of St. Louis y BBVA Research

Gráfico 3.5
Tasas BCU 5 y 10 años (porcentaje)



Fuente: ABIF y BBVA Research

Nuestros modelos de determinación de tasas de interés soberanas de largo plazo no logran explicar sus actuales niveles (Gráfico 3.6). Esta diferencia podría responder a un conjunto de elementos, entre ellos, ciertas fricciones para arbitrar las tasas de interés, la ausencia relativa de inversionistas no residentes y la escasez de oferta de papeles con políticas de *buy and hold* por parte de agentes institucionales. Con todo, no son descartables eventuales ajustes en las tasas de interés de largo plazo en el futuro.

Gráfico 3.6
Tasa soberana de largo plazo estimada* (porcentaje)



(*) Estimaciones en base a modelo de paridad descubierta.
Fuente: BCCh y BBVA Research

Por su parte, el premio por riesgo soberano medido por el EMBI, se ha mantenido en torno a los niveles del Situación anterior, lo que corresponde a 46 puntos base bajo el máximo alcanzado a inicios de febrero. Esta tendencia es similar a la que exhiben otros países de la región (Gráfico 3.7).

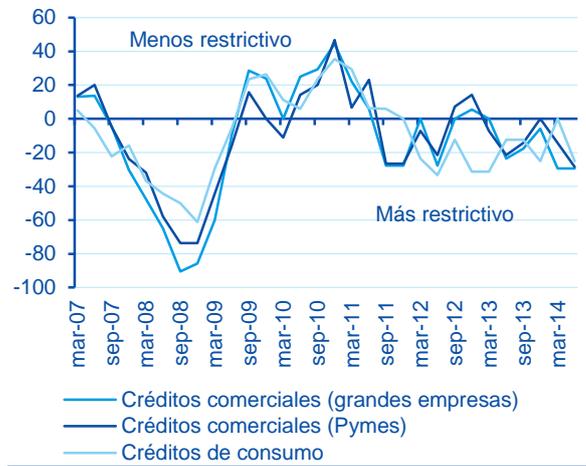
En lo que respecta a las condiciones de financiamiento internas, ya en el Situación anterior anticipábamos una eventual desaceleración dado que la Encuesta de Crédito del Banco Central mostraba ciertas restricciones de oferta y mitigación en la demanda. Aquello se ha concretado. En el caso de los créditos de consumo, si bien en el margen se mantienen las condiciones de otorgamiento de créditos, se percibe una demanda más débil que ha llevado a un menor dinamismo en los préstamos de montos bajos (Gráfico 3.8). Sin embargo, también hemos visto que la reducción de la Tasa Máxima Convencional ha continuado, lo que pudo haber contribuido en esta desaceleración en el flujo de crédito a personas.

Gráfico 3.7
EMBI Chile y LATAM (puntos base)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 3.8
Cambio en la oferta de crédito* (% del total de respuestas)



(*) Corresponde a la diferencia entre el número de bancos encuestados que opinaron que los estándares de aprobación de créditos eran menos restrictivos y el número de quienes consideraron que dichos estándares eran más restrictivos, como porcentaje del total de respuestas.
Fuente: Encuesta de Crédito Bancario BCCh

4 Ajuste a la baja en proyecciones de actividad y demanda ante concreción de riesgos idiosincráticos

Crecimiento de 2,9% con sesgo a la baja en 2014 sustentado en relevante repunte de la expansión interanual en 4T14. En 2015 la economía volvería a crecer bajo su potencial, alcanzando una expansión de 3,8%

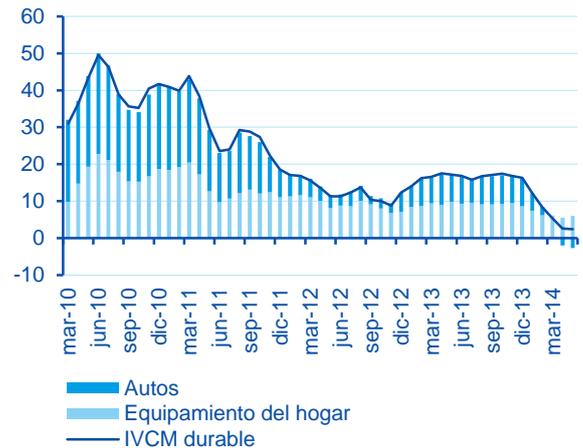
Durante 1T14 el PIB creció 2,6%, cifra que no fue muy distinta de lo anticipado en nuestro anterior informe, aunque con una composición que dio cuenta de una desaceleración más marcada del consumo privado, que se sumó al ajuste que experimenta la inversión desde el segundo semestre de 2013. Las cifras de 2T14 conocidas a la fecha muestran que el trimestre habría sido más débil que el primero en términos de crecimiento, mientras persiste el retroceso interanual de la inversión y el consumo privado intensifica las señales de desaceleración, especialmente en su componente durable (Gráficos 4.1 y 4.2).

Gráfico 4.1
Despacho de materiales e Importaciones de bienes de capital (promedio móvil trimestral, var. % a/a)



Fuente: BCCh, CChC y BBVA Research

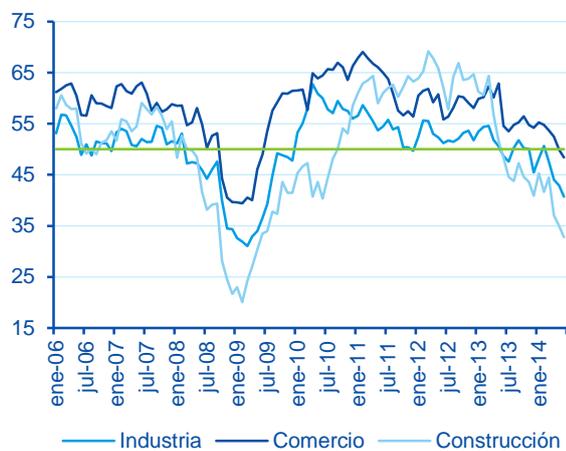
Gráfico 4.2
IVCM durable* (variación anual del promedio móvil trimestral, porcentaje)



(*) IVCM corresponde a la abreviación de Índice de Ventas del Comercio al por Menor.
Fuente: INE y BBVA Research

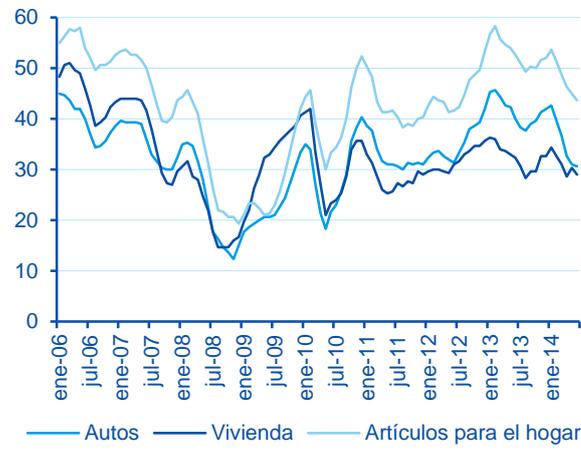
Si bien una parte de este menor dinamismo se puede asociar a factores globales que están afectando a todas las economías emergentes —como el menor crecimiento de China y el proceso de normalización monetaria en EE.UU.—, el ajuste de la inversión en Chile ha sido mayor al de economías comparables. En efecto, el riesgo idiosincrático de retrocesos mayores en la confianza de empresarios y de consumidores que levantamos en el informe anterior se concretó y coincidentemente estamos observando una relevante ralentización del crecimiento de la demanda interna (Gráficos 4.3 y 4.4). No somos optimistas respecto del crecimiento en 3T14, por cuanto el trimestre contará con bases de comparación más exigentes, a lo que se agrega que aún estaremos en medio del debate tributario.

Gráfico 4.3
Percepción de los empresarios IMCE (índice)



Fuente: Icare y BBVA Research

Gráfico 4.4
Percepción de los consumidores: porcentaje de personas que dice que es un buen momento para comprar



Fuente: Gfk Adimark y BBVA Research

Recuadro 1. ¿Cuánto tiempo durará la resiliencia del mercado laboral?

En el escenario de desaceleración económica por el que atraviesa la economía, la tasa de desempleo se ha mantenido resiliente y en el margen continúa en niveles bajos desde una perspectiva histórica. Sin embargo, estimamos que ya se están generando holguras de capacidad en este mercado según se desprende, por ejemplo, del retroceso de las vacantes laborales, de la menor creación de empleo asalariado y de la construcción -sector que usualmente sirve como indicador adelantado del ciclo-, indicadores que en algunos casos se asemejan a lo observado en las crisis de 1999 y

2009 (Tabla R.1.1). El bajo nivel de desempleo se está sosteniendo casi exclusivamente en la creación de empleo por cuenta propia, un empleo más frágil y con condiciones menos estables que el empleo asalariado, por lo que estimamos que es inminente un aumento de la tasa de desocupación en los próximos meses, hasta niveles que podrían alcanzar transitoriamente 7%. Sin embargo, hacia fines de año debiésemos ver nuevamente retrocesos de la tasa de desocupación en la medida que la economía vuelva a crecer en torno a su potencial.

Tabla R.1.1

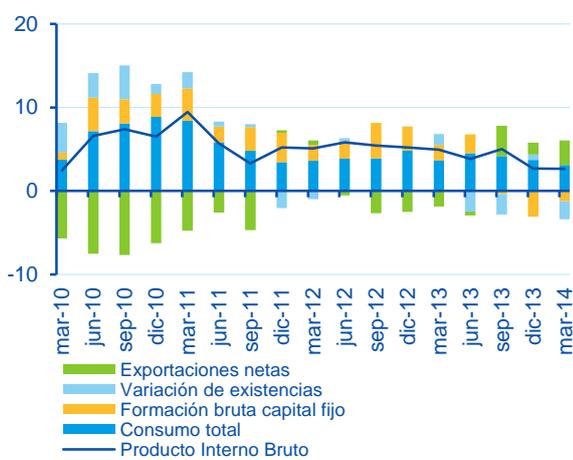
Indicadores del mercado laboral en episodios de crisis (1999-2009) y desaceleración (2000-2002)

	Aumento Desempleo (pp)	Var. Vacantes (%)	Emp. Cta. Propia (miles/mes)	Emp. Asalariado (miles/mes)	Emp. Construcción (miles/mes)
Feb-98-Ago-99	6,7	-29%	3,0	-14,7	-7,0
Dic-06-Ago-09	4,8	-41%	0,7	3,7	-0,2
Mar-00-Mar-02	1,0	4%	1,9	4,4	2,6
Ago-12-Abr-14	-0,3	-39%	5,4	12,8	1,9
Dic-13-Abr-14	0,4	-17%	11,8	-4,3	-4,2

Fuente: BCCh y BBVA Research

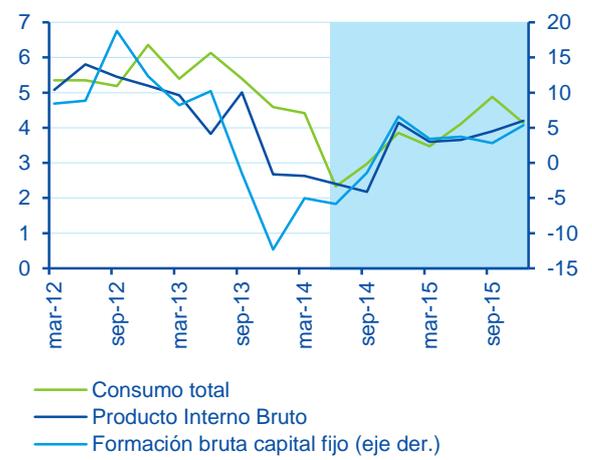
En nuestro escenario base el crecimiento repuntará en 4T14 no solo por bases más favorables sino también por una recuperación relevante en la inversión tanto pública como privada, mientras que el consumo privado continuará por todo el año con tasas de crecimiento menores a las del primer trimestre (Gráficos 4.5 y 4.6). Naturalmente la concreción de la inversión pública dependerá de la capacidad del gobierno para que logre ejecutar la totalidad del Presupuesto. A este escenario de recuperación del crecimiento en la última parte del año contribuirá también la persistencia de un tipo de cambio depreciado en términos reales y las bajas de la TPM que hacia el cierre de año totalizarían “al menos” 175 puntos base desde el inicio del ciclo de recortes.

Gráfico 4.5
Contribución al crecimiento del PIB respecto al mismo periodo del año anterior (var. % a/a)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 4.6
Crecimiento del PIB, Consumo e Inversión* (var. % a/a)



(*) Área sombreada corresponde a proyección.
Fuente: BCCh y BBVA Research

En un contexto en donde el ciclo de actividad ha sido algo más persistente, hemos corregido a la baja el crecimiento esperado para 2015 desde un 4,3% a un 3,8%. Así, la contribución al crecimiento para el próximo año vendría en primera instancia de una recuperación en la inversión (principalmente maquinarias y equipos, inventarios e infraestructura pública), seguida por un mayor dinamismo del consumo privado hacia el 2S15.

Por último, vemos como principal riesgo idiosincrático una confianza que continúe contrayéndose e impacte temporalmente el proceso de recuperación en la inversión, dañando aún más el consumo privado de lo proyectado en este informe. Asimismo, nuestro escenario base para los próximos dos años contempla un incremento relevante en el gasto público corriente como en capital. Aquello tiene el riesgo inherente a las dificultades que pueda tener la autoridad para ejecutar el gasto, principalmente aquel relacionado a inversión.

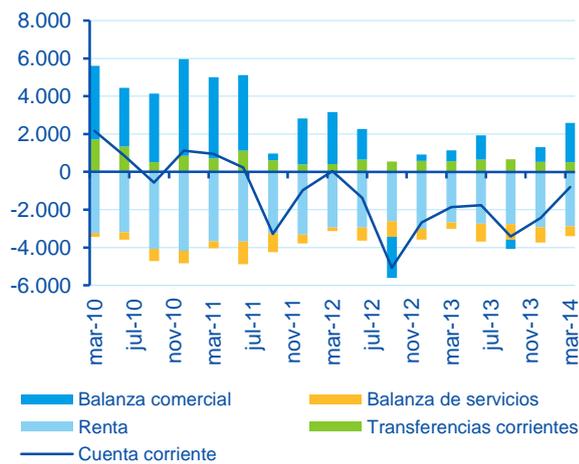
5 Cuenta Corriente se ajusta con rapidez en 1T14 y desaparece de la lista de riesgos de la economía al ubicarse en niveles sostenibles

La desaceleración de la economía y en particular de las importaciones en un contexto de menor dinamismo de la demanda interna, ha permitido un ajuste rápido del déficit en cuenta corriente, sacándolo del foco de atención de las autoridades

Proyectamos que este año la cuenta corriente cerrará con un déficit equivalente a 2,3% del PIB, inferior al proyectado en nuestro anterior informe y que este saldo se mantendrá fluctuando en torno a niveles sostenibles en 2015 y en los años siguientes

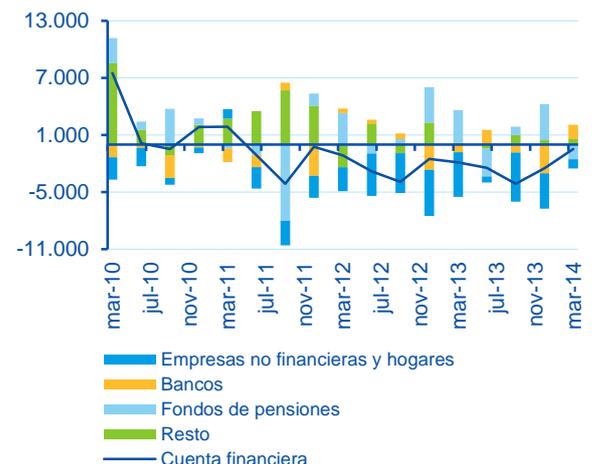
En 1T14 el déficit en cuenta corriente alcanzó a US\$795 millones, equivalente a 1,2% del PIB y acumuló un déficit de 3,1% del PIB en los últimos cuatro trimestres. En este resultado incidió de forma relevante el superávit comercial, de US\$2.077 millones en el 1T14, superior en U\$ 1.504 millones al registrado en el mismo período del año anterior, como resultado de la disminución de las importaciones y del aumento de las exportaciones. El balance de renta tuvo un saldo negativo de US\$2.874 millones, cuyo componente principal fue la renta asociada a inversión extranjera directa. Dicho resultado significó mayores egresos por US\$200 millones comparado con el del mismo período del año anterior (Gráfico 5.1).

Gráfico 5.1
Cuenta corriente de la balanza de pagos (millones de dólares)



Fuente: BCCh

Gráfico 5.2
Cuenta financiera por sector institucional, flujos netos* (millones de dólares)



(*). Resto incluye Gobierno general, Banco Central y Otras sociedades financieras.

Fuente: BCCh

En 1T14 la cuenta financiera registró un endeudamiento neto por US\$463 millones, disminuyendo la necesidad de financiamiento observada en trimestres anteriores. Por sector institucional el resultado estuvo determinado por la disminución del flujo activo neto de los fondos de pensiones (US\$1.560 millones), junto con el aumento del flujo pasivo neto de las empresas (US\$958 millones). En contraste, los bancos presentaron una salida neta de capital por US\$1.498 millones, principalmente en depósitos constituidos en el exterior (Gráfico 5.2).

Con todo, corregimos a la baja nuestra estimación de déficit en cuenta corriente para este año desde 3% a 2,3% del PIB. La razón detrás de nuestra nueva valoración radica en un ajuste más agudo en la composición del crecimiento, con una menor contribución de la demanda interna, una mayor aporte del sector externo y expectativas de mantención de un tipo de cambio depreciado, todo lo cual contribuye a mitigar los riesgos de sostenibilidad de las cuentas externas. En consecuencia, la convergencia hacia niveles sostenibles –que estimamos entre un 2% y 3% del PIB- se confirma más aceleradamente en el horizonte de proyección.

6 La inflación alcanzó techo en mayo de 2014 y busca piso en 2015

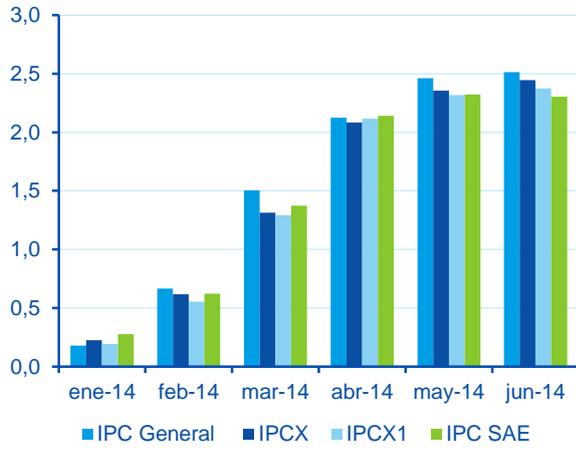
Inflación anual comenzará a ceder en 2S14 cerrando el año en 3,6% a/a. En 2015 prevemos un escenario de inflación contenida, con un cierre de 2,5% a/a

Los sorprendentes registros de inflación a inicios de 2014 han tenido como principal responsable la fuerte depreciación cambiaria junto con los efectos de segunda vuelta que ha generado. Así, el IPC lleva acumulado un aumento de 2,5% durante el año, y las medidas subyacentes de inflación, como el IPCX y el IPC SAE, presentan un aumento acumulado de similar magnitud (Gráfico 6.1). Los precios de productos vinculados directa o indirectamente al tipo de cambio han mostrado sostenidos aumentos, como la gasolina, la carne, los automóviles nuevos y el pan. A esto se suma un alto grado de dispersión, con 50% de los productos mostrando variaciones positivas en junio. Este fenómeno, como hemos analizado anteriormente, está en gran medida explicado por variables fundamentales como la evolución de la inflación anual o del tipo de cambio.

Sin embargo, aun cuando el traspaso cambiario ha tenido un impacto mayor a lo previsto, estimamos que los altos registros inflacionarios son un fenómeno transitorio. El mayor impacto de la depreciación cambiaria ya se ha materializado, el tipo de cambio se encuentra en una senda de contenida depreciación y la generación de holguras de capacidad hace pensar que la inflación anual ya alcanzó su techo a mediados de año. Tanto el escenario del Banco Central como la inflación implícita en el precio de los activos consideran una variación anual a fin de año cercana al techo del rango de tolerancia (4%), esta última sin embargo, cediendo en el margen a valores consistentes con nuestra visión inflacionaria más acotada. En este contexto, estimamos que la inflación a diciembre de 2014 se ubicaría en 3,6% (Gráfico 6.2), donde también influirá la implementación del Mepco, mecanismo de estabilización que contendría la volatilidad excesiva del precio de los combustibles.

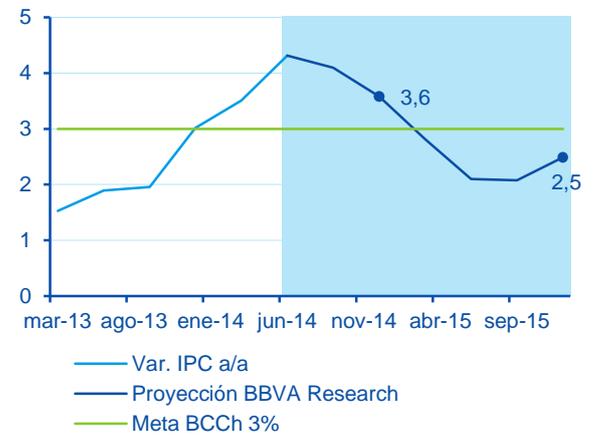
Para 2015 no vemos riesgos inflacionarios, sino que, por el contrario, observamos pocas vías que presionen los precios al alza. El escenario internacional no es inflacionario, mientras que la masa salarial no crecerá al ritmo de años pasados porque el mercado laboral está generando holguras y no esperamos nuevos *shocks* depreciativos en el tipo de cambio. A excepción de algún *shock* de oferta, no vemos factores de demanda que presionen a la inflación, a lo que agregamos algunos factores idiosincráticos que contendrían los aumentos de precios. En suma, prevemos que el próximo año la inflación se mantendrá fluctuando en la parte baja del rango de tolerancia para la inflación, para cerrar en torno a 2,5% a/a.

Gráfico 6.1
Variación acumulada del IPC 2014 (porcentaje)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 6.2
Inflación anual efectiva y proyectada* (porcentaje)



(*) Área sombreada corresponde a proyección.
Fuente: INE, BCCh y BBVA Research

Recuadro 2. Mepco: el nuevo sistema de estabilización de precios de los combustibles

El nuevo Mecanismo de Estabilización de Precios de los Combustibles (Mepco) viene a reemplazar al Sipco

El Mepco se asemeja al Sipco en el uso de una banda y un precio de referencia, aunque con un ancho de banda menor y de mayor persistencia, haciendo que el sistema opere con mayor frecuencia que el anterior. Las principales novedades de este mecanismo están en: 1) la "pesificación" del sistema, es decir, la banda, el precio de paridad y el precio de referencia se calculan ahora en pesos, haciéndose cargo de atenuar las alzas asociadas a aumentos en el tipo de cambio; y 2) un nuevo límite *dentro de la banda*, para que el precio de las gasolinas no pueda aumentar o disminuir más de, aproximadamente, \$5 en una semana. Este mecanismo sigue en varias dimensiones las

propuestas realizadas por BBVA Research en el observatorio *"Propuestas para fortalecer el Sipco"*.

Estimamos que el Mepco repercutirá de manera significativa en la incidencia que tiene el ítem "Gasolina" dentro de la canasta del IPC. Aunque este es un mecanismo de estabilización, es decir, no implica un subsidio permanente ante aumentos permanentes del precio de los combustibles, sí limita la incidencia inflacionaria de un aumento en el precio mensual de las gasolinas a algo en torno a 0,1% m/m. La relevancia de este hecho queda clara al comparar con la incidencia mensual promedio de 0,10%, excluyendo el registro negativo de abril, que ha tenido el ítem "Gasolina" en entre los meses de diciembre 2013 a junio 2014.

Recuadro 3. Estancflación, más mito que realidad

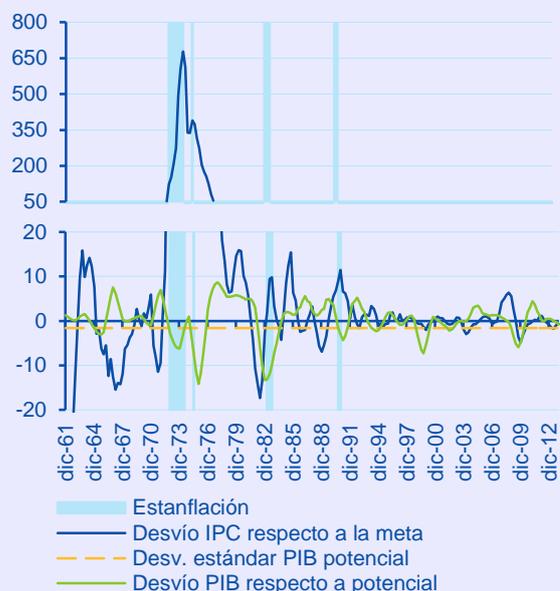
Hemos observado un crecimiento por debajo del potencial e inflación sobre la meta desde principios del 2014. Esto ha levantado voces de que estaríamos entrando en un proceso de estancflación

Diversos trabajos que intentan dar un relato histórico consistente con el fenómeno de la estancflación han llegado a cierto consenso de que los episodios observados de estancflación estarían asociados a un problema de oferta. La causa principal de una estancflación sería un fuerte incremento en los costos productivos, usualmente energéticos, o bien, a periodos que coinciden con una baja productividad en sus diversas medidas — ver Gordon (1975), Bruno y Sachs (1985) y Kilian (2009). A lo anterior, se suman trabajos que explican el fenómeno a través de los mecanismos existentes en la determinación de los salarios.

Definimos en términos prácticos estancflación como un periodo persistente de crecimiento por debajo del potencial, en al menos una desviación estándar de éste último, y una inflación a consumidores creciente por sobre lo consistente con la meta explícita o implícita¹.

Chile habría alcanzado un estado de estancflación en tres periodos en los últimos cincuenta años. A principios de los 70s, principios de los 80s, y en alguna medida a principios de los 90s. Sin embargo, desde la implementación tanto de la regla de política fiscal (2001) como del esquema de metas de inflación para la política monetaria (1991) no se han observado episodios de similares características (Gráfico R.3.1).

Gráfico R.3.1
Desvío del PIB respecto al potencial y desvío de IPC respecto a meta (% var a/a)*



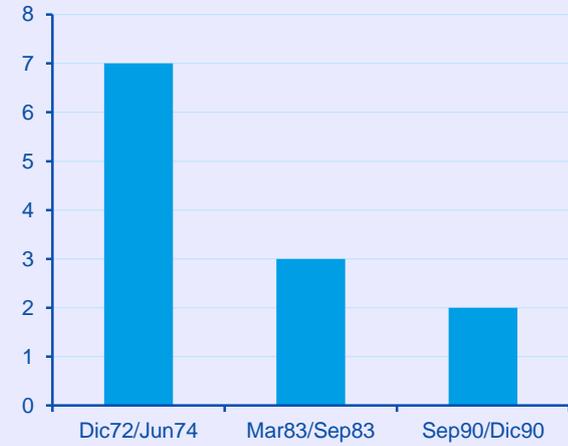
* Para el PIB se considera la variación anual del promedio móvil de últimos cuatro trimestres de tal forma de hacernos cargo del adjetivo “persistente” en nuestra definición de estancflación. Para la inflación IPC consideramos la variación anual promedio por trimestre. Fuente: Banco Central de Chile, Dipres, INE y BBVA Research

Los avances institucionales habrían permitido que tanto la frecuencia como intensidad de los episodios de estancflación disminuyeran radicalmente en el tiempo, en línea con los trabajos teóricos al respecto (Knotek y Khan, 2012). Lo anterior también queda en evidencia en una reducción sistemática del número de trimestres consecutivos en el cual persisten los episodios identificados como estancflación por el algoritmo definido (Gráfico R.3.2).

No obstante estos avances, la magnitud de los episodios —entendido como los desvíos de crecimiento respecto al potencial y de la inflación respecto a la meta— no muestra un patrón similar (Gráfico R.3.3), siendo a su vez consistente con lo que se desprende de la evidencia empírica internacional (Berthold y Gründler 2012).

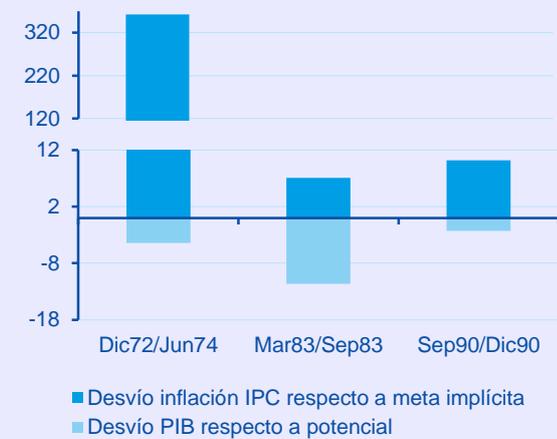
1: Para mayores detalles, ver Observatorio Económico “Estancflación en Chile: más mito que realidad”.

Gráfico R.3.2
Persistencia en episodios de estanflación (número de trimestres consecutivos)



Fuente: Banco Central de Chile, Dipres, INE y BBVA Research

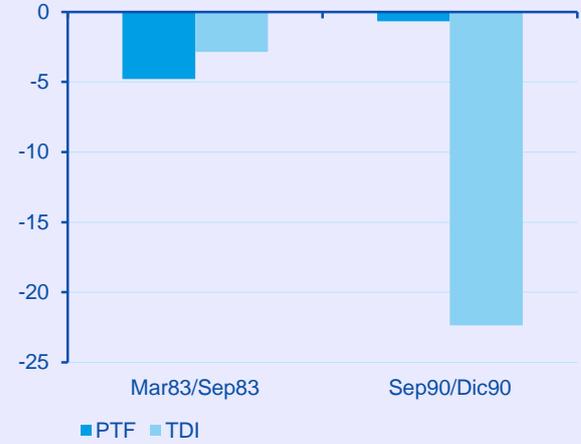
Gráfico R.3.3
Magnitud de episodios de estanflación (% , promedio de desvíos)



Fuente: Banco Central de Chile, Dipres, INE y BBVA Research

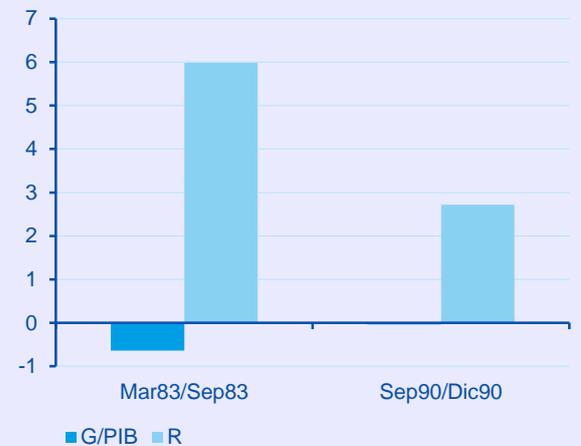
Destacamos que dichos episodios coinciden con caídas significativas tanto de la productividad total de factores como de los términos de intercambio, factores que se asocian a disrupciones en la oferta agregada. Vemos coincidencia de estos eventos con incrementos agudos en el precio internacional del petróleo —equivalentes a retrocesos de los términos de intercambio—, dando sustento a las conclusiones de la literatura empírica de estanflación (Gráfico R.3.4).

Gráfico R.3.4
PTF y TDI en episodios de estanflación (% var a/a, media móvil anual)*



*Cifras referentes a la variación promedio de dichas variables en los periodos identificados como estanflación.
Fuente: Banco Central de Chile, Dipres, INE y BBVA Research

Gráfico R.3.5
Gasto a PIB real y tasas reales del largo plazo en episodios de estanflación (% , media móvil anual)*



*En el caso de G/PIB corresponde a la diferencia entre el promedio observado en el periodo identificado como estanflación respecto al nivel existente antes del inicio del episodio. Para R se considera la diferencia entre el nivel promedio observado en el periodo identificado como estanflación respecto a un promedio histórico.
Fuente: Banco Central de Chile, INE y BBVA Research

Asimismo, se observa que factores de demanda también influirían contemporáneamente en los periodos de estanflación. Como sugiere la literatura, estos episodios podrían ser exacerbados por una mala coordinación de la política monetaria y/o fiscal. Niveles elevados de tasas reales de largo plazo y caídas en el nivel real del *ratio* de gasto público a PIB, serían variables coincidentes con estos episodios (Gráfico R.3.5).

Con todo, los episodios de estanflación serían muy pocos, y la totalidad de estos están caracterizados por una institucionalidad macroeconómica débil. Para Chile, la institucionalidad macroeconómica no ha sido cuestionada en el ámbito fiscal en la Reforma Tributaria en discusión en el congreso. Observar crecimientos marcadamente bajo potencial con inflación alta parece responder a un “saludable” ajuste en precios relativos que permite que la transición a una posición cíclica menos favorable sea menos disruptiva para las variables reales.

7 Cambios en el escenario de actividad e inflación hacen necesario un mayor estímulo monetario

Proyectamos “al menos” dos recortes de la tasa de política monetaria (TPM) en lo que resta del segundo semestre de 2014 hasta 3,25% y gradual inicio de normalización monetaria en 2S15

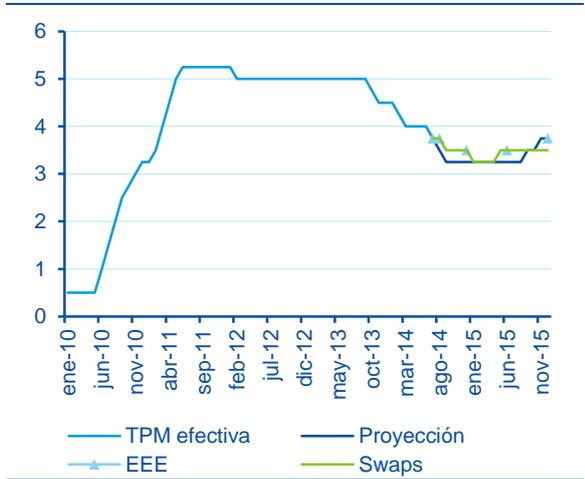
El proceso de expansión monetaria no ha terminado y consideramos necesario que el Banco Central continúe cuanto antes con el relajamiento monetario. Dado el significativo y sorpresivo incremento de la inflación del primer semestre, el Banco Central detuvo el proceso de recortes de la tasa de instancia en marzo, ubicándola en 4%. Sin embargo, luego del registro de inflación acotado del mes de junio, decidió retomar los recortes con 25 puntos bases en su reunión de julio. De esta forma, completó 125 puntos base de estímulo monetario desde octubre del año pasado, pero estimamos que la economía requiere de nuevos recortes en la TPM hasta acumular a lo menos 50 puntos base adicionales. Solo con mayores estímulos monetarios en lo inmediato se garantizará la recuperación de la demanda interna durante el 2015, componente del gasto que no solo ha mostrado fuertes ajustes en inversión sino que también en consumo privado.

Este mayor estímulo es necesario debido a que, más allá del aumento coyuntural de la inflación, el bajo dinamismo de la economía está generando holguras de capacidad que reducen las presiones inflacionarias hacia el 2015. A esto debemos sumar que el próximo año no tendremos presente el principal *driver* de la inflación en lo más reciente, que es la depreciación del peso. Así, en ausencia de un *shock* depreciativo como el de los últimos doce meses y con una economía que comienza a crear holguras de capacidad a un ritmo acelerado, será una tarea ardua lograr inflación en la meta durante el horizonte de política en los próximos 12 a 24 meses.

Si la inflación sorprende a la baja al mercado, como esperamos que ocurra, se facilitará el camino para concretar a lo menos dos recortes adicionales de la TPM. El escenario base presentado por el Banco Central en su informe de junio consideró que se producirían hasta dos recortes de la tasa de instancia. Sin embargo, este escenario consideraba también que la inflación cerraría el año en el techo del rango de tolerancia de la meta de inflación (4%). En la medida que la inflación ceda en los próximos meses, como esperamos, se abren espacios para recortes de la TPM mayores a los contemplados en el escenario base del instituto emisor, por lo que ya nos parece un hecho un nivel terminal de a lo menos 3,25%.

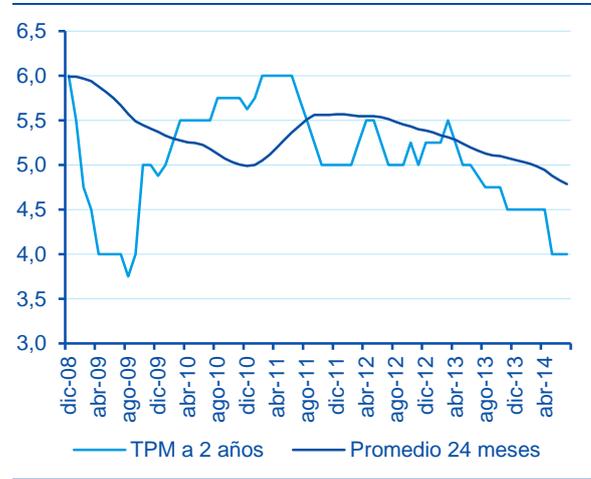
Encuestas realizadas a analistas y operadores financieros anticipan dos recortes adicionales de 25 puntos base en lo que resta del año y un nivel de 4% en dos años. Desde marzo las expectativas para la TPM de los analistas se han ajustado a la baja, pese al repunte de la inflación. En la encuesta de expectativas de marzo, los analistas esperaban que la TPM se ubicara en 4% al cierre del año, mientras que en la de julio proyectan un nivel de 3,5% (Gráfico 7.1). Este menor nivel de la tasa de instancia no es solo para el corto plazo sino también para un horizonte de dos años, período en el cual los encuestados redujeron desde 4,5% a 4% su estimación, siendo este el menor nivel desde la recesión de 2009 (Gráfico 7.2). Si bien estas estimaciones están influidas por la coyuntura, no descartamos que estén indicando un menor nivel para la tasa de interés neutral, en línea con los ajustes a la baja que está teniendo el PIB potencial.

Gráfico 7.1
TPM efectiva y trayectorias implícitas en EEE y swaps (porcentaje)



Fuente: BCCh, Tradition y BBVA Research

Gráfico 7.2
EEE: TPM esperada a 2 años



Fuente: BCCh y BBVA Research

Por su parte, durante el segundo semestre de 2015 el Banco Central comenzaría un proceso gradual de retiro del estímulo monetario, en línea con el actuar de la Fed, pero muy condicional a la recuperación del crecimiento y las perspectivas inflacionarias domésticas para evitar efectos indeseados sobre el tipo de cambio y a última línea sobre la inflación. En el escenario base, proyectamos que la TPM llegará a 3,75% al cierre de 2015, y a su nivel neutral estimado en torno a 5,25% al cierre de 2016.

8 Política fiscal: cambio en los parámetros de referencia disminuye espacio al crecimiento del gasto en 2015

Con un incremento esperado de 7% real en 2014, la variación del gasto fiscal en 2015 dependerá de cómo se vean afectados los parámetros de referencia. Asimismo, ingresos provenientes de la reforma tributaria serán indispensables

En julio, la Dirección de Presupuestos del Ministerio de Hacienda presentó una actualización en sus proyecciones fiscales para el año en curso. Las cifras oficiales concuerdan en gran medida con nuestras estimaciones. El mayor tipo de cambio promedio esperado en 2014 (BBVAe: \$560 por dólar, Presupuesto: \$522 por dólar) junto con los ingresos que se percibirán por la reforma tributaria el último cuarto del año (BBVA: 0,1% del PIB, Ministerio de Hacienda: 0,29% del PIB), son las principales fuentes que aumentan los ingresos estructurales en 2014, entregando un mayor espacio para gasto, lo que es oportuno dada la necesidad de financiar tanto los compromisos de gobierno como los eventos extraordinarios ocurridos durante el año². Por lo tanto, esperamos que el gasto crezca 7% real este año, lo que, según nuestras estimaciones, arrojaría un déficit fiscal efectivo de 1,8% del PIB y un déficit estructural de 0,9% del PIB³.

A esta altura del año, ya se han dilucidado algunos aspectos en materia fiscal de los que se esperaban noticias, como el monto y la forma en que se capitalizará Codelco. La capitalización de USD 200 millones con cargo a los excedentes de 2013 debería disminuir en la misma cuantía los ingresos efectivos y estructurales del Fisco. Sin embargo, los mejores resultados observados en la Operación Renta de la gran minería privada, reflejo de un esfuerzo por parte de estas empresas en la contención de sus costos, junto a la depreciación del tipo de cambio permiten estimar mayores ingresos estructurales, lo que permite alcanzar un déficit estructural de 0,9% del PIB. Faltan por conocer tanto la meta específica de balance estructural para el próximo año como el *mix* de financiamiento del Fisco (deuda o liquidación de activos) para cubrir el déficit fiscal proyectado.

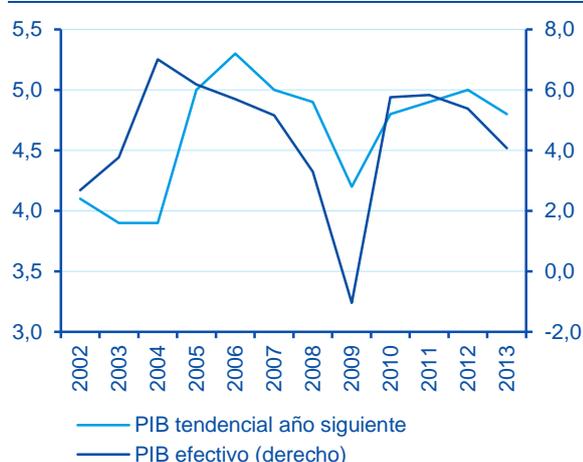
Los mayores grados de incertidumbre están en el 2015, a la espera de conocer los resultados en la proyección de las variables de referencia que permiten estimar los ingresos estructurales, es decir, el PIB tendencial y el precio de referencia o largo plazo del cobre. Actualmente, el crecimiento del PIB tendencial se sitúa en 4,8% y el precio de referencia del cobre en USD 3,04 la libra. Estas variables, proporcionadas por dos Comités independientes al gobierno e ingredientes indispensables para la elaboración del Presupuesto 2015, deberían mostrar correcciones a la baja, reduciendo el espacio de gasto en 2015.

Al observar la historia de las cifras entregadas por los Comités, el PIB tendencial ha tenido históricamente un comportamiento procíclico y el precio de referencia del cobre se ha tendido a estabilizar en torno a USD 3,0 la libra (Gráficos 8.1 y 8.2). Dado el actual escenario de desaceleración, donde se discute con fuerza la estimación de un menor PIB potencial, y el cambio en la composición de crecimiento de China -que transita a un modelo menos demandante de *commodities*-, es altamente probable que ambos parámetros se corrijan a la baja.

2: El gobierno ya ha indicado que para financiar la reconstrucción del norte del país y Valparaíso se utilizarán USD 400 millones que provienen de la Ley Reservada del Cobre, la cual destina recursos de las ventas de Codelco como parte del financiamiento del gasto en defensa.

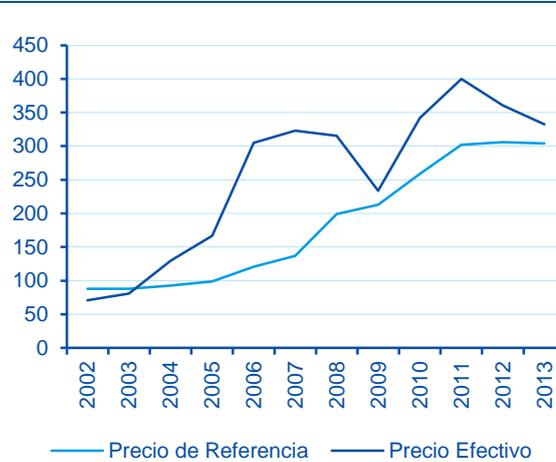
3: Si no se consideraran los ingresos de la reforma tributaria, el déficit efectivo aumentaría a 2% del PIB, y el déficit estructural a 1,1% del PIB.

Gráfico 8.1
PIB tendencial y efectivo (porcentaje)



Fuente: Ministerio de Hacienda, BCCh y BBVA Research

Gráfico 8.2
Precio de referencia del cobre (UScent./libra)



Fuente: Dipres y BBVA Research

Si bien la magnitud del ajuste no es fácil de anticipar, sí se puede sensibilizar el impacto en ingresos estructurales a distintos escenarios de crecimiento tendencial y precio del cobre de referencia. Un escenario muy negativo para el Gobierno sería que los expertos estimaran un PIB tendencial de 4% y un precio del cobre de largo plazo de USD 2,9/lb, dado que llevaría a USD 1.400 millones menos de ingresos, algo no lejos de la recaudación adicional esperada de USD 2.200 millones provenientes de la Reforma Tributaria en 2015 (Tabla 8.1).

Tabla 8.1
Menores ingresos estructurales en 2015 a distintos niveles de crecimiento tendencial y precio de referencia del cobre (millones de dólares)

PCu*	PIB*		
	4,50	4,25	4,00
3,04	-200	-330	-530
3,00	-440	-580	-775
2,90	-1.050	-1.200	-1.400

Fuente: BBVA Research

En nuestro escenario más probable, que son los puntos medios de los rangos de la tabla anterior (PIB* = 4,25% y PCu* = USD 3,0/lb), junto con una meta de déficit estructural de 0,75% del PIB, estimamos que el gasto debería crecer 7,6% real con un déficit efectivo de 1,9% del PIB. Estos resultados toman en consideración que la Reforma Tributaria espera recaudar en 2015 aproximadamente 0,8% del PIB según el Informe Financiero del proyecto original -previo Protocolo de Acuerdo-, lo que aumenta tanto los ingresos efectivos como los ingresos estructurales del gobierno. Esto implicaría al menos dos cosas: (i) los menores ingresos estructurales por el cambio de parámetros representan un 26% de la recaudación adicional estimada por la RT, y (ii) si no hubiese recaudación por Reforma Tributaria, el gasto público solo podría crecer 3,6% real el próximo año.

9 Riesgos idiosincráticos se han concretado en parte, y persisten riesgos externos

Localmente, se ha concretado el riesgo de una menor confianza agregada, y no son descartables escenarios con mayores retrocesos. En el ámbito externo, permanece el riesgo de sostenibilidad en el crecimiento de China como el de mayor relevancia, seguido por los impactos financieros del retiro del estímulo monetario en EE.UU.

El riesgo idiosincrático de retrocesos mayores en confianza de empresarios y consumidores se ha concretado, luego de levantarlo en nuestro informe anterior. A pesar de que es temprano para estimar cuantitativamente el impacto de este retroceso en variables claves como consumo e inversión, coincidentemente con este mayor retroceso en los indicadores de confianza, se ha observado una relevante ralentización en el consumo de bienes durables, en tanto los indicadores vinculados a la inversión privada como las importaciones de capital han mostrado retrocesos interanuales relevantes.

En consecuencia, el escenario base de este informe supone que el consumo privado continuará con crecimientos menores a los observados en el primer trimestre del año, pero la inversión privada debería mostrar una recuperación durante el último trimestre de 2014. El principal riesgo en esa dimensión está vinculado a que la confianza continúe contrayéndose e impacte temporalmente la recuperación de la inversión, y dañe aún más el consumo privado respecto a lo proyectado en este informe. Asimismo, nuestro escenario base contempla un incremento relevante en el gasto público tanto corriente como de capital. Aquello tiene el riesgo vinculado a la ralentización propia de ejecutar gasto público, particularmente en inversión.

En el ámbito externo, una desaceleración económica marcadamente por sobre la anticipada para la inversión en China se mantiene como el principal riesgo externo, por sus implicancias en el dinamismo del sector exportador, confianza de los agentes domésticos, flujos de capitales y cuentas fiscales. Este riesgo ha estado presente en las últimas versiones de este informe, y en lo más reciente parte de este riesgo se ha concretado aunque con una intensidad menor. En particular, se mantiene la preocupación de una desaceleración más marcada en China ante dudas sobre la fragilidad de su sistema financiero, y el aumento generalizado en la percepción de riesgo sobre el mundo emergente. Un deterioro de la economía china tendría impactos relevantes en las de países emergentes, transmitiéndose tanto por canales financieros como reales. De particular cuidado son las implicancias en el precio del cobre, así como en el crecimiento de otros socios comerciales relevantes para Chile.

Un riesgo de segundo orden es un adelantamiento de la normalización monetaria en EE.UU. que podría hacer menos favorables las condiciones financieras para Chile y el conjunto de economías emergentes. Nuevamente con una probabilidad e impacto algo menor sobre Chile, persiste el riesgo asociado a la compleja situación fiscal y financiera de la Eurozona y se agrega en lo más reciente un no descartable recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en Irak y Ucrania con efectos sobre los precios de las materias primas, así como sobre la confianza en Europa.

10 Tablas

Tabla 10.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013	2014	2015
PIB (% a/a)	5,8	5,4	4,1	2,9	3,8
Inflación (% a/a, fdp)	4,4	1,5	3,0	3,6	2,5
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	517	477	529	566	585
Tasas de interés (% fdp)	5,25	5,00	4,50	3,25	3,75
Consumo Privado (% a/a)	8,9	6,0	5,6	2,7	3,7
Consumo Público (% a/a)	2,5	3,7	4,2	7,0	6,7
Inversión (% a/a)	14,4	12,2	0,4	-1,5	3,9
Resultado Fiscal (% PIB)	1,3	0,6	-0,6	-1,8	-1,9
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,2	-3,4	-3,4	-2,3	-2,6

Fuente: BBVA Research

Tabla 10.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés (%, fdp)
T1 12	5,1	3,8	485,4	5,00
T2 12	5,8	2,7	505,6	5,00
T3 12	5,5	2,8	475,0	5,00
T4 12	5,2	1,5	477,1	5,00
T1 13	4,9	1,5	472,5	5,00
T2 13	3,8	1,9	502,9	5,00
T3 13	5,0	2,0	504,6	5,00
T4 13	2,7	3,0	529,5	4,50
T1 14	2,6	3,5	563,8	4,00
T2 14	2,4	4,3	553,1	4,00
T3 14	2,2	4,2	571,0	3,25
T4 14	4,1	3,6	565,5	3,25
T1 15	3,6	2,8	570,6	3,25
T2 15	3,7	2,1	574,2	3,25
T3 15	3,9	2,1	579,7	3,50
T4 15	4,2	2,5	585,0	3,75

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (highyieldsecurities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este

documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

“BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo”.

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Chile

Economista Jefe de Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Hermann Gonzalez
hermannesteban.gonzalez@bbva.com

Fernando Soto
fsotol@bbva.com

Cristóbal Gamboni
cristobal.gamboni@bbva.com

Aníbal Alarcón
anibal.alarcon.contractor@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA ResearchLatam

Pedro de Valdivia 100
Providencia
97120 Santiago de Chile
Tel.: +56 26791000
E-mail: bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com