

# Situación Chile

Cuarto Trimestre de 2014  
Unidad de Chile

- **Lenta recuperación global**, ante menor crecimiento en principales economías de Europa y desaceleración emergente, se suma a la mayor volatilidad financiera. Crecimiento global alcanzaría un 3,2% y 3,7% en 2014 y 2015, respectivamente.
- **Ajustamos a la baja previsión de crecimiento del PIB en 2014-2015 a 1,9% y 3,1%, respectivamente.** La desaceleración económica se ha hecho más persistente como consecuencia de la concreción de riesgos internos y un escenario internacional menos favorable. Crecimiento 2015 se sustenta principalmente en impulso fiscal y externo, ambos no exentos de riesgos.
- **Inflación se ubicaría en el piso del rango de tolerancia a fines de 2015 y los riesgos se inclinan a la baja.** Los factores que explicaron la mayor inflación este año no estarán presentes el próximo, a lo que se suma un escenario de mayores holguras de capacidad y presiones desinflacionarias externas.
- **Banco Central continuaría entregando estímulo monetario llevando la TPM a lo menos a 2,50% en 2015**, nivel en el que se mantendría durante todo el próximo año, para luego acompañar rezagadamente el proceso de normalización monetaria de EE.UU., primero vía cambio en el sesgo y luego vía aumentos de tasas.
- **Presupuesto fiscal 2015 necesitará liquidar fondos soberanos para su financiamiento.** Se pospone la convergencia a balance estructural y se entrega fuerte impulso a la inversión, sin poner en jaque la sostenibilidad fiscal.

## Índice

1. Resumen	3
2. Lenta recuperación global, con mayor volatilidad financiera	5
3. Castigo sobre precios de activos por factores locales habría concluido	10
4. Menor crecimiento local y recuperación más lenta de lo anticipado	14
5. Cuenta corriente mejora sustancialmente ante mayor desaceleración local	16
6. Inflación 2014 cerraría el año en 5,1% a/a, explicada por factores que no estarán presentes el 2015	17
7. Debilitamiento económico y sus implicancias inflacionarias de mediano plazo hacen necesario un mayor estímulo monetario	20
8. Presupuesto fiscal 2015 con foco en inversión pública y haciendo uso del FEES	22
Recuadro 1: Sostenibilidad y regla fiscal en Chile: proyecciones y comparación internacional	25
9. Riesgo de lenta recuperación de las confianzas	29
10. Tablas	30

**Fecha de cierre: 7 de noviembre de 2014**

# 1 Resumen

---

**Indicadores globales apuntan a una recuperación más lenta del crecimiento mundial y a mayores tensiones financieras.** En particular, al menor crecimiento esperado para Europa y Japón, se suma la desaceleración emergente, con ajustes más relevantes en América de Sur. Para estas geografías, tanto la política monetaria como fiscal continuarán dando soporte al proceso de recuperación. Por su parte, expectativas de alza de tasas en EE.UU. están siendo acompañadas por incrementos en la volatilidad financiera, sobre todo en mercados emergentes. En este entorno, se espera que el crecimiento global alcance un 3,2% y 3,7% en 2014 y 2015, respectivamente.

**En Chile, ajustamos a la baja la estimación de crecimiento en 2014-2015 y estimamos una recuperación más lenta.** Crecimiento del PIB alcanzaría 1,9% y 3,1% en 2014 y 2015, postergándose la convergencia a crecimiento potencial para 2016-2017. La debilidad de la demanda interna será más persistente ante el fuerte ajuste en precios relativos y la mayor debilidad del mercado laboral. La caída de la inversión se ha profundizado a lo que se suma una marcada ralentización del consumo privado tanto durable como no durable. Las expectativas de un crecimiento algo mayor en 2015 se sustentan, principalmente, en un relevante impulso fiscal y en una mayor contribución del sector externo.

**Inflación 2014 cerraría el año en 5,1% a/a, explicada por factores que no estarán presentes el 2015.** Una parte importante de la inflación que hemos visto este año se vincula directamente a los efectos de la depreciación cambiaria y, en menor medida, con alzas de impuestos. Sin estos efectos, en un contexto de crecientes holguras de capacidad y de escasas presiones inflacionarias internacionales, la inflación el próximo año se ubicará más cerca del piso del rango de tolerancia de la meta de inflación. Proyectamos inflación de 2,3% a/a al cierre de 2015 con marginal riesgo bajista.

**Debilitamiento económico y sus implicancias inflacionarias de mediano plazo hacen necesario un mayor estímulo monetario.** El Banco Central mantendría la tasa de política monetaria (TPM) en 3,00% este año y la recortaría a lo menos hasta 2,5% en 2015, nivel en el que se mantendría durante todo el próximo año, para luego acompañar el proceso de normalización monetaria de EE.UU., primero vía cambio en el sesgo y luego vía aumentos de tasas. Vemos necesario que la inyección del impulso monetario sea mayor que lo previsto hace tres meses, como consecuencia de un debilitamiento económico tanto local como internacional mayor al esperado, con evidentes implicancias desinflacionarias.

**Castigo sobre precios de activos por factores locales habría alcanzado su punto máximo.** Tras visitar los \$600 por dólar, el tipo de cambio ha revertido hacia niveles más consistentes con sus fundamentales, aunque no descartamos depreciaciones adicionales de corto plazo en la medida que el mercado internalice mayores recortes de la TPM. En 2015, el gradual proceso de recuperación económica y el mayor impulso fiscal, implicarán una moderada tendencia apreciativa para el peso.

Tasas de interés soberanas de mediano y largo plazo han mostrado volatilidad, en lo que estimamos una leve tendencia alcista de la mano de mayores tasas externas y cifras de actividad interna que dejarían de decepcionar, parcialmente contrarrestadas por una tasa de política monetaria menor que la actualmente incorporada en el precio de los activos.

**Gobierno envía Presupuesto 2015 contracíclico con foco en inversión pública. Estimamos que el próximo año será necesario hacer uso del Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) como**

**fuentes de financiamiento.** Mayor ritmo de ejecución en los últimos meses de este año permitirá que el crecimiento del gasto público finalice en torno a 5,4% real. Con esta base, estimamos que el Presupuesto 2015 es consistente con un crecimiento del gasto de 8,8% que será financiado en parte con recursos provenientes de la reforma tributaria y, en parte, con liquidación de dólares del FEES entre US\$ 1.000 y US\$ 2.500 millones. Déficit fiscal efectivo se elevaría a 2,7% del PIB, pero sin poner en riesgo el cumplimiento de la meta de balance estructural.

**Desaceleración de la demanda interna ha contribuido a mejorar rápidamente el déficit en cuenta corriente.** Corregimos a la baja nuestra estimación de déficit en cuenta corriente a 0,2% y 0,1% del PIB para 2014 y 2015, respectivamente desde -2,3% y -2,8% previsto en nuestro anterior informe. También contribuyen a este cambio, el mayor aporte previsto de parte del sector externo y expectativas de mantención de un tipo de cambio real depreciado.

**Localmente se ha concretado el riesgo de una menor confianza agregada y, hacia adelante, esto puede implicar una recuperación más gradual y moderada de lo previsto.** Asimismo, nuestro escenario base contempla un incremento relevante en el gasto público tanto corriente como de capital. Aquello tiene el riesgo propio vinculado a la sub-ejecución del gasto público, particularmente en inversión. En el ámbito externo, permanece el riesgo de sostenibilidad en el crecimiento de China como el de mayor relevancia en el mediano plazo, seguido por el riesgo de corto plazo asociado a los impactos financieros del retiro del estímulo monetario en EE.UU.

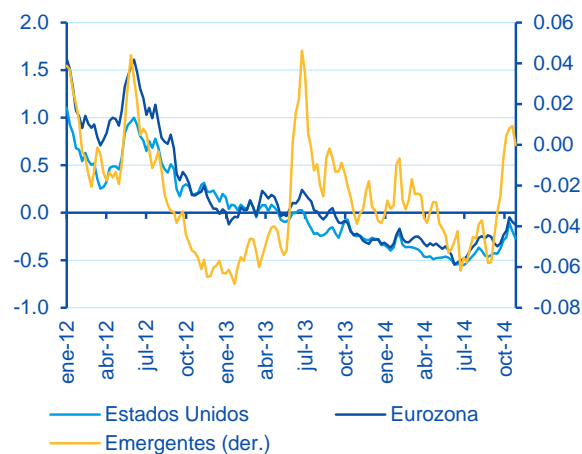
## 2 Lenta recuperación global, con mayor volatilidad financiera

Sigue aumentando el crecimiento mundial, que cerraría en 3,2% en 2014 y 3,7% en 2015. Pero también aumentan las tensiones financieras y los riesgos geopolíticos

La economía mundial siguió creciendo en el tercer trimestre. Sin embargo, el crecimiento trimestral es muy moderado, especialmente en las economías más desarrolladas y, dentro de estas, más en Japón o la eurozona que en EE.UU.

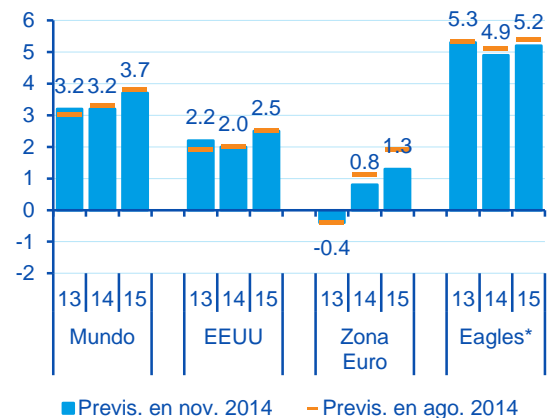
Los indicadores de confianza del mes de septiembre siguen siendo consistentes con la expansión de la actividad manufacturera, aunque hace algunos meses que, como poco, dejaron de mejorar en las principales áreas económicas. Una señal adicional de la fragilidad de la recuperación cíclica en marcha la da el repunte desde mediados de septiembre de los indicadores de tensiones en los mercados financieros, que se han situado en el caso de las economías emergentes en niveles no vistos desde mayo de 2013 (Gráfico 2.1). Entonces el mercado descontó una rápida retirada de los estímulos de la Fed que finalmente no se produjo y que sigue pendiente. Al tiempo, en las últimas semanas se multiplican los eventos de riesgo geopolítico y se acumulan las sorpresas negativas sobre el consenso en los indicadores de actividad, especialmente en la eurozona o en América del Sur.

Gráfico 2.1  
Índice BBVA Research de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



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

Con todo, lo más probable es que el crecimiento mundial haya mejorado del segundo al tercer trimestre, al pasar de 0,6% trimestral a un 0,8% estimado, respectivamente. Estas cifras tendrían en todo caso un sesgo bajista dado que los indicadores de actividad industrial y del comercio mundial en septiembre aún podrían moderarse y puede que los efectos de la volatilidad financiera sobre la confianza de los agentes sean más persistentes delo que prevemos. Además, están también los riesgos geopolíticos asociados a la situación en

Siria e Irak o al frágil acuerdo entre Ucrania y Rusia, que siguen viviendo entre sanciones que ya impactan la actividad de sectores relevantes como el energético ruso.

En este entorno, la política monetaria sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la política fiscal tendrá un tono menos restrictivo en 2014-15 que en el pasado reciente en EE.UU. y en la eurozona. Incluso en China junto a la consolidación presupuestaria en los gobiernos locales y regionales, se considera que a nivel nacional se pueden implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento.

Finalmente, hay que destacar el descenso de los precios del petróleo como factor favorable para las expectativas de crecimiento global —aunque no para los países exportadores— en la medida en la que sea resultado de un choque positivo de oferta.

### El crecimiento en EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado, siendo previsible que se alcance el 2,5% en 2015

Tras el inesperado y transitorio descenso de la actividad en el 1T14, los indicadores de actividad, gasto y empleo se han ido recuperando de modo que en el segundo semestre del año es previsible un ritmo de aumento del PIB cercano al 2,5%, que permitiría alcanzar el 2% promedio para el conjunto de 2014 (Gráfico 2.2). El papel de la Fed, que enfatiza la cautela, la paciencia antes de actuar ante los signos de mejora de la economía, sigue siendo un soporte del escenario de recuperación cíclica en EE.UU. apoyado por la sólida creación de empleo y el aumento de la riqueza de las familias.

### En China se mantienen las perspectivas previas, pero con un sesgo bajista por el entorno externo y medidas de control del sistema bancario en la sombra

En el tercer trimestre el PIB siguió desacelerándose, hasta el 7,3%, resultado de la moderación de la actividad doméstica, sobre todo en la constructora e inmobiliaria, pero parcialmente compensada por un inesperado e intenso repunte de las exportaciones. Se mantienen las perspectivas de crecimiento de 2014 en el 7,2%. Con todo, los sesgos del escenario de crecimiento en China siguen siendo bajistas a partir de 2015(7.0%), precisamente por el freno que puede suponer la demanda externa procedente de Europa y por el ajuste en marcha en el sector inmobiliario en un entorno de elevado apalancamiento y de medidas de control del sistema bancario menos regulado.

China se enfrenta a la gestión de la desaceleración en marcha mientras reduce los riesgos financieros y recompone el crecimiento hacia la demanda doméstica. En este escenario, las autoridades intervendrían para que la desaceleración no se intensifique por debajo de los objetivos establecidos. Así, es previsible una flexibilización adicional de la política monetaria, una política fiscal expansiva en el gobierno central (aunque con consolidación en gobiernos locales) y la continuidad en la ejecución de reformas estructurales.

### En la eurozona la recuperación será aún más lenta de lo previsto

El estancamiento del PIB en el segundo trimestre, con comportamientos más débiles en general en las economías más grandes, ha supuesto la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015 (Gráfico 2.2). El impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia se está dejando sentir en el comercio y los indicadores de confianza de las economías del centro de Europa, incluyendo Alemania. El BCE ha seguido actuando, con medidas orientadas a acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios, del que se han venido alejando desde 2012. A este objetivo ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE, con una retirada de estímulos en el primer caso y un aumento de su balance en el segundo.

### 3 Castigo sobre precios de activos por factores locales habría concluido

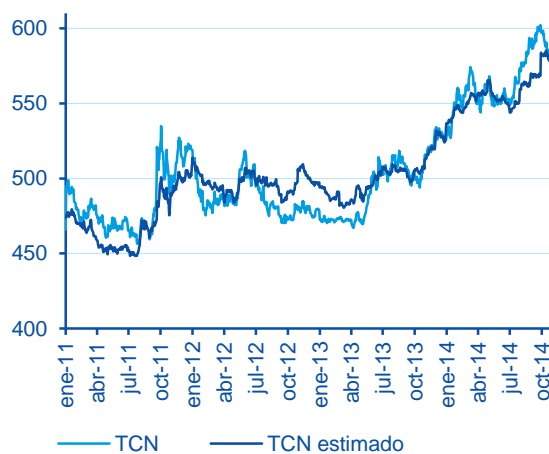
Parte importante de la depreciación del peso habría terminado, en tanto las tasas de interés de mediano y largo plazo han mostrado volatilidad como respuesta a expectativas de leve mejora en posición cíclica de la economía, aumento en oferta de papeles soberanos locales y significativas variaciones en las tasas externas

El tipo de cambio realizó un ajuste adicional respecto al cierre del Situación anterior, con una depreciación del peso entre 4 y 5% alcanzado niveles sobre \$600 por dólar a fines de septiembre. Parte de esa depreciación se revirtió a inicios de octubre y, al cierre de este Informe, el nivel de la paridad es solo marginalmente superior al nivel sugerido por modelos de determinación nominal y real, que consideran, entre otras variables, la evolución 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 combinada con cierto escepticismo respecto a una recuperación del crecimiento en los próximos trimestres, así como a la incertidumbre del escenario reformista reflejado en el deterioro de las expectativas empresariales. Seguimos viendo que el peso-dólar podría mantenerse en niveles similares a los actuales en el corto plazo, aunque mejores registros de actividad y menores espacios para recortes en la tasa de política monetaria (TPM), podrían traer acotadas apreciaciones del peso a mediano plazo.

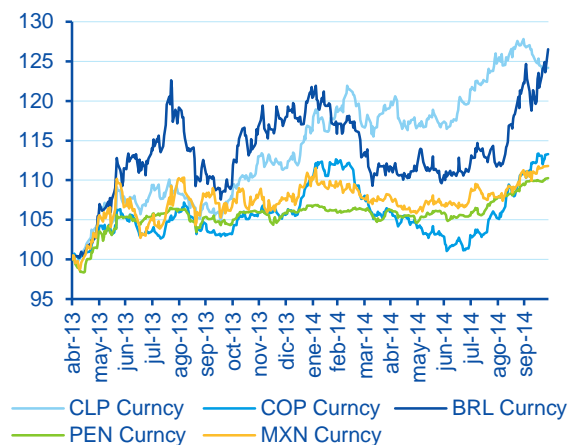
El tipo de cambio localmente ha experimentado una depreciación superior al de otras economías, situación que entregaría espacio para no esperar alzas de la paridad muy relevantes en los próximos meses toda vez que la flotación cambiaria y ajustes rápidos en la TPM habrían ya construido la depreciación necesaria para permitir una mejora en la posición cíclica a mediano plazo (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1  
Tipo de cambio efectivo y estimado\* (CLP/USD)



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

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

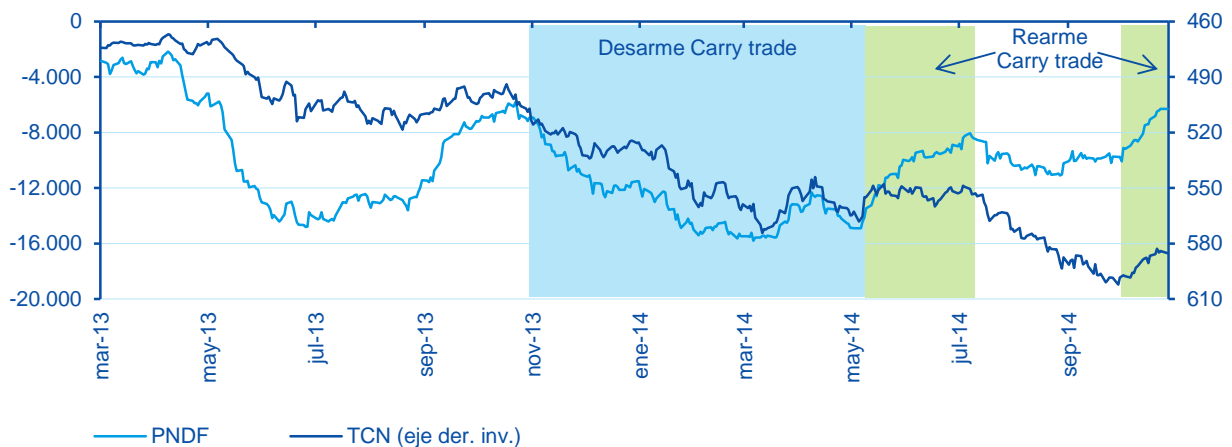


Fuente: Bloomberg y BBVA Research

El alza del tipo de cambio hacia niveles en torno a \$600 coincidió con un retroceso del precio del cobre -parte de nuestro escenario base que teníamos para el metal—, el incremento de los riesgos geopolíticos y el desarme de operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carry trade*) realizada por no residentes en conjunto con recortes en la TPM (Gráfico 3.3). Con volatilidad, los extranjeros han dejado de apostar a mayores bajas en la TPM, lo que se ha acentuado posterior al sesgo neutral de la RPM de octubre. En este contexto, proyectamos que el tipo de cambio se mantendría en torno a \$590-595 en lo que resta del año, en la medida que se concrete nuestra visión de recuperación en la actividad y los recortes adicionales en la TPM sean acotados hasta 2,50%, considerando también una moderada apreciación del dólar a nivel multilateral.

Gráfico 3.3

**Posición neta en el mercado derivado externo y tipo de cambio nominal (millones de USD, CLP/USD)**



Fuente: BCCh y BBVA Research

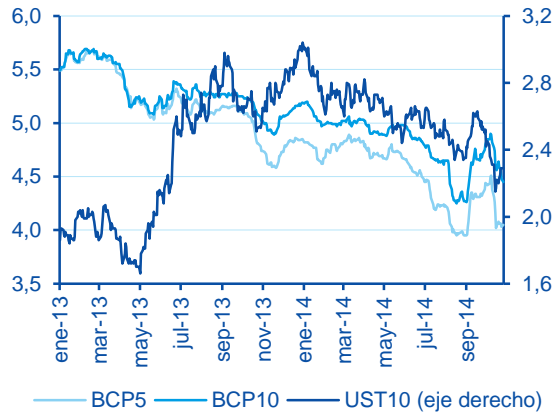
### Las tasas de interés de mediano y largo plazo han mostrado volatilidad como respuesta a expectativas de leve mejora en posición cíclica de la economía y aumento en oferta de papeles soberanos locales, en conjunto con significativas variaciones en las tasas externas

Las tasas de interés soberanas de mediano y largo plazo han mostrado volatilidad, enmarcadas en una leve tendencia alcista consistente con nuestra visión de cierto desalineamiento respecto a fundamentales que apuntamos en el Situación anterior. El BCP-10 se ubica en torno a 4,5%, y el BCP-5 en 4,1%. Todo esto ocurre al mismo tiempo que la tasa del bono del Tesoro americano a 10 años presentó marcadas variaciones entre 2,6% y 2,2% con noticias mixtas provenientes de China, y aumento en la aversión al riesgo proveniente de diversos orígenes, entre los que se cuentan los riesgos geopolíticos, sanitarios y de crecimiento mundial (Gráfico 3.4).

Por su parte, las tasas de interés de instrumentos indexados a la inflación (BCU) a 5 y 10 años también presentaron marcada volatilidad, acumulando alzas de 20 y 18 puntos base desde sus mínimos en septiembre pasado, respectivamente (Gráfico 3.5). Así, la compensación inflacionaria promedio implícita en estos instrumentos se ubica al cierre de este informe en 2,8%.

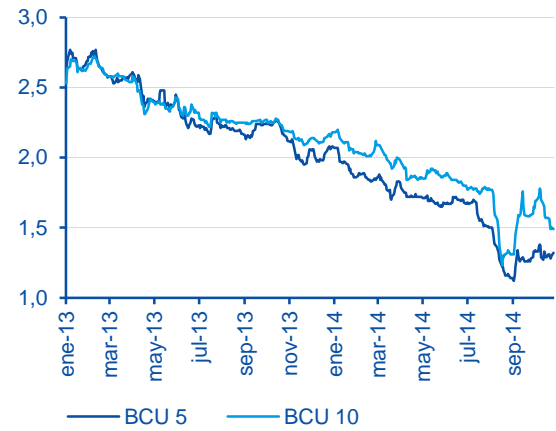


Gráfico 3.4  
**Tasas BCP 5 y 10 años y UST 10 años (porcentaje)**



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

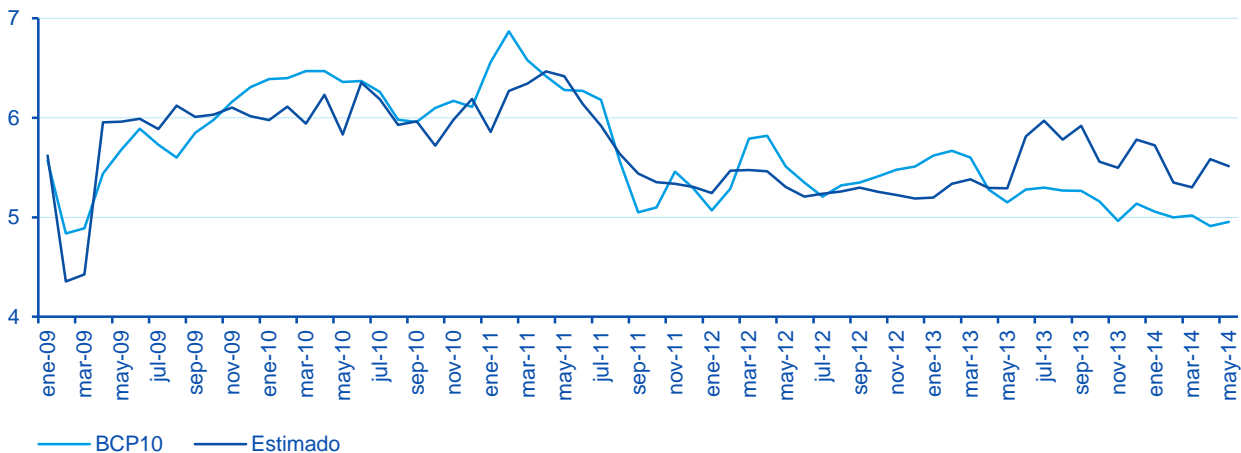
Gráfico 3.5  
**Tasas BCU 5 y 10 años (porcentaje)**



Fuente: ABIF y BBVA Research

Nuestros modelos de determinación de tasas de interés soberanas de largo plazo no logran explicar aún del todo 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, y aunque se han dado en parte reversiones alcistas en las tasas de interés, no son descartables aumentos adicionales 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

Como parte de este diagnóstico, examinamos los factores que habrían estado detrás del retroceso en las tasas de interés locales, y vemos que una dosis no menor correspondería a sorpresas negativas en actividad (Tabla

3.1). El ejercicio se realiza tomando como base el BCP-10. En la medida que las sorpresas negativas no continúen, las tasas de interés locales estarían más vinculadas a sus contrapartes externas.

Tabla 3.1

**Incidencias de sorpresas de actividad y tasas externas en BCP10 años: Enero a Agosto 2014**

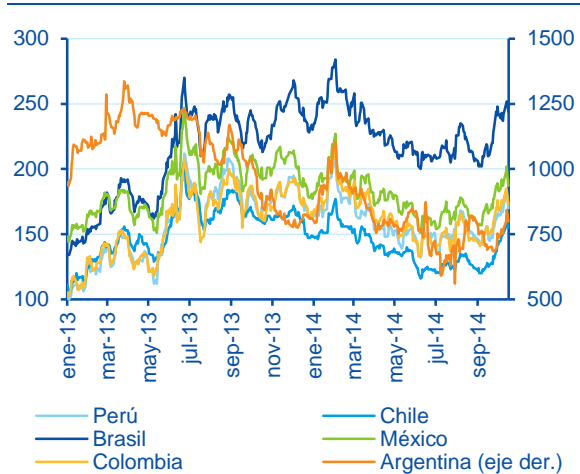
	Incidencias en BCP10 (pb)	
<b>BCP10 en diciembre</b>	<b>5,04%</b>	
Sorpresas actividad*	-4,3 pp	-21 pb
Caída UST10Y	-48 pb	-27 pb
Otros factores (escases papeles, etc.)		-24 pb
<b>BCP10 en agosto</b>	<b>4,32%</b>	

\*La sorpresa considera hasta el Imacec de junio conocido en agosto  
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Por su parte, el premio por riesgo soberano medido por el EMBI ha aumentado en algo respecto al Situación anterior, lo que corresponde a 17 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).

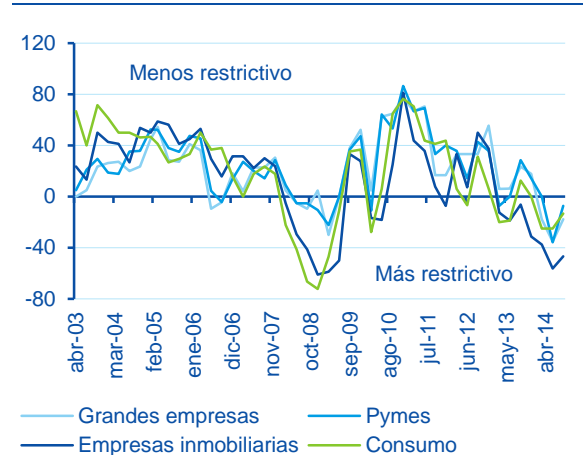
En lo que respecta a las condiciones de financiamiento internas, ya en el Situación anterior anticipábamos una eventual desaceleración dado que la Encuesta de Crédito del Banco Central mostraba ciertas restricciones de oferta y mitigación en la demanda. Aquello se ha concretado. En el caso de los créditos 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 demanda de crédito\* (% neto de respuestas)**



\*Corresponde a la diferencia entre el porcentaje de encuestados que perciben un fortalecimiento de las solicitudes de crédito respecto al trimestre previo en algún grado y el porcentaje de quienes consideraron que dichas solicitudes se han debilitado en algún grado, como porcentaje del total de respuestas.  
Fuente: Encuesta de Crédito Bancario BCCh

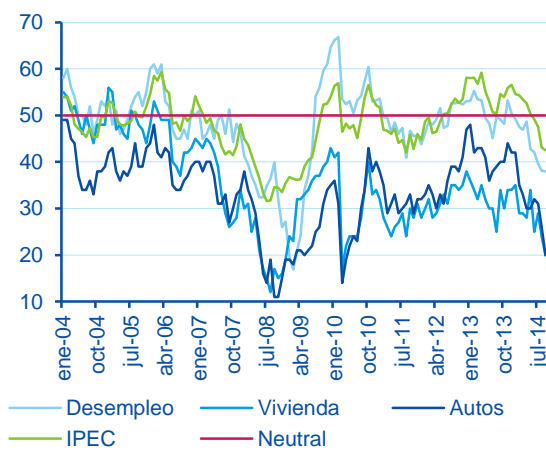
## 4 Menor crecimiento y recuperación más lenta de lo anticipado

Crecimiento del PIB alcanzaría 1,9% y 3,1% en 2014 y 2015, retrasando convergencia a crecimiento potencial estimado entre 4% y 4,5%. Debilidad de la demanda interna será más persistente ante fuerte ajuste en precios relativos y mayor debilidad del mercado laboral

La actividad continúa sorprendiendo negativamente las expectativas, hecho que se observa en un crecimiento del PIB de sólo 1,9% a/a en el 2T14, mientras que las cifras adelantadas para el 3T14 muestran una profundización de la desaceleración, con un crecimiento entorno al 1,0% a/a. En nuestro escenario base el crecimiento del PIB repuntará moderadamente a partir del 4T14, no solo por bases más favorables, sino también por una mayor contribución del gasto fiscal, aún en un escenario de ejecución fiscal moderada.

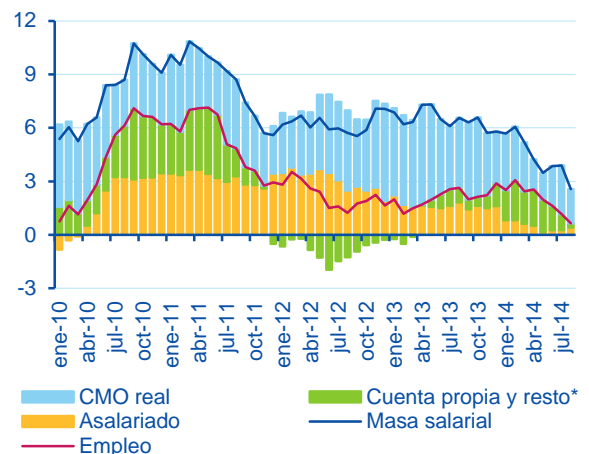
Ya es un hecho que la debilidad del consumo privado está tomando un mayor protagonismo, haciendo que el actual ciclo de menor crecimiento sea más persistente y demore algo más en recuperar tasas de crecimiento potencial. Expectativas de consumidores en terreno pesimista y un menor crecimiento tanto de la ocupación como de salarios reales serán los principales determinantes (Gráfico 4.1 y 4.2). La pérdida de dinamismo del consumo que se inició en el componente durable —particularmente automóviles— hoy alcanza también a los bienes no durables, ganando persistencia. En este contexto, estimamos un crecimiento del consumo privado de 1,9% y 2,2% para 2014 y 2015, respectivamente.

Gráfico 4.1  
**Confianza de consumidores y percepción de desempleo\* (índices)**



\*Valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo)  
Fuente: Banco Central de Chile, Adimark, BBVA Research

Gráfico 4.2  
**Masa salarial (variación anual, porcentaje)**

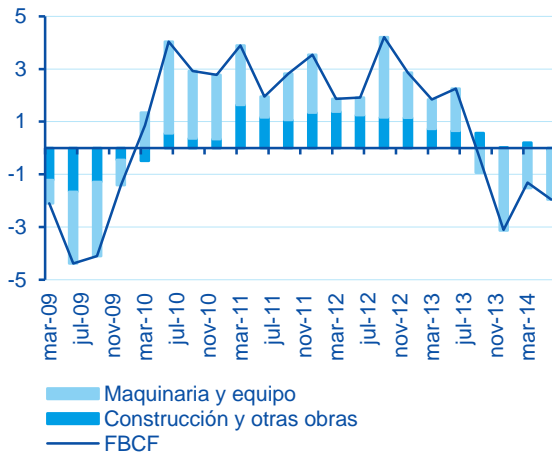


\*Incluye empleadores, personal de servicio y familiar no remunerado del hogar y representan aproximadamente el 10% del empleo total.  
Fuente: INE, BBVA Research

Por otro lado, la inversión no muestra signos de estabilización mientras que el componente público continúa contribuyendo negativamente al crecimiento de ésta. Es más, luego de que la FBCF cayera un 8,1% a/a en el 2T14, las cifras para el 3T14 apuntan a un nuevo retroceso interanual, aunque algo más moderado. Por componentes, se mantiene un fuerte ritmo de retroceso interanual en la inversión en maquinaria y equipos, al

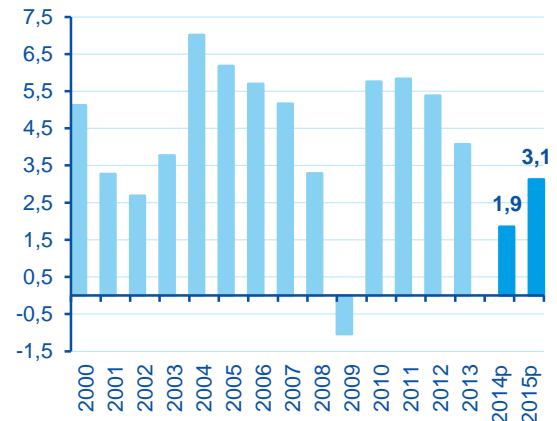
que se suma una creciente debilidad de la inversión en construcción. Con todo, estimamos una caída más pronunciada en la FBCF este año (-4,0%) y una recuperación lenta para el próximo (1,5%), impulsada por un débil desempeño del componente de construcción (Gráfico 4.3).

Gráfico 4.3  
**Contribución por componentes del gasto FBCF (% a/a)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 4.4  
**Crecimiento del PIB y proyecciones (var. % a/a)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

El mayor impulso fiscal sería un factor determinante para justificar expectativas de recuperación y generar una inflexión en la confianza agregada. Sin embargo, hemos notado en lo reciente algún grado de dificultad para ejecutar gasto público, en particular su componente de capital. Esto nos hace dudar de la capacidad de cumplir el compromiso de ejecución de 100% del presupuesto en lo que resta del 2014, retrasando en parte su efecto reactivador hacia el 2015 (*más detalles en la Sección 8*).

El sector externo seguirá contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB, y será uno de los componentes que liderará el proceso de recuperación, apoyado en un tipo de cambio real más depreciado y un crecimiento global que se recupera, aunque lentamente. En este contexto, si bien esperamos un menor dinamismo de las exportaciones reales este año (2,3%), seguimos viendo una recuperación durante el 2015 (a tasas de expansión del 4,7%). Por su parte, la fuerte desaceleración de la demanda interna y su lenta recuperación, harán que las importaciones tomen una dinámica más pronunciada de lo previsto, con una caída de 5,6% el 2014 y un modesto crecimiento 3,3% en 2015.

En definitiva, interpretamos que el actual ciclo de actividad asociado a un fuerte ajuste en precios relativos ha sido exacerbado por un sentimiento pesimista, reflejado en indicadores de confianza, que no ha sido contrarrestado de forma oportuna por la política contra cíclica. En este sentido, la discusión de reformas locales ha cumplido un rol de amplificar los efectos más relevantes de la desaceleración local: un fuerte ajuste en precios relativos (o bien, de tipo de cambio) asociado al término del boom de inversión en minería, producto del menor crecimiento de China y su cambio de composición hacia menor inversión, que se suma a la expectativa de retiro de estímulo cuantitativo y alza de tasas de interés en EEUU.

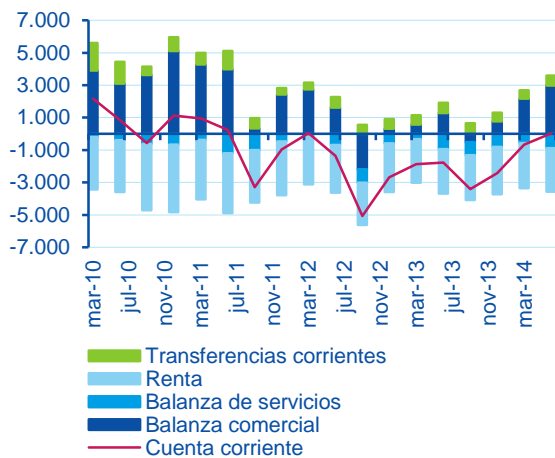
## 5 Cuenta corriente mejora sustancialmente ante mayor desaceleración local

Mayor desaceleración ha contribuido a mejorar rápidamente el déficit en cuenta corriente. Flexibilidad cambiaria ha jugado un rol clave en la estabilización de las cuentas externas

Al 2T14 el saldo en cuenta corriente alcanzó un leve superávit de US\$28 millones, mientras que acumuló un déficit de US\$1.622 millones equivalentes a un 2,4% del PIB en los últimos cuatro trimestres. Estas cifras apuntan a una fuerte corrección de las cuentas externas, impulsadas por un mayor saldo comercial de bienes, principalmente asociado a un fuerte retroceso en importaciones (Gráfico 5.1). Por su parte, el balance de rentas mostró un déficit menor en el 2T14 (US\$2.677 millones), en línea con una menor IED neta y menores remesas asociadas. En términos de financiamiento, el déficit acumulado a la fecha sigue siendo en su mayoría financiado por IED.

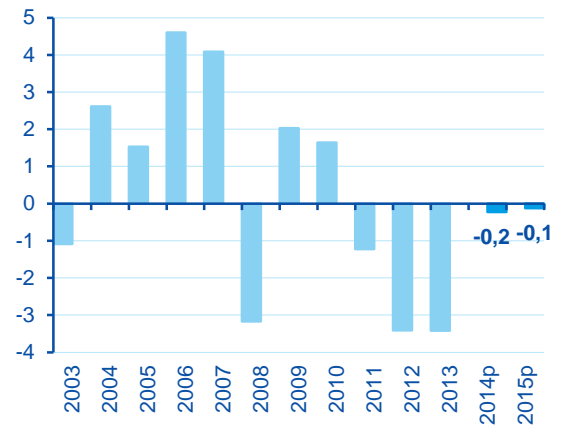
Con todo, corregimos a la baja nuestra estimación de déficit en cuenta corriente a 0,2% y 0,1% del PIB para 2014 y 2015, respectivamente desde -2,3% y -2,8% previsto en nuestro anterior informe (Gráfico 5.2). La razón detrás de nuestra nueva valoración continúa radicada en un ajuste más agudo en la composición del crecimiento, con una menor contribución de la demanda interna, un mayor aporte del sector externo y expectativas de mantención de un tipo de cambio real depreciado. Mientras que a las perspectivas se agrega una recuperación más lenta del gasto privado.

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



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 5.2  
**Saldo en cuenta corriente y proyecciones (% del PIB)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

## 6 Inflación 2014 cerraría el año en 5,1% a/a, explicada por factores que no estarán presentes el 2015

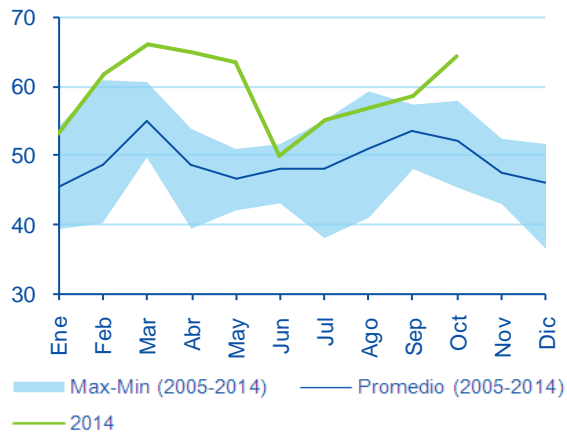
---

El aumento de la inflación este año está explicado por factores como la depreciación del peso, los cambios metodológicos en la medición del IPC y la reforma tributaria. Este año la inflación cerraría en 5,1% a/a, mientras que 2015 lo haría en torno a 2,3% a/a que presenta marginal riesgo bajista

El año 2014 ha sido un periodo donde la economía chilena ha experimentado una serie de cambios, tanto en relación a discusiones de carácter estructural como en ajustes en el mercado del trabajo, actividad y precios relativos. Tras varios años de resultados positivos, la actividad económica ha comenzado a resentirse, lo que se ha traducido en una desaceleración en la inversión, acompañada de un mercado del trabajo menos estrecho y un menor dinamismo en el consumo privado. Pese a las mayores holguras de capacidad, el dinamismo de los precios ha continuado su ritmo ascendente que comenzó a fines del 2013 cuando la depreciación del peso comenzó a traspasarse a los precios locales y que se acentuó con las alzas de impuestos.

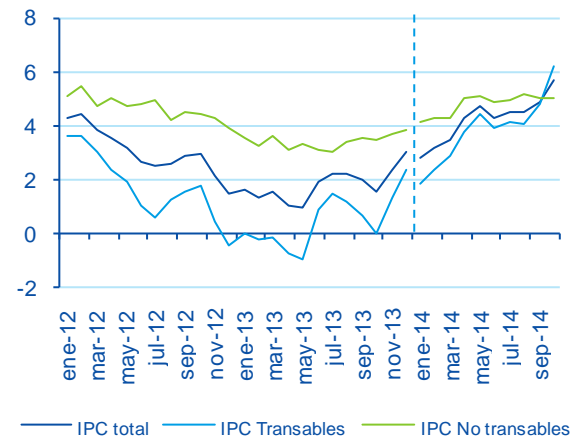
Este año la medición del IPC experimentó cambios metodológicos en algunos ítems y un cambio en la composición y cantidad de productos en la canasta, mejorando, por ejemplo, la medición en aquellos transables que históricamente aportaban deflación al IPC (vestuario y calzado y artículos electrónicos principalmente). Adicionalmente, como mencionamos en nuestro Situación anterior, los sorprendentes registros de inflación desde comienzos de año han tenido como principal responsable la fuerte depreciación del peso que se ha materializado a través de alzas generalizadas en distintos productos de la canasta del IPC, ubicando la dispersión inflacionaria en la parte alta del rango histórico de los últimos 10 años (gráfico 6.1). Así, al mes de octubre, la inflación anual del IPC total y de transables, registran variaciones de 5,1% y 6,2% a/a, respectivamente (gráfico 6.2).

Gráfico 6.1  
**Porcentaje de productos con aumentos de precios (porcentaje)**



Fuente: BCCh, INE, BBVA Research

Gráfico 6.2  
**IPC total e índices analíticos\* (var. % a/a)**



\*Línea segmentada indica comienzo de la nueva canasta base promedio 2013=100.  
Fuente: INE, BBVA Research

De forma paralela, durante gran parte del año estuvo en discusión el proyecto de ley de Reforma tributaria (RT), el cual tendría implicancias directas en el precio de algunos productos incorporados en la medición del IPC, principalmente cigarrillos, bebidas alcohólicas, analcohólicas y automóviles nuevos. Lo anterior se tradujo en aumentos anticipados en los precios de algunos de estos productos, como una forma de adelantarse a las alzas impositivas que entrarían en vigencia una vez aprobada la ley.

En efecto, al mes de octubre de 2014 la inflación acumulada ha alcanzado un 5,1%, sorprendiendo al mercado con registros por sobre lo esperado en 8 de 10 meses del año, mientras la principal medida subyacente, el IPC menos alimentos y energía, ha aumentado en 4,1% a/a, ubicándose levemente por sobre la parte alta del rango de tolerancia del Banco Central.

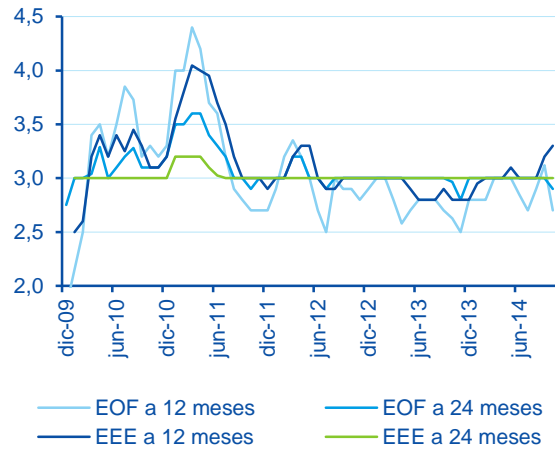
Sin embargo, consideramos que gran parte de los *shocks* inflacionarios antes descritos serían transitorios y que no estarían presentes durante el año 2015, toda vez que parte importante de la depreciación del peso ya habría terminado ([más detalles en la Sección 3](#)). En este sentido, al revisar el comportamiento que han tenido las expectativas de inflación en la Encuesta de Expectativas Económicas se observa un ajuste en el corto plazo, ubicándose en 3,3% a/a en los primeros 12 meses de proyección, mientras que se mantienen ancladas en 3% a más largo plazo. Por su parte, en la Encuesta de Operadores Financieros las expectativas se han mantenido ancladas en 3% a 12 y 24 meses, lo que reafirma el diagnóstico de *shocks* transitorios detrás de la alta inflación efectiva (gráfico 6.3).

Así, en lo que resta del año los principales factores que aportarían inflación serían los efectos restantes en precios por la entrada en vigencia de la RT, ajustes en tarifas eléctricas y factores estacionales que afectarían principalmente algunos alimentos y transporte. Con esto, nuestro escenario base para 2014 contempla un ajuste al alza en el registro de inflación de cierre de año, desde un 3,6% en nuestro informe anterior a un 5,1% a/a.

En 2015, como señalamos, la mayoría de los factores que este año aportaron inflación dejarán de estar presentes. Así, un escenario con crecientes holguras de capacidad donde la masa salarial viene creciendo a un

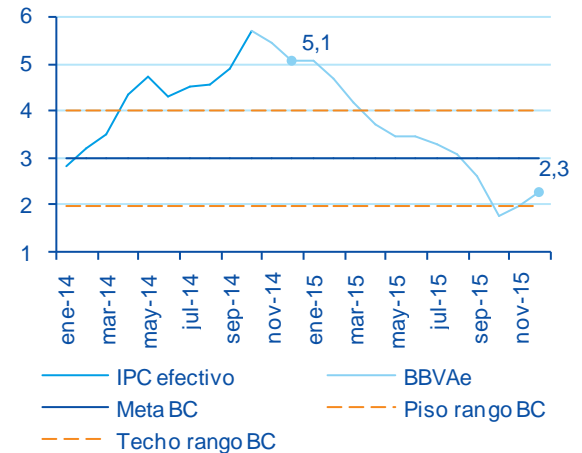
ritmo muy acotado, un tipo de cambio ligeramente más apreciado y la ausencia de presiones inflacionarias relevantes desde el entorno internacional, nos hacen prever que la inflación el 2015 estaría contenida, convergiendo rápidamente al piso del rango de tolerancia del Banco Central para cerrar el año en o incluso bajo 2,3% a/a (gráfico 6.4).

Gráfico 6.3  
**Expectativas de inflación a 12 y 24 meses: EEE y EOF\* (var. % a/a)**



\*\*EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile con datos a octubre de 2014.  
EOF: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central de Chile con datos a la segunda semana de octubre de 2014.  
Datos semanales  
Fuente: BCCCh, BBVA Research

Gráfico 6.4  
**Proyección de inflación 2014 y 2015 (var. % a/a)**



Fuente: INE, BBVA Research



## 7 Debilitamiento económico y sus implicancias inflacionarias de mediano plazo hacen necesario un mayor estímulo monetario

---

En nuestro escenario base el Banco Central mantendrá la TPM en 3,00% este año y la recortará a lo menos hasta 2,50% en primer semestre del 2015, manteniéndola en ese nivel durante todo el próximo año. La normalización hacia niveles neutrales será también más gradual de lo previsto hace tres meses

En nuestro Informe de 3T14 señalamos que el Banco Central reduciría la tasa de política monetaria (TPM) “al menos” hasta 3,25%. Al momento de escribir este Informe de 4T14, el Banco Central no sólo había recortado la tasa de instancia hasta ese nivel, sino que además había anunciado en su Informe de Política Monetaria de septiembre que el nivel terminal de la tasa se ubicaría entre 2,75% y 3,00%. Este mayor estímulo monetario era consistente con una economía que si bien presentaba sorpresas al alza en la inflación, mostraba también un debilitamiento de la actividad y la demanda significativamente mayor al previsto, con implicancias desinflacionarias que se observarían con mayor claridad en 2015.

En su reunión de septiembre, tras discutir como opciones de política reducir la TPM en 50 o 25 puntos base (pb) el Instituto Emisor recortó la TPM en 25 pb y moderó el sesgo expansivo, decisión que fue acompañada con diversas declaraciones de parte de los miembros del Consejo anunciando la proximidad del término del proceso de expansión monetaria. En octubre, luego de conocido el IPC de septiembre por sobre las expectativas, el Banco Central optó por reducir la TPM a 3%, en línea con lo esperado por la mayoría del mercado, pero además, eliminó el sesgo expansivo de su comunicado, señalizando el fin del proceso de expansión monetaria.

El escenario delineado por la autoridad en septiembre ha sufrido cambios importantes. El crecimiento económico se ubicará en la parte baja del rango de 1,75%-2,25% (BBVAe 1,9%), pero la inflación de cierre de año será superior al 4,1% (BBVAe: 5,1%). Pese a estos cambios, consideramos necesario que el Banco Central lleve la TPM terminal hasta a lo menos 2,50%, lo que sólo sería factible una vez que revise el escenario macroeconómico de los próximos trimestres y reconozca la existencia de escasas presiones inflacionarias. En efecto, los elementos que estuvieron presentes este año empujando la inflación al alza —especialmente el traspaso de la depreciación cambiaria y los efectos de las alzas de impuestos— no inyectarán inflación en 2015, lo que se suma un escenario de crecientes holguras de capacidad.

A esto debemos sumar un escenario internacional que se presenta con una mayor debilidad y con caídas relevantes de precios internacionales de materias primas no metales, principalmente petróleo y alimentos, lo cual tiene evidentes implicancias desinflacionarias.

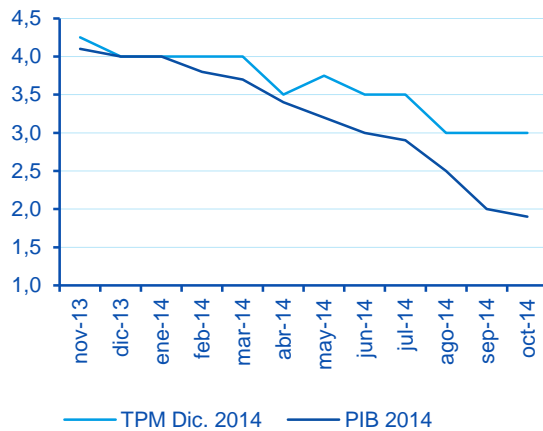
El mercado, en consecuencia con los ajustes a la baja que ha hecho a la estimación de crecimiento para este año, ha ido incorporando recortes adicionales de la tasa de instancia. Al cierre de este Informe, el consenso de analistas estimaba que la TPM cerraría el año en 3,00% (Gráfico 7.1).

Pero no sólo el nivel terminal de la TPM será menor que lo previsto hace tres meses, sino que también proyectamos que será necesario entregar una mayor integral de estímulo monetario, es decir, que la tasa se

deberá mantener baja por un período de tiempo mayor, toda vez que la desaceleración económica ha sido más aguda y persistente de lo previsto. En efecto, en nuestro escenario base de proyección hemos postergado la convergencia hacia el crecimiento potencial para el año 2017 y, en consecuencia, este escenario supone que la TPM se mantiene en 2,50% durante todo el próximo año, iniciando posteriormente un gradual proceso de normalización que finalizaría en un nivel neutral estimado entre 4,25% y 4,75% hacia fines de 2016 e inicios de 2017.

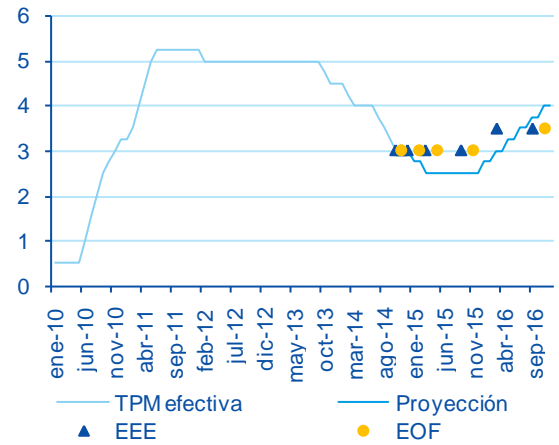
Respecto de este último punto es importante señalar que el Banco Central a la fecha no ha entregado luces sobre el período durante el cual planea mantener el estímulo monetario, así como tampoco de su estimación de la tasa de interés neutral, lo que mantiene a los mercados con dosis importantes de incertidumbre. Por el momento, las encuestas disponibles (Encuesta de Expectativas Económicas y Encuesta a Operadores Financieros) indican que el mercado espera que el Banco Central baje la TPM solo hasta 3,00%, pero que se mantenga en ese nivel por todo o gran parte de 2015, subiendo solo 50 pb en un horizonte de 16 meses (gráfico 7.2).

Gráfico 7.1  
Expectativas de analistas EEE\*



\*EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile con datos a octubre de 2014.  
Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 7.2  
TPM efectiva y trayectorias implícitas en EEE/EOF\* (porcentaje)



\*EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile con datos a octubre de 2014.  
EOF: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central de Chile con datos a la segunda semana de octubre de 2014.  
Fuente: BCCh, BBVA Research

## 8 Presupuesto fiscal 2015 con foco en inversión pública y haciendo uso del FEES

Estimamos mayores déficits efectivos en 2014 y 2015 que los proyectados por el gobierno. En 2015 se haría uso del FEES por un monto entre US\$ 1.000 y US\$2.500 millones dado que el techo de la deuda de US\$ 7,5bn contenido en la Ley de Presupuesto no sería suficiente

Con la publicación del Informe de Finanzas Públicas (IFP), el gobierno ha entregado todos los antecedentes necesarios para estimar el impacto macroeconómico del gasto público en lo que queda de 2014 y durante 2015. En dicho informe se revela el detalle sobre el escenario macroeconómico esperado por el Ministerio de Hacienda, el gasto proyectado para 2014 y 2015, y la estimación de activos financieros del Fisco a finales de año, entre otros aspectos. Con esto es posible analizar las implicaciones de las cifras entregadas por la autoridad y los efectos que existirían de concretarse un escenario macroeconómico distinto al presentado por Hacienda (Tabla 8.1).

Tabla 8.1

### Variables macroeconómicas y fiscales para 2014 y 2015

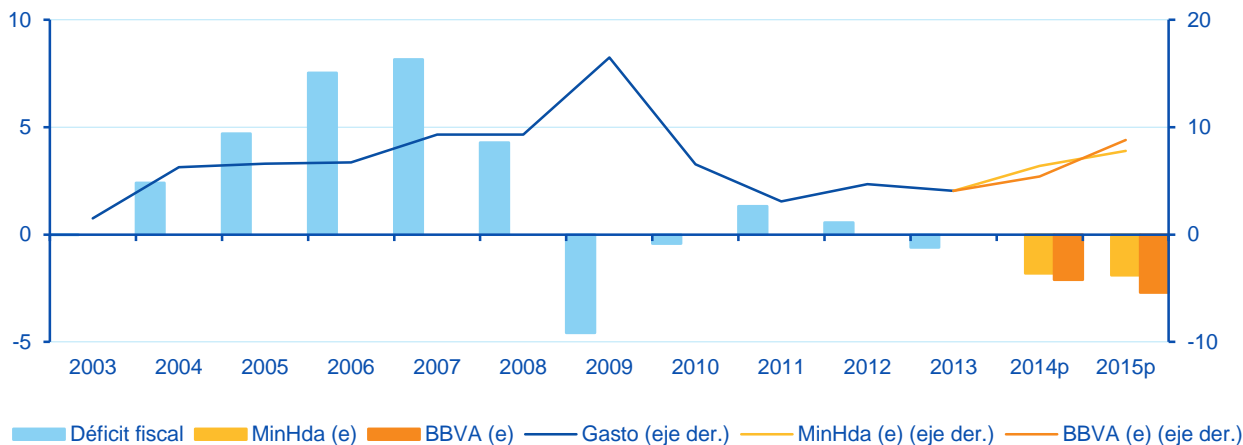
	2014		2015	
	MinHda	BBVA	MinHda	BBVA
<b>Escenario macroeconómico</b>				
PIB (var. anual)	2,1	1,9	3,6	3,1
Demanda interna (var. anual)	-0,1	-0,1	3,9	3,2
IPC (var. prom/prom)	4,2	4,4	3,0	3,3
Tipo de cambio (\$/US)	565	569	585	581
Precio cobre (US cent./lb)	315	308	312	287
Precio molibdeno (US/lb)	12,5	12,1	13,0	11,2
<b>Escenario fiscal</b>				
Déficit estructural (% del PIB)	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1

Fuente: Dipres, BBVA Research

Mientras el Fisco proyecta un déficit efectivo de 1,8% del PIB en 2014, menores ingresos harían más negativo dicho resultado, aunque atenuado en parte por un menor gasto. Nuestra estimación es de un déficit efectivo de 2,1% del PIB, lo que equivale aproximadamente US\$ 5,5bn. La diferencia radica en menores ingresos por: 1) un escenario macroeconómico menos dinámico que el proyectado por Hacienda; y 2) una menor recaudación de la Reforma Tributaria que la estimada para este año (Dipres: 0,3% del PIB, BBVAe: 0,1% del PIB). Este resultado se compensa en parte dado que vemos con una baja probabilidad que el gobierno cumpla con el gasto proyectado en el IFP, lo cual implicaría una ejecución de 101,9% y una tasa de crecimiento promedio del gasto de 9,3% real anual en el último cuatrimestre del año. A pesar del lento ritmo de ejecución presupuestaria de este año, no descartamos que se termine ejecutando algo más del 100% del Presupuesto. Así, con una ejecución de 101,0%, el gasto crecería 7% real anual en el último cuatrimestre y 5,4% en el año (Gráfico 8.1).

Gráfico 8.1

Gasto de gobierno (var. % real anual) y déficit fiscal efectivo (% del PIB)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Un mayor déficit efectivo en 2014 intensifica la necesidad de liquidar activos para financiar las obligaciones del gobierno. La liquidación de USD el 2014 se ubicaría entre US\$500 y US\$1.300 millones, en tanto el 2015 se liquidarían dólares FEES por un monto entre US\$1.000 y US\$2.500 millones. En el IFP, el gobierno considera para el año una liquidación de activos por un total aproximado de US\$ 3.160 millones, alcanzando así a final de año un cierre de Otros Activos del Tesoro Público (OATP) de US\$ 722. No considera para este año un uso del FEES<sup>1</sup>. Sin embargo, en BBVA Research estimamos un mayor déficit efectivo que elevaría la necesidad de liquidar activos en US\$ 730 millones adicionales. Con este monto, el Fisco aún tiene espacio para liquidar sus otros activos sin recurrir a los fondos soberanos el 2014 (tabla 8.2). Con información a agosto, los OATP alcanzan los US\$ 4.787 millones, y están compuestos en un 72,2% por moneda local y 27,8% por moneda extranjera.

Tabla 8.2

Fuentes y usos de recursos fiscales 2014 y 2015

	2014		2015	
	IFP	BBVA	IFP	BBVA
<b>Fuentes</b>	<b>7.277</b>	<b>8.008</b>	<b>8.187</b>	<b>10.069</b>
Endeudamiento bruto	4.118	4.118	7.500	7.500
Venta de activos financieros	3.160	3.891	687	2.569
<b>Usos</b>	<b>7.277</b>	<b>8.008</b>	<b>8.187</b>	<b>10.069</b>
Déficit efectivo	4.759	5.490	5.187	7.069
Amortizaciones regulares	1.079	1.079	2.000	2.000
Bonos de reconocimiento	1.439	1.439	1.000	1.000

\*Nota: Las cifras están expresadas en dólares utilizando los tipos de cambio del IFP. Algunas cifras están redondeadas.

Fuente: Dipres, BBVA Research

1: Cabe recordar que la ley 20.759 se destinaron US\$ 400 millones de la ley reservada del cobre a gasto relacionado con la reconstrucción en el norte y en Valparaíso. Aunque esta modificación no implica cambios en los ingresos totales, sí repercute en una mayor liquidación de activos dado que, probablemente, por ley reservada dicho monto se habría utilizado para financiar gasto en moneda extranjera (los denominados COSUDENA).

Para 2015 también proyectamos un escenario de menores ingresos efectivos y mayor déficit, como consecuencia de las diferencias con el escenario macro supuesto por Hacienda. Manteniendo como gasto total la cifra contenida en la Ley de Presupuesto (es decir suponiendo un 100% de ejecución), y suponiendo que la Reforma Tributaria recauda el monto estimado de 0,97% del PIB para 2015, un escenario macroeconómico como el supuesto por BBVA Research es consistente con menores ingresos efectivos. Así, con el gasto creciendo 8,8% real el próximo año, estimamos que el fisco dispondrá de menores ingresos por el equivalente a US\$1.800 millones respecto de lo previsto en el IFP, con lo cual el déficit efectivo sería de 2,7% del PIB, en vez del 1,9% del PIB estimado por la autoridad fiscal.

Sea cual sea el resultado en 2015, el techo de deuda de US\$ 7,5bn contenido en la Ley de Presupuesto no alcanza, y se deberá incurrir en liquidación de activos. Aún si el déficit fuera de 1,9% del PIB (US\$ 5.187 millones en cifras de Hacienda), la amortización de deuda por US\$ 2.000 millones contemplada para 2015 y el pago de bonos de reconocimiento por US\$ 1.000 millones hacen que escaseen cerca de US\$ 700 millones, los cuales deberían provenir de liquidación de activos y un mayor déficit efectivo por US\$ 1.800 millones que se deduce de nuestro escenario macro, pudiendo totalizar hasta US\$ 2.500 millones de necesidad de fondos adicionales. A estas cifras se sumaría la eventual capitalización de Codelco por US\$ 1.000 millones, la cuál sería financiada con mayor deuda. Si consideramos que una parte significativa de los Otros Activos del Tesoro Público se liquidarán este año, no es descartable que en 2015 se deban usar recursos del FEES para financiar el Presupuesto. Esta necesidad de liquidación de activos que observamos para el próximo año se suma a la visión contenida de la depreciación del peso por factores externos, y consecuentemente, seguimos viendo la paridad caminando a niveles de \$570 a mediano plazo.

Los cambios en el escenario macroeconómico no repercuten en la estimación de déficit estructural, por lo que el cumplimiento de la meta no se vería alterado por este aspecto. El objetivo de la regla es precisamente asegurar un déficit fiscal ajustado por el ciclo y un nivel de gasto en función de la meta que no se vea afectado por los cambios cíclicos en la economía. Solo para 2014 vemos un mayor déficit, dado que esperamos una menor recaudación de la Reforma Tributaria para este año. De todas formas, ya hemos mencionado que retrasar marginalmente el cumplimiento de la meta estructural no debería tener mayores costos en términos del costo de la deuda soberana para el país (*ver Recuadro 1*).

Los riesgos que observamos para 2015 en parte se compensan, y están relacionados a la recaudación de la Reforma Tributaria y a la ejecución del gasto. Gran parte de la mayor recaudación de 0,97% del PIB está asociada a menor evasión y al cierre de algunos *loopholes*, por lo que existen riesgos patentes de que la recaudación por estos conceptos resulte ser menor a lo estimado. Compensando este aspecto, los posibles problemas estructurales que existen en la ejecución del Presupuesto, podrían extender la lenta ejecución de este año al próximo, poniendo en riesgo la ejecución presupuestaria en 2015.

## Recuadro 1. Sostenibilidad y regla fiscal en Chile: proyecciones y comparación internacional

La regla fiscal chilena, que consiste en determinar el gasto de gobierno en base a los ingresos estructurales, o cíclicamente ajustados, y a una meta de balance estructural, para el año 2017 estaría alcanzando 10 años de déficits estructurales continuados. En este contexto, vale la pena preguntarse si dichos resultados ponen en riesgo la sostenibilidad de las finanzas públicas o si, por el contrario, ese no sería un riesgo relevante dada la posición acreedora neta del fisco. Es más, si se considera que la sostenibilidad fiscal no está en riesgo, el gobierno podría evaluar la posibilidad de postergar la convergencia al balance estructural más allá del año 2018, lo cual en la práctica permitiría incrementar el nivel anual del gasto público en hasta US\$ 2.700 millones anuales (1% del PIB). Esta discusión es particularmente relevante en una economía en que persisten amplias necesidades insatisfechas en temas tan diversos como infraestructura pública, salud y educación, entre otros.

En este recuadro se aborda el dilema desde dos enfoques: por un lado, cuantifica el efecto que tendrían sobre el nivel de la deuda pública neta como porcentaje del PIB diversos escenarios posibles para la meta de balance estructural, incluyendo escenarios de convergencia, de mantención del déficit y de divergencia del déficit. Por otra parte, revisa la evidencia internacional para evaluar los posibles efectos en términos de tasas de interés y de premio por riesgo que tendría el fisco en caso de que se incremente el nivel de deuda pública a los niveles que presentan otros países considerados habitualmente en comparaciones internacionales.

### 1. Estimación de evolución dinámica de la deuda

#### 1.1. Metodología

Tomando como base la ecuación de dinámica de la deuda utilizada en la literatura (ver por ejemplo Buitier, 1985), se incorporan tres elementos idiosincráticos de la economía chilena (ver Villena et al., por publicar): 1) la regla de balance estructural, 2) la importancia de los ingresos del cobre y 3) la política de fondos soberanos que el país posee, en particular, del Fondo de Reserva de Pensiones (FRP). Con esto, la ecuación de dinámica de la deuda se describe:

$$\Delta d_t = -\frac{1-i_t}{1+\gamma_t} \gamma_t d_{t-1} + \frac{\Delta FRP_t}{P_t Y_t} - (\overline{be}_t + ac_t) \quad (1)$$

donde las variables en minúsculas denotan estar expresadas como porcentaje del PIB,  $i_t$  es la tasa de interés nominal relevante asociada a la deuda neta en el periodo  $t$ ,  $\pi_t$  es la inflación en el periodo  $t$ , y  $\gamma_t$  es igual a la suma de  $\pi_t + g_t + \pi_t g_t$ ,  $g_t$  es la tasa de crecimiento real del producto;  $\Delta FRP_t$  es la variación del FRP,  $P_t Y_t$  es el PIB nominal,  $\overline{be}_t$  es la meta de balance estructural como porcentaje del PIB, y  $ac_t$  es el ajuste cíclico como porcentaje del PIB en el año  $t$ . Cabe recordar que la suma del balance estructural y el ajuste cíclico arroja como resultado el balance efectivo.

Así, son la meta de balance estructural junto a la situación cíclica de la economía las variables que determinarán el ritmo de endeudamiento que el Fisco tenga. A su vez, la situación cíclica estará determinada por la brecha entre las variables efectivas y los parámetros estructurales, es decir, el PIB tendencial y los precios del cobre y molibdeno de referencia.

### 1.2. Supuestos

El ejercicio a realizar tiene algunos supuestos simplificadores. Por ejemplo, se prescinde del endeudamiento que pueda generarse por la emisión de bonos de reconocimiento. Además, dado el sistema principalmente privado de pensiones en Chile, y en base a las proyecciones de gasto a largo plazo (Dipres, 2014), no se suponen retiros ni usos de los intereses del FRP. Las presiones de gasto que puedan venir por las áreas de salud y educación pueden hacer aumentar la carga tributaria, sin embargo, no suponemos cambios en el régimen más allá de la reforma tributaria recientemente aprobada.

### 1.3. Escenarios y resultados

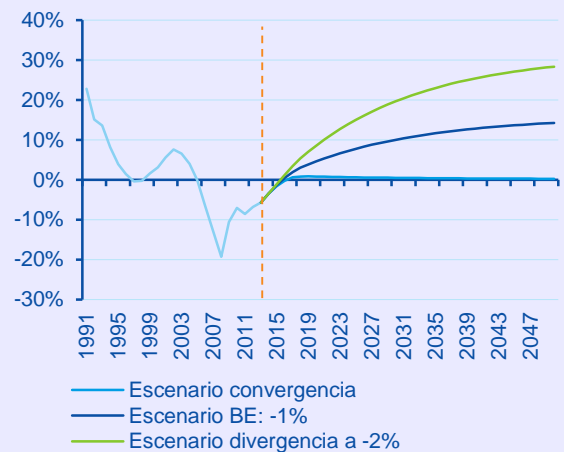
Suponemos dos escenarios macroeconómicos relevantes: uno de cierre de las brechas de capacidad en 2018, con un crecimiento de PIB potencial de 4,2%, y otro donde el crecimiento del PIB potencial se alcanza en 2015 y es de 2,5%, pero es sobreestimado por el Comité de expertos independiente y se calcula un ajuste cíclico positivo hasta 2020.

Para ambos escenarios macroeconómicos suponemos tres metas de balance estructural: 1) a un balance estructural equilibrado en 2018 (a razón de 0,25% del PIB por año), para mantenerse así hasta 2050, 2) que el déficit estructural no se cierra sino que se mantiene en 1% del PIB desde 2015 hasta 2050, y 3) una divergencia en el déficit estructural llegando a 2% del PIB en 2018 y manteniéndose en ese nivel hasta 2050. Para todos los casos se suponen trayectorias de tasas de interés y tipo de cambio acordes con los niveles de deuda para cada escenario.

La dinámica de la deuda neta total (considerando el nivel de activos fiscales que se registran en el FRP) para los escenarios propuestos se observan en los gráficos R1 y R2.

Gráfico R.1

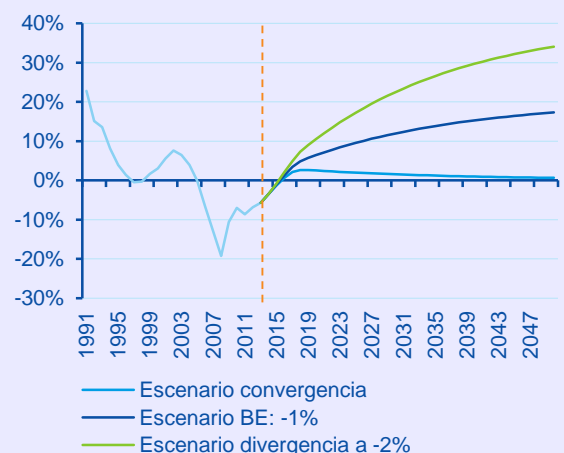
#### Deuda neta total bajo tres metas de déficit estructural (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda, BBVA Research

Gráfico R.2

#### Deuda neta total bajo tres metas de déficit estructural y sobreestimación del PIB potencial (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda, BBVA Research

Como se observa, en ambos casos el peor escenario en cuanto a déficit estructural lleva la deuda neta a niveles alrededor de 30% del PIB, aunque con variaciones reales anuales del gasto a distinto nivel (en el largo plazo, el gasto crece al mismo nivel que el PIB Potencial, por lo que un

crecimiento del producto más acotado implica un crecimiento del gasto menor). Por lo tanto, es un hecho que en cualquier escenario el Fisco dejará de ser un acreedor neto en los próximos años, así como también, que en los escenarios de no convergencia, el nivel de deuda podría alcanzar niveles no vistos desde inicios de la década de 1990. Las preguntas que caben hacerse en este punto son (i) si niveles de deuda neta en estos rangos ponen en riesgo la sostenibilidad de la deuda o, por el contrario, son manejables para una economía como la chilena y (ii) si el gobierno podría sostener un crecimiento anual del gasto de 2,5% o, por el contrario, en un escenario como este necesitará incrementar aún más su endeudamiento para financiar un mayor crecimiento del gasto. Para ayudar a construir una respuesta a la primera pregunta, la siguiente sección revisa la evidencia internacional.

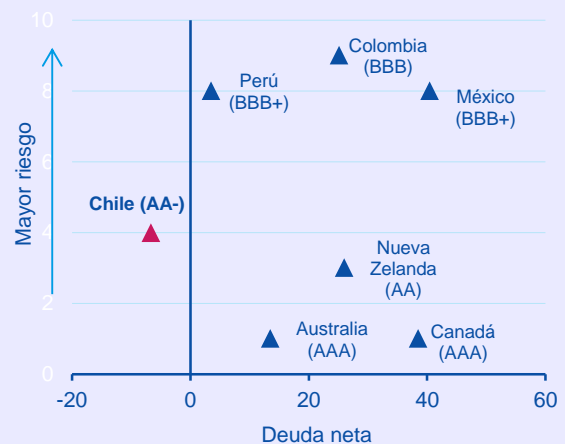
## 2. Comparación internacional

Cuando se compara el nivel de deuda neta de Chile en relación a economías similares, ya sea por su nivel de ingreso per cápita, por su marco de políticas o por su estructura productiva, se observa claramente la mejor posición relativa de la economía chilena. La posición acreedora neta de Chile, junto a otras variables de desempeño macroeconómico e institucional, permiten que el país mantenga una muy buena clasificación de riesgo en comparación con otros países de la región y, consistente con ello, tenga un bajo nivel de riesgo país y pueda acceder a bajas tasas de interés en sus emisiones de deuda soberana. La eventual pérdida de estos beneficios es uno de los argumentos que habitualmente mencionan quienes no comparten la idea de elevar el nivel de deuda pública.

A continuación realizaremos una comparación del nivel de deuda y clasificación de riesgo en Chile con respecto a economías similares, donde se observa claramente la mejor posición relativa de la economía chilena. Si en el futuro el país evoluciona hacia incrementar sus niveles de deuda neta al rango de

20 a 40% del PIB, existen dos escenarios posibles para la evolución de sus indicadores de riesgo. Uno lo llamaremos “equilibrio positivo” y consiste en que en el proceso de desarrollo económico el país aumente sus niveles de deuda para alcanzar un estatus de país desarrollado, incrementando así la inversión pública en infraestructura, tecnología, energía y capital humano, lo cual nos acercaría a países como Australia, Canadá y Nueva Zelanda, que mantienen mayores niveles de deuda neta y, pese a ello, tienen mejores indicadores de riesgo. Esto también podría asemejarse al primer escenario donde el crecimiento del PIB Potencial no se ve afectado. La otra solución es lo que llamaremos “equilibrio negativo”, y es que los mayores niveles de deuda se usen para fines que no permitan alcanzar el desarrollo o que derechamente se malgasten, en cuyo caso nos moveríamos a una situación en que junto con el aumento del nivel de deuda, se deteriorarían los indicadores de riesgo y se encarecería el costo del financiamiento público y privado. Este caso se asemejaría al escenario donde el PIB Potencial reduce fuertemente su tasa de crecimiento a 2,5% (gráfico R3).

Gráfico R.3  
**Relación entre deuda neta (% del PIB) y clasificación de riesgo (S&P)**



Fuente: FMI, Bloomberg, BBVA Research



### 3. Conclusiones

A partir del análisis realizado observamos que no se puede despreciar el rol que ha tenido la responsabilidad fiscal en la percepción global de la economía chilena en los últimos quince años, por lo que esta debe preservarse y consolidarse en el futuro.

Dicho lo anterior, estimamos que dada la situación acreedora neta que ostenta el fisco, un escenario en que no se converge a balance estructural en 2018 no necesariamente llevará a un deterioro de los indicadores de riesgo soberano y a aumentos del costo de financiamiento en el horizonte previsible. Será clave en un escenario como éste la forma en que se usen los recursos. En particular, un aumento de la emisión de deuda para financiar proyectos de infraestructura pública o en alianza con el sector privado y en proyectos de energía, por ejemplo, podrían facilitar el paso de Chile a convertirse en un país desarrollado.

Sin embargo, una situación de no convergencia no estaría exenta de críticas tanto políticas como económicas, tal como ha sido el caso de Australia en los últimos años. Además, no se pueden descartar escenarios de riesgo donde las finanzas públicas pueden enfrentar una presión adicional a las que se suponen en los ejercicios presentados en este trabajo, como shocks externos que repercutan en los ingresos y requieran un mayor estímulo fiscal. Sin embargo, si el aumento de la deuda es gradual, moderado y destinado para fines que apoyen el crecimiento económico, los beneficios podrían superar largamente los costos asociados.

### 4. Bibliografía

Buiter W. H., 1985. "Guide to Public Sector Debt and Deficits. Economic Policy: An European Forum", Issue 1, pp. 13-79.

Dipres (2014). "Informe de Finanzas Públicas. Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público para el año 2015", octubre.

Villena, Mauricio; Cristóbal Gamboni; Andrés Tomaselli y Alejandra Vega. "Un modelo dinámico de Sostenibilidad Fiscal para Chile en el contexto de la Política de Balance Estructural", por publicar.

## 9 Riesgo de lenta recuperación de las confianzas

---

Localmente se ha concretado el riesgo de una menor confianza agregada y, hacia delante, esto puede implicar una recuperación más gradual y moderada de lo previsto. En el ámbito externo, permanece el riesgo de sostenibilidad en el crecimiento de China, 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. Se ha observado una relevante ralentización en el consumo de bienes durables que ha permeado a bienes no durables, en tanto los indicadores vinculados a la inversión privada como las importaciones de capital no han mostrado recuperaciones.

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 recuperación de la confianza sea muy lenta e impacte la recuperación de la inversión privada, dañando aún más el consumo privado respecto de 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 de mediano plazo, 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 externo adicional, que podría tener impacto en el corto plazo, 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 agregándose un no descartable recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente con efectos sobre los precios de las materias primas, así como sobre la confianza en Europa. Finalmente, el riesgo sanitario global proveniente del virus Ébola también debe continuar monitoreándose.

## 10 Tablas

Tabla10.1

## Previsiones macroeconómicas

	2011	2012	2013	2014	2015
PIB (% a/a)	5,8	5,4	4,1	1,9	3,1
Inflación (% a/a, fdp)	4,4	1,5	3,0	5,1	2,3
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	517	477	529	595	570
Tasas de interés (% fdp)	5,25	5,00	4,50	3,00	2,50
Consumo Privado (% a/a)	8,9	6,0	5,6	1,9	2,2
Consumo Público (% a/a)	2,5	3,7	4,2	5,6	6,6
Inversión (% a/a)	14,4	12,2	0,4	-4,0	1,5
Resultado Fiscal (% PIB)	1,3	0,6	-0,6	-2,1	-2,7
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,2	-3,4	-3,4	-0,2	-0,1

Fuente: BBVA Research

Tabla10.2

## Previsiones macroeconómicas

	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	2,4	3,5	563,8	4,00
T2 14	1,9	4,3	553,1	4,00
<b>T3 14</b>	<b>1,0</b>	<b>4,9</b>	<b>593,5</b>	<b>3,25</b>
<b>T4 14</b>	<b>2,0</b>	<b>5,1</b>	<b>595,0</b>	<b>3,00</b>
<b>T1 15</b>	<b>2,4</b>	<b>4,2</b>	<b>588,6</b>	<b>2,50</b>
<b>T2 15</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>582,4</b>	<b>2,50</b>
<b>T3 15</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>576,1</b>	<b>2,50</b>
<b>T4 15</b>	<b>3,6</b>	<b>2,3</b>	<b>570,0</b>	<b>2,50</b>

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 (high yield securities) 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](http://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 país

**Economista Jefe de Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

Hermann Gonzalez  
hgonzalezb@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 Jiménez 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 Sánchez-Caro  
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Latam**

Pedro de Valdivia 100  
Providencia  
97120 Santiago de Chile  
Tel.: +56 26791000  
E-mail: bbvaresearch@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)