

Situación Chile

Primer Trimestre de 2015
Unidad de Chile

- Crecimiento alcanzaría 3,1% en 2015, con un mejor desempeño relativo en 2S15 y convergencia al potencial hacia 2016. Mantenemos la proyección hecha hace tres meses. Favorable *shock* de precio del petróleo contrarrestará pendiente de recuperación menor a la prevista. Serán claves el impulso fiscal, el aporte del sector externo y la recuperación prevista en la confianza de consumidores y empresarios.
- Inflación convergerá hacia 2,3% en un contexto de menores precios de combustibles, apreciación del peso y demanda interna que continuará débil. En este escenario, vemos espacios para nuevos recortes de la tasa de instancia (TPM) hacia 2%-2,5%, aunque estos no se concretarían en el corto plazo.
- Finanzas públicas con holguras que no se mantendrán más allá de este año. Gasto público crecería 7,7% en 2015 y déficit fiscal se acercaría a 3% del PIB. Riesgos bajistas en ingresos efectivos y en la determinación de parámetros estructurales implican que, sin riesgos de sostenibilidad, la solidez fiscal comienza a perder fuerza.
- Principales riesgos se asocian, desde el punto de vista externo, a la evolución de la economía china y al proceso de normalización monetaria en EE.UU. Internamente, el principal riesgo está vinculado a una lenta o inexistente recuperación de la confianza de los agentes económicos que incida en un desempeño más débil de lo previsto en la demanda interna privada.

Índice

1. Resumen	3
2. Entorno global: Divergencias crecientes entre las principales áreas económicas	5
3. Activos locales muy determinados por factores externos	8
4. Menor precio del petróleo y gasto público apoyan mantención de proyección de crecimiento para 2015	10
Recuadro 1: Inversión en sectores transables no mineros: ¿Desde aquí hacia dónde?	13
5. Fuerte ajuste en cuentas externas en 2015 por retroceso del precio del petróleo	16
6. Inflación convergerá hacia el piso del rango de tolerancia del Banco Central a fines de 2015	18
7. Proceso desinflacionario en curso requerirá un mayor estímulo monetario, pero no en el corto plazo	20
8. Política Fiscal: gasto público crecerá 7,7% en 2015, pero se reducen los espacios a partir de 2016	22
9. Riesgo de lenta recuperación de las confianzas persiste	25
10. Tablas	26

Fecha de cierre: 9 de febrero de 2015

1 Resumen

En el escenario más probable, la mejora del crecimiento mundial se mantendrá en 2015 y 2016 y superará el 3,5% en promedio. La economía global concluyó 2014 creciendo por encima del 3% gracias al impulso de EE. UU. y al efecto favorable que supone la caída de los precios del petróleo como consecuencia de aumentos en su oferta. En 2015-2016, sin embargo, habrá una diferenciación relevante entre áreas, dados los efectos asimétricos del descenso del precio de las materias primas y de la divergencia de políticas monetarias. Dos eventos que marcan, a priori, las perspectivas del escenario económico global.

Mantenemos proyección de crecimiento del PIB en 3,1% para 2015. En 2016 la economía crecería en torno a su potencial. Estímulo fiscal, exportaciones netas, mantención del favorable *shock* de petróleo y recuperación de expectativas, serán claves en el cumplimiento de esta proyección. Gasto privado se mantendrá con un crecimiento modesto este año y 2S15 presentará un mayor crecimiento interanual que 1S15. **El principal riesgo interno en esa dimensión está vinculado a que la recuperación de la confianza sea muy lenta e impacte de manera adicional el consumo respecto de lo proyectado en este informe.**

Tipo de cambio con presiones apreciativas que lo llevarían de regreso a niveles de \$600 o incluso bajo ese valor. Un menor diferencial de crecimiento entre Chile y EE.UU. e incrementos en el precio del cobre —que promediaría US\$ 2,82 la libra este año— llevaría el tipo de cambio a niveles levemente bajo \$600 por dólar. Desestimamos por el momento eventuales efectos en sentido opuesto asociados al inicio del proceso de alzas de tasas de interés en EE.UU., que ya estarían internalizados en el valor de la paridad.

Inflación con presiones bajistas en 2015 por *shock* de precio del petróleo, débil demanda interna y apreciación del peso. El fuerte retroceso del precio del petróleo, en un contexto de escaso dinamismo de la demanda privada, dio paso a un inicio de año con bajos registros inflacionarios y retroceso de las expectativas inflacionarias. En este escenario, que se suma a un contexto global de escasas presiones de precios, la apreciación del peso prevista contribuirá a que la inflación se ubique en 2,3% a fin de año.

Proceso inflacionario se moderaría significativamente, particularmente el segundo semestre, y requerirá un mayor estímulo monetario. TPM se reduciría a 2%-2,5% a partir de 2T15. Estimamos que el Banco Central no podrá sostener su visión inflacionaria y de mantención de tasas en un escenario en que la inflación desciende rápidamente hacia el piso del rango de tolerancia de la meta de inflación. Sin embargo, dadas las relevantes sorpresas inflacionarias alcistas de 2014, el Instituto Emisor esperará a tener más evidencia del proceso desinflacionario y de la persistencia del bajo precio del petróleo, antes de iniciar los recortes de tasas, los que una vez iniciados, llevarán la TPM a un nivel entre 2% y 2,5%. **Desestimamos la preocupación por las señales provenientes del mercado laboral al que vemos perdiendo fuerza luego de pérdida de dinamismo en los empleos estacionales. Asimismo, respecto de la inflación subyacente, su aumento respondería a un ajuste en precios relativos que una vez completado no continuará inyectando inflación. El desafío para la autoridad monetaria será mantener la inflación en torno a 3% a mediano plazo.**

Es importante que el Banco Central entregue luces sobre el período durante el cual planea mantener el estímulo monetario, así como de su estimación de la tasa de interés neutral. La falta claridad respecto de estas materias mantiene a los mercados con dosis importantes de incertidumbre, especialmente en lo relativo a la evolución de las tasas de interés de largo plazo, claves para las decisiones de inversión y consumo de bienes durables.

Gasto público crecerá 7,7% en 2015 y déficit fiscal se aproximaría a 3% del PIB; a partir de 2016 se reducen los espacios de gasto. El gobierno ha demostrado su capacidad de ejecutar el presupuesto en 2014, por lo que parece razonable proyectar un 100% de ejecución este año. Así, los riesgos en el ámbito fiscal se asocian a menores ingresos efectivos en 2015 y a menores ingresos estructurales a partir de 2016, como consecuencia de eventuales ajustes a la baja en los parámetros estructurales (PIB tendencial y precio del cobre). Pese a los recursos de la reforma tributaria, escenario fiscal se visualiza con pocas holguras a partir de 2016.

2 Entorno global: Divergencias crecientes entre las principales áreas económicas

El crecimiento mundial aumentaría al 3,6% en 2015 y 3,8% en 2016.

La economía mundial creció en el cuarto trimestre de 2014 a un ritmo similar al tercero, cercano al 0,8% trimestral. El dinamismo de EE.UU. habría compensado la debilidad de la recuperación de Japón y del área del euro y la desaceleración progresiva de China y de otras economías emergentes. Así, estimamos que el PIB mundial habría crecido 3,3% en 2014, una décima más que en 2013, con las economías desarrolladas incrementando ligeramente su contribución respecto a los tres años previos y las emergentes continuando su desaceleración.

Una de las novedades en el panorama económico global en los últimos meses es la intensa caída del precio de petróleo y su impacto desigual sobre los países según sean importadores o exportadores netos. Cabe esperar que el balance global del abaratamiento del petróleo sea positivo en términos de crecimiento, en la medida en que la liberación de rentas de hogares y empresas en las economías importadoras (es el caso de EE.UU., el área del euro y China) compense la caída de la actividad de los principales países productores. Por otro lado, la corrección del precio del petróleo también acentúa el riesgo de un escenario de inflación demasiado baja en algunas regiones desarrolladas, por lo menos hasta finales de 2015.

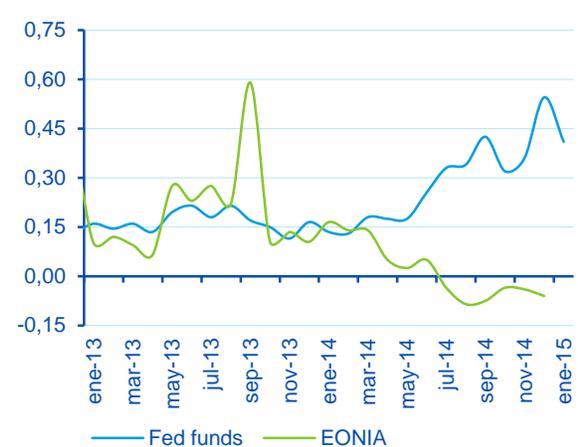
El repunte de la volatilidad en los mercados financieros, hasta cotas de mediados de 2013 según los índices BBVA de tensiones financieras (Gráfico 2.1), es otro de los elementos destacados del trimestre, común a países emergentes y desarrollados como consecuencia de dos factores: (i) las dudas sobre el desempeño económico de muchas economías emergentes; y (ii) la incertidumbre en torno al ciclo de subidas de tasas de interés de la Fed.

Gráfico 2.1
Índice de Tensiones Financieras BBVA Research



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2.2
Expectativas de política monetaria: tasas de interés forward a 12 meses vista, %



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En este contexto de baja inflación y crecimiento económico moderado, las políticas monetarias mantienen el tono acomodaticio aunque con sesgos diferenciados si atendemos a la posición de la Fed y el Banco de Inglaterra, por un lado, y a la del BCE o el Banco Central de China, por otro (Gráfico 2.2).

De este modo, la mejora del crecimiento mundial se mantendrá en 2015 y 2016, superando el 3,5% en promedio, pero también habrá una diferenciación relevante entre áreas dados los efectos asimétricos del descenso del precio de las materias primas y de la divergencia de políticas monetarias en el bloque desarrollado, los dos eventos que marcan a priori las perspectivas del escenario económico global.

Con todo, y pese al soporte que ofrecerán las políticas económicas y el descenso del precio del petróleo, los riesgos para el crecimiento mundial en 2015 siguen siendo bajistas. Al recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, se unen los vinculados a la efectividad de las políticas monetarias para incrementar las expectativas de inflación y establecer, en el caso particular de la Fed, una estrategia de retirada de estímulos que no deteriore las condiciones de financiación de las economías emergentes hasta un grado tal que frene su crecimiento.

Estados Unidos consolida la recuperación y la Fed se prepara para subir tasas de interés.

EE.UU. ha recuperado el dinamismo a lo largo de 2014, basado en la fortaleza de la demanda doméstica. Y también la caída del precio del petróleo. Hacia delante, el crecimiento podría repuntar hasta el 2,9% en 2015 lo que, junto con una baja inflación acentúa el dilema de la FED a la hora de iniciar el proceso de normalización monetaria. En este contexto, nuestra previsión de la primera subida de tasas de interés por parte de la Fed se mantiene para el tercer trimestre.

Continúa la controlada desaceleración de la actividad en China.

En China, la lenta desaceleración de la actividad ha continuado, con un crecimiento estimado de 7,2% en el cuarto trimestre, el ritmo de avance más contenido desde 2009, por la pérdida de pulso de la inversión en capital fijo, el deterioro de la competitividad exterior que arroja la apreciación del yuan y el ajuste del sector inmobiliario.

Aunque se mantiene la previsión de crecimiento para 2015 en el 7%, los riesgos están claramente sesgados a la baja fruto de la magnitud de los desequilibrios financieros acumulados, la incertidumbre sobre la evolución del mercado inmobiliario, y las dudas sobre la capacidad de las políticas para acompasar la corrección de los desequilibrios existentes con la liberalización económica en marcha. Es importante recordar que las autoridades han empezado a mostrar una mayor tolerancia a la desaceleración económica, siempre que se mantenga un aumento de empleo consistente con el comportamiento de la población activa.

Por último, continúan las presiones a la baja sobre la inflación en Europa.

La eurozona es, entre las grandes áreas económicas, aquella que concentra la mayor probabilidad de enfrentarse a un escenario de inflación demasiado baja durante un período prolongado de tiempo. A las sorpresas negativas en los registros de precios al consumo, se suma un perfil de recuperación económica moderada, en línea con lo esperado. En particular, se anticipa un crecimiento del 0,8% en 2014, que aumentaría al 1,3% para 2015, apoyada en la caída del precio del petróleo, la depreciación acumulada por el euro en los últimos meses y la relajación de las condiciones monetarias derivada de la actuación del BCE. Entre los principales focos de riesgo bajista está un recrudecimiento de las tensiones en el área de influencia de Rusia. Un segundo factor de riesgo es la incertidumbre que generan las divergencias entre algunas autoridades nacionales y las instituciones de la unión sobre cuál es la combinación más apropiada de reformas de oferta, ritmo de

consolidación fiscal y apoyo del BCE para favorecer el crecimiento. Finalmente, otro riesgo es que sigan cayendo las expectativas de inflación a medio plazo, desincentivando el consumo a corto plazo y, con ello, retroalimentando dicha caída.

3 Activos locales muy determinados por factores externos

El peso ha continuado perdiendo valor respecto del dólar, explicado por la fortaleza de este último y la caída en el precio del cobre. Las tasas de interés de mediano y largo plazo han mostrado volatilidad como respuesta a variaciones en las tasas externas y cierta internalización de estímulo monetario adicional localmente.

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 \$630 por dólar a principios de febrero. Esta depreciación ha estado estrechamente vinculada a la fortaleza del dólar y al retroceso del precio del cobre. No es posible detectar un desalineamiento cambiario que evidencie un castigo no fundamental sobre el peso (Gráfico 3.1).

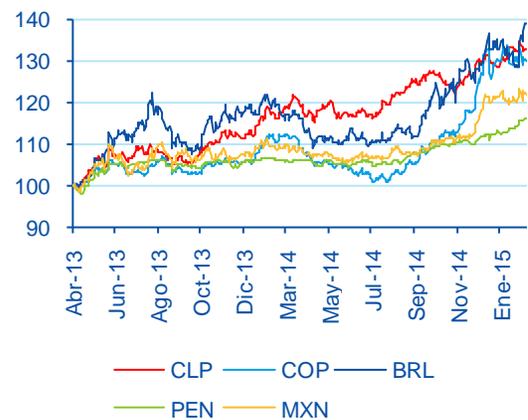
Desde una perspectiva de mediano plazo, el tipo de cambio habría experimentado una depreciación previa respecto a otras economías latinoamericanas, probablemente explicada por la mayor incertidumbre que inyectó el escenario reformista y por un Banco Central que no impidió esta depreciación de la moneda, sino más bien recortó la TPM para apoyar el ajuste cíclico (Gráfico 3.2). En ese aspecto, el peso habría hecho gran parte del ajuste automático.

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, BBVA Research

El alza del tipo de cambio hacia niveles en torno a \$630 coincidió con un retroceso del precio del cobre –en parte considerado en nuestro escenario base–, y leve desarme de operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carrytrade*) realizada por no residentes (Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3

Posición neta en el mercado derivado externo y tipo de cambio nominal (millones de US\$, \$/US\$)

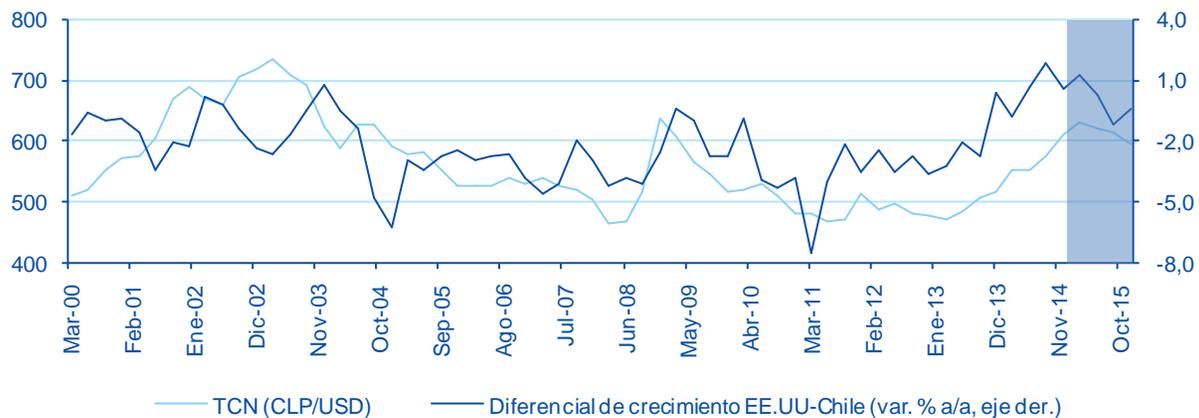


Fuente: BCCh, Bloomberg, BBVA Research

Comenzamos a ver presiones apreciativas que podrían llevar la paridad a niveles en torno a \$600 o incluso bajo ese nivel. Las cifras de actividad doméstica podrían seguir sorprendiendo al alza y, con ello, reducir el diferencial de crecimiento con EE.UU., uno de los principales determinantes de la depreciación del peso observada en 2014 (Gráfico 3.4). A esto se suma un escenario de reversión de la caída del precio del cobre observada a inicios de año, prevista para los próximos meses. Un elemento de riesgo a esta proyección podría ser el proceso de normalización monetaria en EE.UU., pero estimamos que este proceso será gradual y no impactará de manera adicional el valor del dólar una vez que se materialicen las alzas de tasas.

Gráfico 3.4

Diferencial de crecimiento US-Chile vs Tipo de cambio nominal



Fuente: Bloomberg, BBVA Research
*Área sombreada corresponde a proyección.

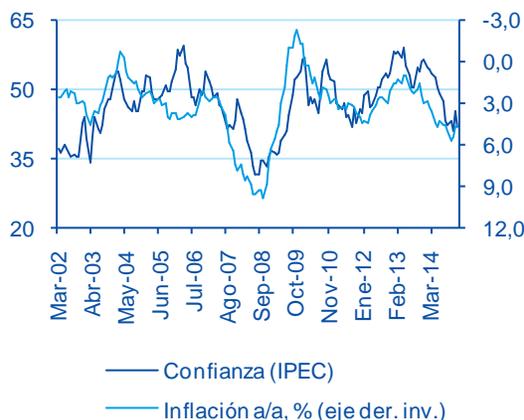
4 Menor precio del petróleo y gasto público apoyan mantención de proyección de crecimiento para 2015

Tras cerrar 2014 con un crecimiento en torno a 1,8%, la economía se encamina a una expansión de 3,1% en 2015. Menor precio del petróleo, aumento del gasto público y recuperación de expectativas serán claves en el cumplimiento de esta proyección.

Con la información preliminar disponible, el año 2014 habría cerrado con un crecimiento en torno a 1,8% levemente inferior a la proyección hecha en nuestro anterior Informe (1,9%). En términos agregados, el bajo crecimiento del año pasado estuvo fuertemente influenciado por la caída de la inversión, a lo que se sumó una marcada desaceleración del consumo privado, en un contexto de deterioro generalizado de expectativas de empresarios y consumidores. La aceleración del ritmo de ejecución presupuestaria a partir de septiembre evitó que el desempeño económico fuese aun más débil. Por su parte, en la parte final del año, la baja del precio de los combustibles dio un alivio a los presupuestos de las familias y un incipiente impulso a las expectativas de los consumidores, habitualmente muy vinculadas a la evolución de la inflación (Gráfico 4.1).

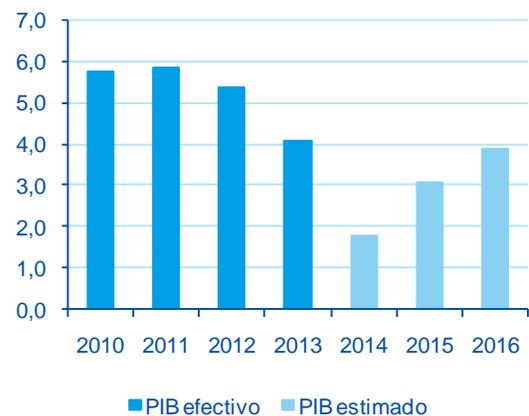
Proyectamos que este año la economía crecerá 3,1%, sin cambios respecto de la estimación de nuestro anterior Informe (Gráfico 4.2). Si bien el crecimiento de 2S14 fue marginalmente menor que lo previsto, dando cuenta de una pendiente de recuperación menor a la esperada, no extrapolamos esta tendencia hacia 2015, toda vez que la economía experimentará este año los efectos favorables de un importante aumento del gasto público y los efectos también positivos de la significativa caída del precio del petróleo. La proyección de crecimiento también supone que las expectativas de los agentes se recuperan, determinante sobre el cual existe una dosis importante de incertidumbre.

Gráfico 4.1
Confianza de los consumidores vs inflación



Fuente: Adimark, BCCh, BBVA Research

Gráfico 4.2
Crecimiento del PIB y proyecciones (var. % a/a)



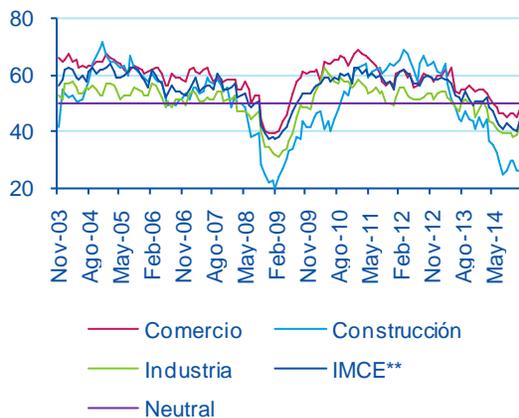
Fuente: BBVA Research

Para el consumo privado proyectamos un crecimiento levemente superior a 2%, muy similar al crecimiento promedio del año pasado, aunque con una trayectoria creciente hacia la segunda parte del año. Esta

proyección toma en cuenta que por un lado, algunos factores afectarán de forma negativa las intenciones de compra de las familias, como el deterioro previsto para el mercado laboral, la mantención de un tipo de cambio depreciado y condiciones de oferta crediticia que se mantendrán ajustadas. Por otro lado, elementos como la menor inflación prevista, sumada a una economía que crece a tasas más saludables, permitirán recuperar las expectativas de los consumidores y con ello reactivar las decisiones de consumo. Estimamos que este segundo conjunto de factores ganarán importancia en la segunda parte del año, lo que posibilitará la concreción de tasas de crecimiento del consumo privado en torno a 3% anual en 2S15.

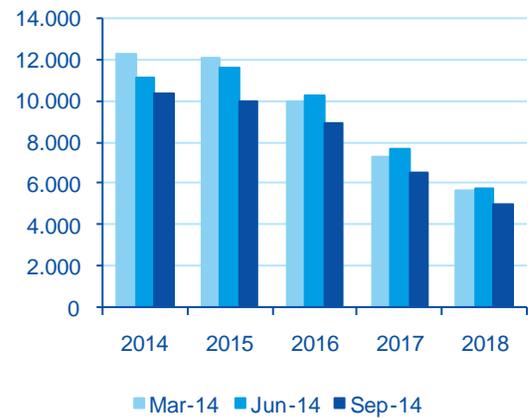
Por el lado de la inversión, la principal interrogante sigue siendo la evolución de la confianza empresarial. Al cierre de 2014 esta se mantenía deprimida, aunque con indicios de haber dejado atrás su peor momento. Sin embargo, la información disponible para 3T14 indicaba continuos recortes en los proyectos de inversión planeados para los próximos años. Con todo, la proyección de 2015 considerada en este informe para la formación bruta de capital fijo (1,3%) es moderada si se considera la fuerte caída del año anterior y el potente estímulo que proveerá el componente público, con inversiones que de acuerdo con el Presupuesto crecerían 27,5% real (Gráficos 4.3 y 4.4).

Gráfico 4.3
Percepción de los empresarios IMCE* (índice)



*Valor sobre (bajo) 50 puntos indica optimismo (pesimismo).
**IMCE incluye sector minería
Fuente: BCCCh, BBVA Research

Gráfico 4.4
Inversión privada a materializar en construcción y obras de ingeniería (millones de dólares)



Fuente: CBC, BBVA Research

A nivel de sectores económicos, el año 2014 se caracterizó por una caída relevante de la inversión minera, la cual no fue compensada por el repunte experimentado por la inversión de sectores transables no mineros (Recuadro 1). Esta tendencia debiese continuar en 2015, toda vez que los factores que explicaron dicha evolución —fin del ciclo alcista del precio del cobre y alza del tipo de cambio— seguirán presentes.

Por el lado del gasto público, en 2014 el gobierno dio muestras concretas de su capacidad de ejecutar el Presupuesto, por lo que podemos suponer que la ejecución este año también avanzará favorablemente. Sin embargo, vemos algunos riesgos bajistas por el lado de la concreción de la inversión pública, toda vez que este componente del gasto enfrenta trabas administrativas difíciles de subsanar y que escapan del control directo de la autoridad. Con todo, estimamos que el gasto público crecerá en torno a 7,7% este año, con un fuerte componente de gasto en inversión, lo que podría aportar hasta la mitad del crecimiento previsto para el año (más detalles en la Sección 8).

Finalmente, el sector externo seguirá contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB. Proyectamos que las exportaciones crecerán 4,7% real anual, acorde con el escenario de crecimiento mundial descrito en la Sección 2 de este Informe y la mantención de un tipo de cambio depreciado en términos reales, que seguirá contribuyendo a la competitividad de las exportaciones. Por su parte, y a diferencia de lo ocurrido en 2014, las importaciones crecerían 3,4% real anual, de la mano del mejor desempeño previsto para la demanda interna.

Recuadro 1. Inversión en sectores transables no mineros: ¿Desde aquí hacia dónde?

Gran parte de las explicaciones para el presente escenario de desaceleración han rondado en torno al comportamiento de la inversión. En particular, se atribuye de manera significativa el menor crecimiento al fin del ciclo de inversión minera de los últimos años. Además, no se observa un repunte en la inversión privada, muy influenciada por las deterioradas expectativas empresariales.

Sin embargo, hay determinantes que sí deberían estar afectando positivamente en algunos componentes de la inversión privada. En especial, ante la depreciación del tipo de cambio debiésemos observar un repunte de la inversión en sectores transables, ajenos a la minería (Elias y Evans, 2014). Pero el problema con el que nos hemos encontrado es que no se cuenta con una serie de inversión no minera en sectores transables que permita monitorear su comportamiento. En la presente sección, construimos dicha serie tomando como base información pública y analizamos la senda que ha mostrado en estos últimos años.

Metodología de construcción

Tomando como punto de partida la construcción de la serie de inversión no minera de Fornero, Kirchner y Yany (2014), en las bases de datos contenidas en el sitio web del Banco Central se encuentran series anuales de inversión por sector económico para los años 2003-2009 (cuentas nacionales base 2003) y 2008-2012 (cuentas nacionales base 2008). Dado que la compilación de referencia más reciente para las cuentas nacionales utiliza la metodología de encadenamiento de precios, la cual no permite la agregación por componente para calcular el total a excepción del año base (Cobb, 2014), y que además para la serie más reciente solo hay información desde 2008, se utilizaron las cifras nominales de inversión por sectores de 2012

(último año con información actual y completa disponible), y se construyó una serie que comienza en 2003 utilizando las variaciones reales anuales que se extraen de las series publicadas en el Banco Central. Como se aprecia, esta serie quedará expresada en millones de pesos de 2012 en base a la compilación de referencia 2008, y al utilizar las variaciones reales de series con compilaciones de referencia distintas se trata de la mejor aproximación posible con datos públicos. Para que la suma de los componentes sea igual a la formación bruta de capital fijo en cada año, el ajuste se realiza por diferencia en la inversión en sectores no transables.

Para la identificación de los sectores transables no mineros nos basamos en Restrepo y Soto (2005). Tal como se indica en el trabajo citado, solo parte de la industria manufacturera es transable, aunque es una parte significativa. De igual forma, parte de comercio y hoteles, así como de transporte y telecomunicaciones también son transables, pero en esos casos predomina la producción no transable. Por lo tanto, identificamos como sector transable no minero la suma de los sectores agrícolas, silvícola, pesca y manufactura en su totalidad. Nuevamente, se trata de la mejor aproximación a los sectores transables que se puede realizar con datos públicos y agregados.

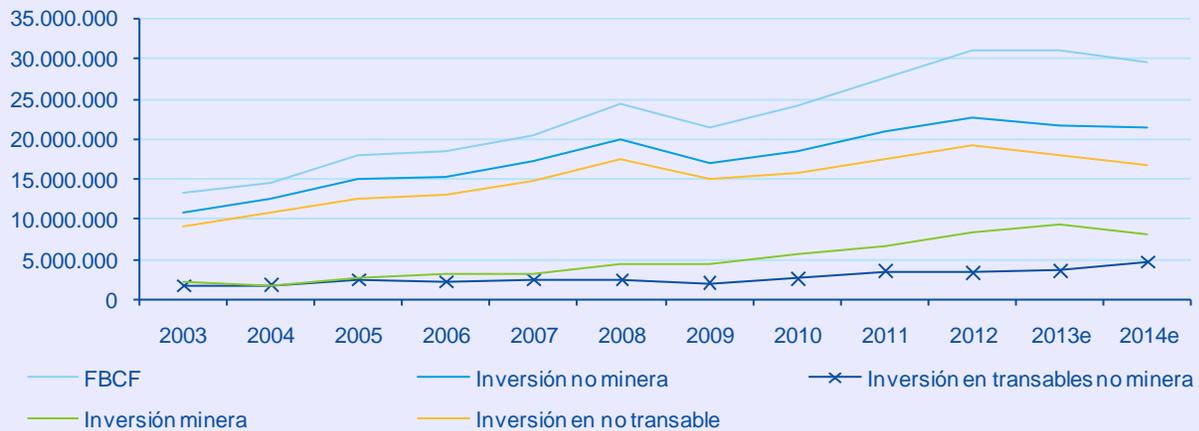
Para construir las series para 2013 y 2014 utilizamos las proyecciones de crecimiento de la inversión por sector que tiene la Corporación de Bienes de Capital (CBC), en especial para minería, sector silvícola, agricultura y manufactura. Dicha fuente no cuenta con información para la inversión en pesca, la que estimamos sin cambios significativos.

Así, se construye la serie en millones de pesos de 2012 para la formación bruta de capital fijo, para la inversión minera, la inversión en no transables y la

inversión no minera en transables que se muestra en el gráfico R.1.

Gráfico R.1

Formación bruta de capital fijo e inversión por sectores 2003-2014 (millones de pesos de 2012)



Fuente: BCCh, CBC, BBVA Research

Análisis de la inversión en sectores transables no mineros

Como se aprecia en el gráfico R.1, la inversión no minera en sectores transables, aunque con una participación menor en el total, ha mostrado un leve repunte, en un contexto donde tanto la inversión minera como la inversión en no transables muestran caídas en el año recién pasado. Es más, a diferencia del año 2009, donde solo la inversión minera no mostró caídas, en esta oportunidad ha sido la inversión en sectores transables no mineros

la que se ha mantenido resiliente, mostrando alzas sostenidas desde el año 2010.

El gráfico R.2 muestra el crecimiento acumulado de la inversión por sectores desde el año 2010 a la fecha. Como se aprecia, es la inversión en sectores transables no mineros la que ha mostrado una acumulación mayor en estos años, principalmente por la inversión en el sector manufacturero que se ha dado con mayor fuerza desde 2011.

Gráfico R.2

Crecimiento acumulado de la inversión por sector 2010-2014e

Fuente: BBVA Research

¿Qué esperar para el 2015? Estarían dadas las condiciones macroeconómicas en términos de tipo de cambio y bajas tasas de interés. Sin embargo, es relevante también un mayor apetito por riesgo vinculado a mejoras en las expectativas empresariales. De acuerdo a la CBC, los proyectos de inversión en el sector minero seguirán siendo modestos en comparación a lo ocurrido en años anteriores. Por lo tanto, y tomando como base las proyecciones de un mayor dinamismo en el sector exportador, en especial el manufacturero, apoyado en parte en un tipo de cambio más depreciado y competitivo, es de esperar que la inversión en sectores transables no mineros siga mostrando crecimientos y continúe aumentando su participación en la formación bruta de capital fijo, en particular en un año donde las expectativas de inversión no se ven alentadoras. Por eso, esta serie será monitoreada con atención por nuestra parte de aquí en adelante.

Bibliografía

Cobb, Marcus (2014). "GDP Forecasting Bias due to Aggregation Inaccuracy in a Chain-Linking Framework". Documento de trabajo N° 721. Banco Central de Chile. Febrero.

Elias, Stephen y Craig Evans (2014). "Cycles in non-mining business investment". Reserve Bank of Australia. Diciembre.

Fornero, Jorge, Markus Kirchner y Andrés Yany (2014). "Terms of trade shocks and investment in commodity-exporting economies". Banco Central de Chile. Octubre.

Restrepo, Jorge y Claudio Soto (2006). "Regularidades empíricas de la economía chilena: 1986-2005". Economía Chilena vol. 9 n° 2. Banco Central de Chile. Agosto.

5 Fuerte ajuste en cuentas externas en 2015 por retroceso del precio del petróleo

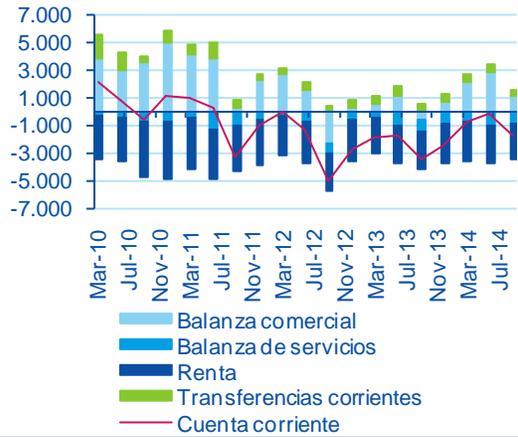
Menor precio del petróleo sería el principal *driver* detrás de la mejora en la cuenta corriente en periodo 2015-2016. Por su parte, el retroceso en el precio del cobre asoma como el principal elemento que presionaría a la baja el saldo externo, sin embargo, sería compensado por mayores volúmenes de exportación y menores remesas al exterior por parte de la minería privada.

Gran parte del ajuste en la cuenta corriente durante el 2014 fue impulsado tanto por el retroceso en importaciones asociado a la desaceleración de la demanda interna, como a la depreciación del tipo de cambio real. Lo anterior, impulsó una recuperación de la balanza comercial de bienes y servicios hacia niveles de US\$5.900 millones. Sin embargo, el saldo negativo en la balanza de rentas del orden de US\$10.300 millones y entradas por transferencias de US\$2.000 millones, harán que el déficit de 2014 cierre en torno a US\$2.400 millones, equivalente a un 0,9% del PIB estimado para 2014 y levemente superior a lo proyectado hace algunos meses atrás (Gráfico 5.1). Dentro de nuestra estimación de crecimiento de volúmenes de exportaciones de 2,8% para el 2014, las principales incidencias positivas vendrían desde sectores industriales y mineros, que al 3T14 muestran incrementos de 3,7% a/a y 2,0% a/a, respectivamente. En términos de destino, Asia sigue siendo el principal mercado y el que muestra el mejor desempeño relativo al cierre de 2014.

El ajuste en los saldos externos continuará durante el 2015. A diferencia del año pasado, el principal *driver* será el menor precio promedio del petróleo esperado para este año, que alcanzaría los US\$65 el barril (un ajuste a la baja de 38% respecto a lo considerado hace tres meses). Este elemento más que compensará el mayor déficit que se desprende de un menor precio promedio del cobre, que estimamos en US\$2,82/libra (un 2% menor a lo esperado en el 4T14), y que en parte será compensado por el crecimiento de los volúmenes de exportación del metal sumado a menores remesas desde la minería privada del cobre, elemento que recogería el saldo de la balanza de rentas. Con todo, nuestra estimación para el saldo de la cuenta corriente en el 2015 migra hacia terreno positivo, alcanzando un 1,0% del PIB. Hacia el 2016, con una demanda interna recuperada y un precio del cobre que converge hacia su nivel de largo plazo (que estimamos hoy en US\$2,75/libra), veremos presiones acotadas hacia un menor superávit de la cuenta corriente (Gráfico 5.2).

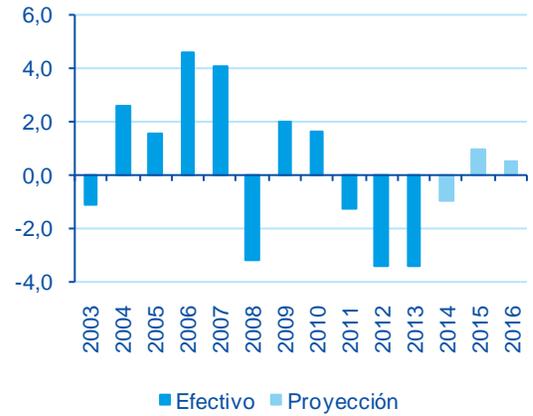
En este contexto, se refuerza nuestra valoración de un bajo riesgo asociado a la sostenibilidad de los saldos externos en el mediano plazo.

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

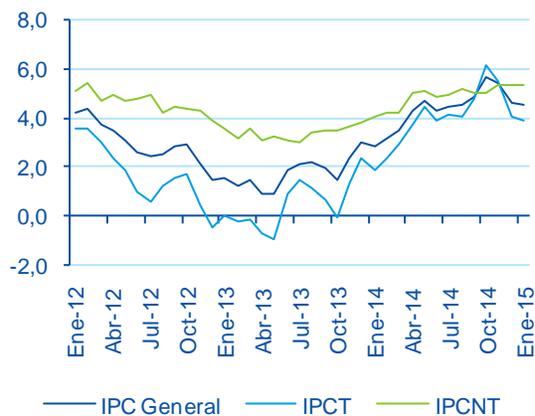
6 Inflación convergerá hacia el piso del rango de tolerancia del Banco Central a fines de 2015

Baja en el precio internacional del petróleo y una demanda interna aún débil, llevarán la inflación a 2,3% a/a al cierre de 2015. En 2016 la inflación convergerá a la meta de 3%.

El año 2014 finalizó con una inflación de 4,6% a/a, superior al techo del rango de tolerancia de la meta de inflación. Como señalamos en Informes previos, el alza de la inflación del año recién pasado obedeció principalmente a los efectos de la depreciación cambiaria sobre el precio de los bienes importados, a lo que se sumaron las alzas de precios de algunos alimentos y los impactos de los aumentos de impuestos sobre productos específicos (Gráfico 6.1).

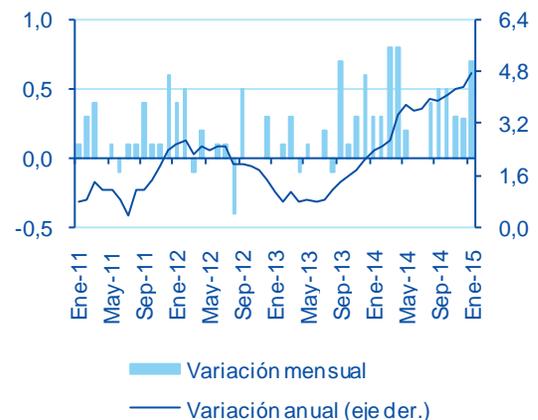
Asimismo, el IPC sin alimentos y energía (IPCSAE) experimentó alzas persistentes a lo largo del año, alcanzando un aumento de 4,3% a/a en diciembre y empujándose hasta 4,8% durante el primer mes del año (Gráfico 6.2), motivo de preocupación para el Banco Central según se desprende de los últimos comunicados de política monetaria.

Gráfico 6.1
Inflación por componentes (var. % a/a)



Fuente: BCCCh, BBVA Research

Gráfico 6.2
IPC SAE (porcentaje)



Fuente: BCCCh, BBVA Research

La significativa baja en el precio internacional del petróleo ha implicado un alivio relevante para las presiones inflacionarias que enfrentó la economía durante 2014, traduciéndose en bajos registros de inflación en el trimestre noviembre-enero. En esta evolución ha sido fundamental la baja en el precio de los combustibles, que no han sido completamente contrarrestadas por la depreciación del peso. Los bajos registros de inflación total de los últimos meses tendrán efectos en la evolución de los precios en el resto del año por la vía de los efectos indexatorios que son relevantes en la economía chilena, de manera tal que la inflación subyacente se ubicará en torno al 3% anual hacia fines del 2015.

La baja del precio del petróleo ha llevado también a un retroceso relevante de las expectativas inflacionarias, que se ubican en diversas mediciones en mínimos desde que se dispone de información, aunque tendieron a recuperarse luego del registro inflacionario de enero (Gráfico 6.3).

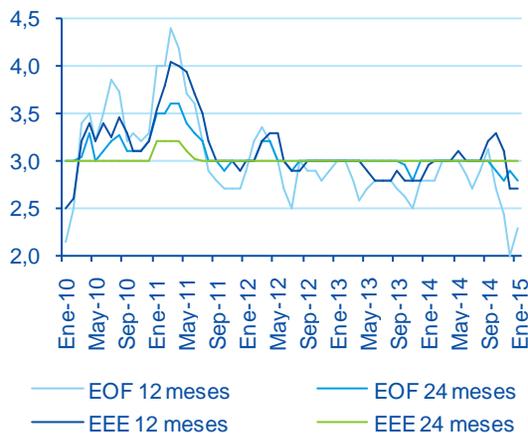
En BBVA Research consideramos que la inflación total durante este año convergerá rápidamente a la meta del Banco Central y ya en el mes de marzo se ubicaría dentro del rango de tolerancia. Durante la primera parte del año el principal impulso bajista continuaría siendo el descenso del precio del petróleo, tanto de forma directa sobre productos como gasolinas, diesel, parafina y gas licuado, como de forma indirecta en ítems más vinculados a inflación pasada como arriendo, gastos comunes, gastos financieros y servicio doméstico.

Aunque el traspaso de la depreciación cambiaria a precios domésticos podría continuar durante unos meses, la inflación no transable jugaría un papel importante en la evolución de la inflación durante este año aportando aproximadamente un punto porcentual menos de inflación, tal como lo planteamos en nuestro Observatorio Económico “*Determinantes de la inflación no transable*”. Por su parte, el contexto de bajas presiones de demanda y de apreciación cambiaria prevista, facilitará el descenso de la inflación total hasta 2,3% en diciembre.

Finalmente, para el año 2016 esperamos que la inflación anual se acerque rápidamente a la meta del Banco Central de 3%, consistente con una recuperación en la actividad económica hacia su potencial, en un contexto de normalización de la política monetaria hacia niveles neutrales (Gráfico 6.4).

Gráfico 6.3

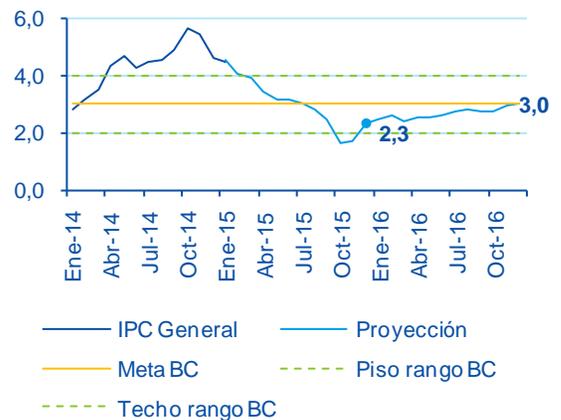
Expectativas de inflación a 12 y 24 meses: EEE y EOF* (var. % a/a)



*EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile con datos a Enero de 2015.
 EOF: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central de Chile con datos a Enero de 2015.
 Para la EOF se considera la encuesta de la segunda quincena de cada mes.
 Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 6.4

Proyección de inflación 2015 y 2016 (var. % a/a)



Fuente: INE, BBVA Research

7 Proceso desinflacionario en curso requerirá un mayor estímulo monetario, pero no en el corto plazo

Proyectamos recortes de la TPM hasta 2%-2,5%, que se iniciarían hacia fines de 2T15. Normalización hacia niveles neutrales comenzaría durante 2016.

En la reunión de octubre de 2014, el Banco Central optó por reducir la TPM a 3% y eliminó el sesgo expansivo de su comunicado, señalizando el fin del proceso de expansión monetaria. Esta decisión fue reforzada en la reunión de noviembre en que se comenzó a discutir como única opción de política la mantención de la TPM, visión que se ratificó en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre en el cual el Instituto Emisor indicó que mantendría la tasa de referencia en ese nivel en el “corto plazo”.

En diversas oportunidades el Organismo ha señalado que el estímulo monetario inyectado desde fines de 2013 —200 puntos base— es suficiente, de manera que no serían necesarios recortes adicionales de la tasa de instancia. Dentro de los argumentos mencionados para sostener esta afirmación, destacan los riesgos de un traspaso cambiario mayor al anticipado, el incremento experimentado por la inflación subyacente y la incertidumbre en torno a la medición de las holguras de capacidad.

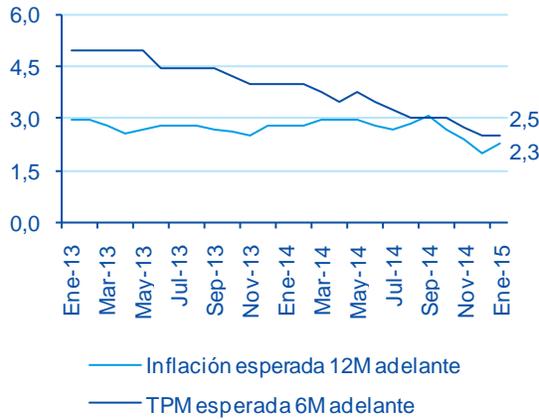
El escenario inflacionario presentado en el IPoM quedó rápidamente obsoleto dada la caída del precio del petróleo que siguió a la publicación de dicho Informe. En efecto, en esa ocasión el Banco Central proyectó un precio promedio del petróleo Brent para el año de US\$ 70 el barril y este se ubica por debajo de US\$ 60, con riesgos no despreciables de caer de ese nivel. El IPC de diciembre ya fue una sorpresa para el Instituto Emisor que estimó una inflación de cierre de año de 4,8%, mientras que el cierre efectivo fue 4,6%. Por su parte, para fines de 2015 proyectó que la inflación se ubicaría en 2,8%, pero los riesgos sobre esa estimación están sesgados a la baja aun considerando la relevante depreciación del peso.

En este contexto, las encuestas realizadas a operadores financieros, a fines de enero daban cuenta de una inflación estimada cercana a 2% para diciembre y, consecuentemente, incorporaban la posibilidad de hasta dos recortes de la tasa de instancia en los próximos meses. Pese a lo que ha comunicado el Banco Central se generó una divergencia poco común entre su visión y la del mercado que solo los datos de inflación de los primeros meses del año podrán dilucidar (Gráfico 7.1).

Estimamos que el Banco Central no podrá sostener su visión inflacionaria y de mantención de tasas en un escenario en que la inflación desciende rápidamente hacia el piso del rango de tolerancia de la meta de inflación. El riesgo de mantener esta visión en un contexto de IPC mensuales bajos o negativos consecutivos es que las expectativas se desanclen en el horizonte de política. Sin embargo, dadas las relevantes sorpresas inflacionarias alcistas de 2014, el Instituto Emisor esperará a tener más evidencia del proceso desinflacionario y de la persistencia del bajo precio del petróleo, antes de iniciar los recortes de tasas, los que una vez iniciados, llevarán la TPM a un nivel entre 2% y 2,5% (Gráfico 7.2).

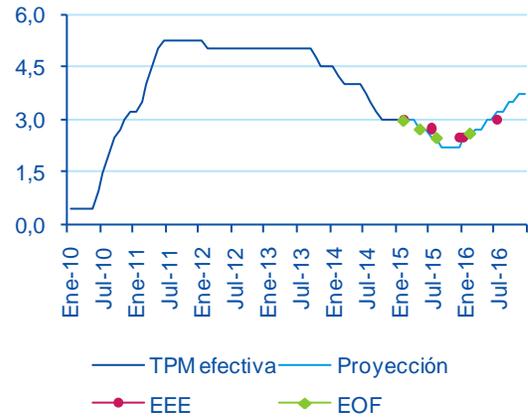
Esperamos que el Banco Central comience el proceso de alzas en la TPM durante el 2016, cuando la economía esté creciendo más cerca del potencial. Estas alzas en la TPM serían posteriores al aumento de tasas por parte de la Fed.

Gráfico 7.1
Expectativas de inflación y TPM en la EOF* (porcentaje)



*EOF: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central de Chile con datos a Enero de 2015. Se considera la encuesta de la segunda quincena de cada mes.
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 enero de 2015.
*EOF: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central de Chile con datos a la segunda semana de enero de 2015.
Fuente: BCCh, BBVA Research

Con la información disponible, desestimamos la preocupación tanto por las señales provenientes del mercado laboral, como por la inflación subyacente, las cuales han prevenido recortes de la TPM en los últimos meses. En efecto, estimamos que el mercado laboral comenzará a dar señales de mayor debilidad cuando pierdan fuerza los efectos estacionales, toda vez que la economía requiere tasas de crecimiento en o sobre 4% para estabilizar el desempleo, lo que no ocurrirá este año (ver Observatorio Económico: *“Crecimiento y desempleo: quedaría castigo aún por ver?”*). Por su parte, el aumento de la inflación subyacente no es una señal de presiones de demanda ni de estrechez de capacidad de la economía, sino que refleja más bien los efectos de la depreciación cambiaria (ajuste en precios relativos) y los impactos de segunda vuelta de la inflación del año pasado. Ambos factores debiesen perder fuerza en el transcurso del año y con ello permitir que la inflación subyacente también ceda.

Finalmente, es importante reiterar que el Banco Central 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, especialmente en lo relativo a la evolución de las tasas de interés de largo plazo, claves para las decisiones de inversión y consumo de bienes durables.

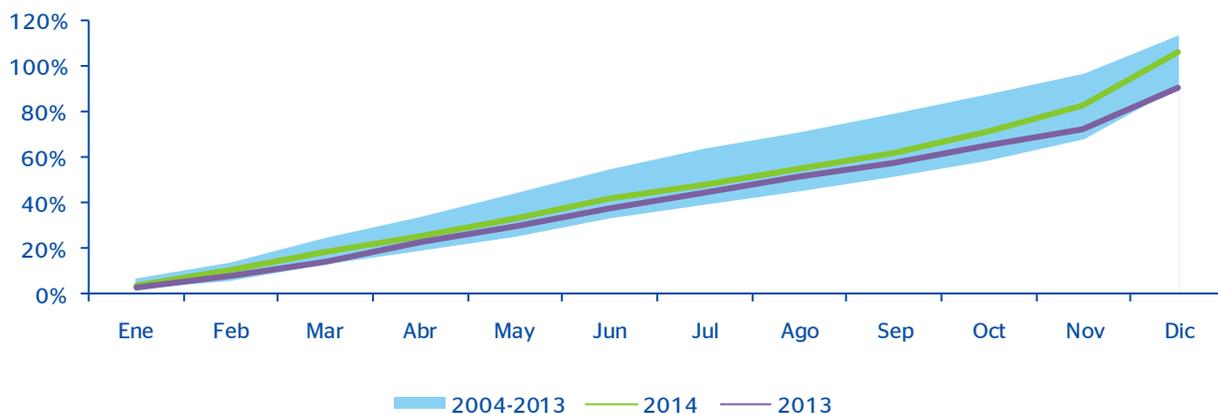
8 Política Fiscal: gasto público crecerá 7,7% en 2015, pero se reducen los espacios a partir de 2016

El gobierno ha demostrado su capacidad de ejecutar el presupuesto. Los riesgos se asocian a menores ingresos efectivos en 2015 y a menores ingresos estructurales a partir de 2016.

El cierre del año 2014 deja dos grandes lecciones para la proyección de la política fiscal en los próximos años. Primero, el compromiso de ejecutar la totalidad del gasto de gobierno en 2014 se cumplió con creces, entregando mayor credibilidad a la completa ejecución del gasto en 2015. El año pasado el gasto creció 6,5%, con una ejecución de 102,1% con respecto al gasto total aprobado en la Ley de Presupuesto. En particular, la ejecución del gasto de capital fue 106%, mucho mayor que el 90,8% de 2013, donde la mayor diferencia se dio en el último cuatrimestre del año (Gráfico 8.1).

Gráfico 8.1

Avance ejecución en inversión pública 2004-2014



Fuente: Dirección de Presupuestos y BBVA Research

En segundo lugar, la recaudación que, estimamos, obedece a la aprobación de la Reforma Tributaria alcanzó los USD 840 millones, lo que corresponde al 0,3% del PIB proyectado por el gobierno en sus informes financieros¹. Este es un muy buen primer paso para alcanzar la recaudación meta de 3% del PIB hacia 2018, aunque aún es temprano para asegurar que se alcanzará la totalidad de dicha recaudación.

De todas formas, estos aspectos tienen consecuencias para el escenario fiscal 2015 en distintas dimensiones. La capacidad que ha demostrado la autoridad fiscal de ejecutar el gasto es una buena noticia para el crecimiento del PIB de este año. Una ejecución del 100% de la Ley de Presupuestos para 2015, el cual es nuestro supuesto de trabajo², se ve factible en base a lo observado el cuarto trimestre del 2014. Así, el gasto

1: Los detalles de dicha estimación se encuentran en el [Observatorio Fiscal](#) del 2 de febrero de 2015.

2: Aunque nuestro supuesto de trabajo es una ejecución del 100%, la composición diferiría de lo presupuestado. Suponemos una sobre ejecución del gasto corriente y de transferencias de capital, pero una sub ejecución en el gasto en inversión, dado el patrón histórico y las dificultades que presenta la ejecución de este ítem, razones que abordamos en el Observatorio "El desafío de ejecutar la inversión pública. Implicancias para el Presupuesto 2015".

crecerá 7,7%, equivalente a 23,6% del PIB. Esto inyectará entre 1,5pp a 2pp al aumento de la actividad de este año, reafirmando nuestra visión de crecimiento de 3,1%.

Respecto a la recaudación por Reforma Tributaria, nuestro supuesto de trabajo es que recauda lo proyectado para 2015, aproximadamente 1% del PIB (US\$ 2.500 millones). Sin embargo, dicha proyección no está exenta de riesgos, toda vez que gran parte de los mayores ingresos provendrán de menor evasión y por el cierre de *loopholes*. A lo anterior se suma la reciente disminución en el precio del cobre, lo que añade riesgos bajistas a los ingresos fiscales de Codelco y de la minería privada, en un escenario donde los ingresos por cobre siguen siendo importantes en las cuentas fiscales (gráfico 8.2).

Al comparar el escenario macro contenido en la Ley de Presupuestos con nuestro escenario actual, se observa que el déficit efectivo será de 2,7% del PIB, mayor al 1,9% del PIB estimado en septiembre por la autoridad (Tabla 8.1).

En un escenario de riesgo que contempla un precio del cobre promedio de USD 2,5 la libra, un tipo de cambio promedio de \$630 y un crecimiento acorde a lo contenido en la Encuesta de Expectativas del Banco Central de enero, los ingresos efectivos serían del orden de USD 2.000 millones inferiores a lo previsto en la Ley de Presupuestos y el déficit efectivo podría elevarse sobre 3% del PIB.

Tabla 8.1

Comparación de escenarios macro-fiscales para 2015

	Informe Finanzas Públicas	Proyección base BBVA Research
PIB (var. a/a)	3,6	3,1
Demanda interna (var. a/a)	3,9	3,2
IPC (var. prom. a/a)	3,0	3,0
Tipo de cambio (promedio)	585	617
Precio cobre (US\$/lb)	312	282
Ingresos fiscales* (mm USD)	57.020	52.536
Déficit efectivo* (mm USD)	-5.187	-6.413
Déficit efectivo (% del PIB)	-1,9%	-2,7%
Déficit estructural (% del PIB)	-1,1%	-0,8%

*Tipo de cambio de cada escenario

Fuente: Dirección de Presupuestos, BBVA Research

Estos escenarios para 2015 contienen implícitos dos aspectos relevantes. El primero es que los riesgos bajistas en los ingresos fiscales obedecen a variables efectivas y no estructurales. Inclusive, el mayor tipo de cambio contribuye positivamente al nivel de ingresos estructurales. Por eso, en todos los escenarios proyectamos que la meta de déficit estructural será sobrecumplida.

Como segundo aspecto, la emisión de deuda de USD 7bn recientemente anunciada podría no ser suficiente. El déficit podría remontarse por sobre dicho monto (sin contar el financiamiento de bonos de reconocimiento y la amortización regular de deuda). En este escenario, podría ser necesario liquidar activos del FEES durante el presente año³.

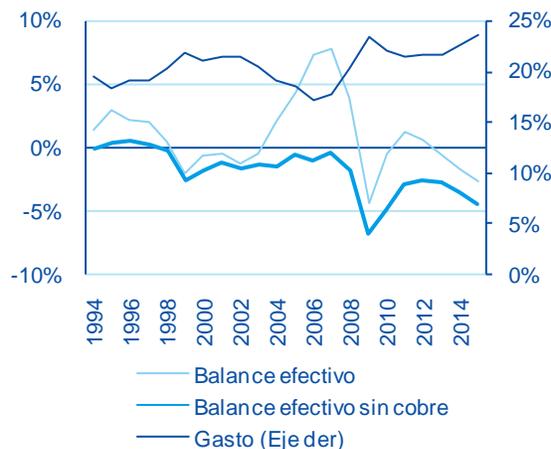
3: Cabe hacer notar que la caída en ingresos por un menor precio del cobre se ve atenuada por la mayor depreciación del tipo de cambio.

Por último, planteamos desde ya la posibilidad cierta de una reducción en el espacio para el crecimiento del gasto en 2016, lo que a su vez genera riesgos en la meta de convergencia a un balance estructural en 2018. La actual senda de crecimiento para el PIB tendencial entregada por el Comité de expertos en julio pasado consideraba un crecimiento 2014 mucho más favorable que el finalmente ocurrido. Además, el consenso de crecimiento para 2015 en adelante está por debajo a lo estimado en julio del año pasado. Estos elementos indicarían que tanto el nivel como la tasa de crecimiento del PIB tendencial estarán por debajo de la estimación entregada por el último Comité. Para ejemplificar el impacto de este ajuste, una proyección de crecimiento potencial de 4% para 2016 en adelante disminuiría los ingresos estructurales entre 0,2% a 0,3% del PIB cada año.

A lo anterior, se suma el menor precio del cobre. El precio de referencia también se basa en la proyección del precio spot de cobre para los próximos diez años, realizado por un Comité de expertos independientes. Una proyección de precio del metal menor a los USD 3,0 la libra presenta serios riesgos bajistas para el actual precio de referencia de USD 3,07 la libra, donde cada centavo menos resta aproximadamente USD 60 millones a los ingresos estructurales de cada año.

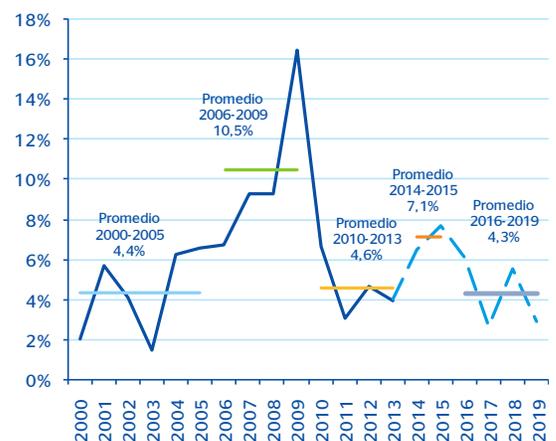
Para nuestras proyecciones desde 2016 en adelante, trabajamos con el siguiente escenario: 1) crecimiento del PIB tendencial de 4%; 2) precio del cobre de referencia convergiendo a USD 2,75 la libra; y 3) meta de déficit estructural de 0,8% del PIB para 2016, 0,4% en 2017 y 0% en 2018. Con esto, el crecimiento del gasto no podría ser mayor a 6% en 2016, y el promedio para el periodo 2016-2019 llegaría solo a 4,3%. Sin duda, converger a la meta de balance estructural en 2018 requerirá de gran voluntad por parte de la autoridad fiscal, dado el actual escenario de desaceleración y los compromisos de gasto asociados al cumplimiento del programa de gobierno (ver gráfico 8.3).

Gráfico 8.2
Balance fiscal efectivo con y sin ingresos del cobre (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuestos y BBVA Research

Gráfico 8.3
Crecimiento del gasto público y promedios por periodo 2000-2019



Fuente: Dirección de Presupuestos y BBVA Research

9 Riesgo de lenta recuperación de las confianzas persiste

Persiste el riesgo en el crecimiento de China aunque parte se ha disipado en lo reciente. La incertidumbre respecto al impacto del retiro del estímulo monetario en EE.UU. aún está presente, en conjunto con aquellos vinculados a contagio a otras economías emergentes de la delicada situación en Rusia. Localmente, luego de concretarse el riesgo de caída en las confianzas de consumidores y empresarios, el riesgo es que permanezcan en terreno negativo por un tiempo prolongado.

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 más allá de aquellas explicadas por elementos transitorios.

El escenario base de este informe supone que el consumo privado presentaría un crecimiento algo sobre 2% a/a, y que la inversión privada mostrará una recuperación acotada. El principal riesgo en esa dimensión está vinculado a que la recuperación de la confianza sea muy lenta e impacte de manera adicional el consumo 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, aunque las cifras recientes de ejecución que muestran un relevante dinamismo mitigan de manera relevante este riesgo.

En el ámbito externo, una desaceleración económica marcadamente por sobre la anticipada para la inversión en China se mantiene como el principal riesgo 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 los 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 el proceso de 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 contagio a otras economías emergentes de la delicada situación fiscal y económica rusa vinculada al retroceso en el precio del petróleo.

10 Tablas

Tabla 10.1

Previsiones macroeconómicas

	2012	2013	2014	2015	2016
PIB (% a/a)	5,4	4,1	1,8	3,1	3,9
Inflación (% a/a, fdp)	1,5	3,0	4,6	2,3	3,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	477	529	613	596	581
Tasas de interés (% fdp)	5,00	4,50	3,00	2,25	3,75
Consumo Privado (% a/a)	6,0	5,6	2,1	2,2	3,4
Consumo Público (% a/a)	3,7	4,2	5,0	6,6	5,6
Inversión (% a/a)	12,2	0,4	-4,7	1,3	4,0
Resultado Fiscal (% PIB)	0,6	-0,6	-1,7	-2,7	-2,5
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,4	-3,4	-0,9	1,0	0,5

Fuente: BBVA Research

Tabla 10.2

Previsiones macroeconómicas

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (%, fdp)
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	2,7	3,5	563,8	4,00
T2 14	1,9	4,3	553,1	4,00
T3 14	0,8	4,9	593,5	3,25
T4 14	1,9	4,6	612,9	3,00
T1 15	2,4	3,9	630,0	3,00
T2 15	3,0	3,2	622,0	2,75
T3 15	3,9	2,5	615,0	2,25
T4 15	3,2	2,3	596,0	2,25
T1 16	3,7	2,4	591,0	2,75
T2 16	3,9	2,6	587,7	3,00
T3 16	3,9	2,7	584,4	3,50
T4 16	4,0	3,0	581,1	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 (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 / 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 González
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 Chile

Avenida Costanera Sur 2710
Las Condes
Santiago de Chile
E-mail: bbvaresearch_chile@bbva.com
www.bbvaresearch.com