

# Situación Chile

Segundo trimestre de 2015

Unidad de Chile

- Condiciones actuales apoyarían un crecimiento algo inferior a 3% este año. Estimamos crecimiento del PIB de 2,9% el 2015 y 3,5% el 2016, ambos con riesgo a la baja
- La inflación se encontraría en retirada y cerraría el año bajo 3%. Concluido parte importante del ajuste cambiario y el traspaso de las alzas de impuestos, a partir de 2T15 los registros de inflación serían acotados, permitiendo una gradual convergencia a la meta del BC
- TPM sin cambios en lo que resta del año y parte importante del 2016. Normalización comenzaría a mediados del 2016 llevando la TPM a niveles bajo los que consideramos niveles neutrales
- Menores ingresos incrementarían el déficit fiscal a 2,8% del PIB este año. Riesgos bajistas en ingresos y presiones de gasto desafían compromiso de converger a balance estructural en 2018

## Índice

1 Resumen	3
2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes	5
3 Crecimiento del 2015 en 2,9% con riesgo a la baja	8
4 Mantenemos visión superavitaria de las cuentas externas	11
5 Menores registros de inflación en 2S15 llevarán a cerrar el año bajo 3%	13
Recuadro 1. Inflación de alimentos con riesgos bajistas el 2015	16
6 Mantenimiento de tasas de interés durante todo el año se vislumbra como el escenario más probable	19
Recuadro 2. Comunicación de la Política Monetaria del BCCh: evaluación y propuestas	21
7 Política Fiscal: con espacios para mayor gasto en 2015, la preocupación se traslada al mediano plazo	23
Recuadro 3. Mayor estímulo fiscal en 2016: efectos preliminares	26
8 El ajuste cambiario estaría en gran medida concluido	28
9 Escenario político y proceso de reformas: ¿un riesgo a la recuperación de la confianza de los agentes?	30
10 Tablas	32

**Fecha de cierre: 30 de abril de 2015**

# 1 Resumen

---

**La economía se encamina a una expansión algo inferior a 3% en 2015.** Proyectamos que este año la economía crecerá 2,9%, con un leve ajuste a la baja respecto a la estimación de nuestro anterior Informe (3,1%), explicada por factores transitorios vinculados al desastre en el norte del país y una recuperación más lenta de lo previsto en la inversión privada. Colocamos un riesgo a la baja en actividad proveniente de una tardía recuperación de las expectativas y, consecuentemente, de la inversión privada como respuesta al escenario reformista.

**Para el consumo privado proyectamos un crecimiento levemente superior a 2%, con una trayectoria creciente hacia la segunda parte del año.** La menor inflación prevista en 2S15, sumada a una economía que crece a tasas mayores, permitirán recuperar las expectativas de los consumidores y con ello reactivar las decisiones de consumo. **Por el lado de la inversión, la principal interrogante sigue siendo la evolución de la confianza empresarial.** Hasta el primer trimestre del 2015 esta se mantenía deprimida y proyectamos que esta situación continuará durante gran parte del año.

**Corregimos al alza nuestra proyección de inflación anual para 2015 de 2,3% a 2,9%.** El traspaso cambiario mayor al anticipado, efectos de segunda vuelta sobre productos y servicios indexados y mayor inflación por la Reforma Tributaria (RT) explican esta corrección. **En 2016 la inflación cerraría en 3% anual, aunque se mantendrá bajo este nivel durante gran parte del año.**

**La inflación se encuentra en franca retirada y finalizará el año bajo 3%** debido a que (1) el ajuste cambiario y sus efectos propagatorios en productos indexados y servicios habría concluido; (2) la demanda interna privada se mantendrá débil; (3) los efectos de la RT sobre el precio de bebidas y tabaco ya ocurrieron; (4) el precio de los alimentos a nivel local comenzará a ceder dada la evolución de sus determinantes domésticos y externos.

**Consideramos que el ajuste cambiario habría finalizado y proyectamos que el CLP se ubicará, no exento de volatilidad, cerca de \$600 hacia la segunda parte del 2015.** El tipo de cambio continuará mostrando fortaleza bilateral respecto al dólar y multilateral respecto a otras monedas de la mano de mejores cifras de actividad y de un escenario de mayor precio del cobre. Un elemento de riesgo a esta proyección podría ser el proceso de normalización monetaria en EE.UU., pero estimamos que este proceso será gradual con un impacto que ya estaría en parte importante incorporado en la paridad.

**Proyectamos que la TPM se mantendrá en 3% durante lo que resta de 2015 e iniciará un gradual proceso de normalización durante 2016.** En un escenario en que la inflación cede hacia menos de 3% a fin de año, no serán necesarios movimientos de la tasa de instancia. No descartamos que podría ser requerido cierto estímulo monetario adicional que por ahora parece temprano para cuantificarlo dada su alta dependencia de factores locales como del proceso de normalización en economías avanzadas. En este informe consideramos que la primera alza en la TPM se iniciaría a mediados del 2016.

**Estimamos un déficit fiscal efectivo de 2,8% del PIB y menores ingresos por cerca de US\$ 1.700 millones en relación al Presupuesto del año.** Se ha observado una ejecución del gasto mayor a la del mismo periodo en 2014, lo que reafirma la posibilidad de alcanzar una ejecución del 100% o mayor. Por su parte, un escenario de menor crecimiento de la actividad, de la demanda interna y menor precio del cobre explican el retroceso en los ingresos efectivos del gobierno. Reiteramos que los riesgos de mediano plazo apuntan a menores ingresos y mayores presiones de gasto, desafiando el compromiso de converger a balance estructural en 2018.

**En el ámbito de los riesgos, los casos vinculados al financiamiento irregular de la política y el proceso de reformas en el ámbito laboral y constitucional, tienen el potencial de interrumpir la recuperación de las confianzas.**

**En el ámbito externo los riesgos siguen siendo la incertidumbre en torno al ajuste de China y la forma que adopte el retiro del estímulo monetario en EE.UU.** La información disponible para 1T15 apunta a una gradual desaceleración del crecimiento mundial debido al menor crecimiento de EE.UU. y China y el deterioro de la actividad en economías emergentes relevantes. Con esta información, revisamos el crecimiento mundial en 2015 hasta 3,5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y sólo una décima más que la cifra de 2014. En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio de 3,9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados.

## 2 El crecimiento mundial se resiente con la desaceleración de las economías emergentes

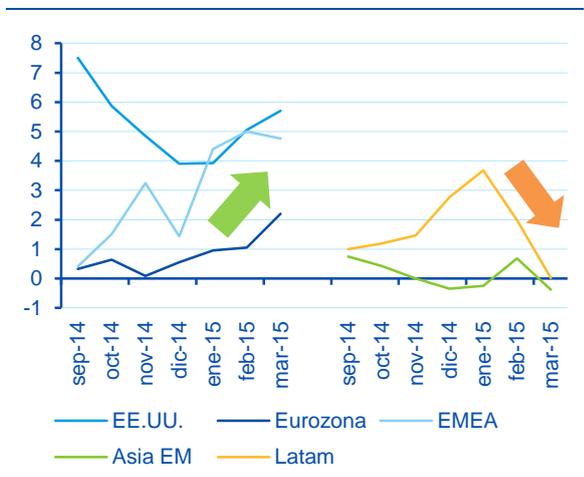
### El crecimiento mundial se moderó en el primer trimestre de 2015

La información disponible para 1T15 apunta a una gradual desaceleración del crecimiento mundial debido a menor crecimiento de EE.UU. y China y el deterioro de la actividad en economías emergentes relevantes como Rusia y Brasil, que no son compensados por un desempeño relativamente mejor en la eurozona y en el Reino Unido.

Por su parte, la diferenciación entre áreas geográficas y sectores económicos continúa. Es así como la consolidación del crecimiento entre los países desarrollados contrasta con la casi generalizada pérdida de dinamismo en las economías emergentes, especialmente de Asia y América Latina (Gráfico 2.1).

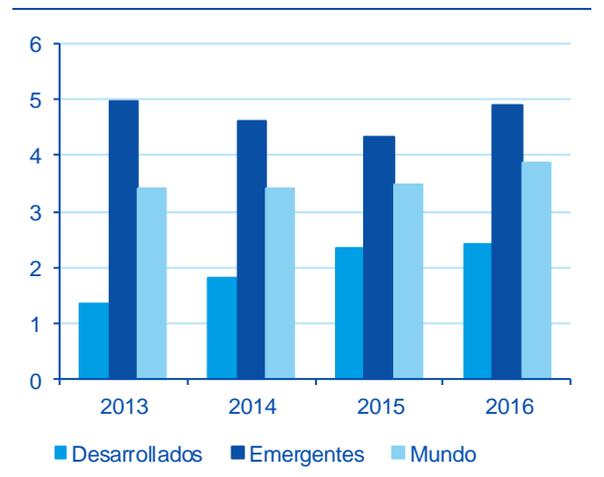
Revisamos el crecimiento mundial para 2015 hasta 3,5%, una décima menos de lo estimado en enero pasado y sólo una décima más que la cifra de 2014. En 2016, el PIB mundial registraría un crecimiento promedio de 3,9% como resultado, en parte, de las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados. En el caso de las economías emergentes, el efecto arrastre del crecimiento de los países desarrollados y el paulatino aumento de precios de las materias primas, contribuirán a la reversión del proceso de desaceleración (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.1  
**PMI Manufacturero (desvío respecto de los 50 puntos)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Crecimiento del PIB mundial (%): Previsiones 2015-16**



Fuente: BBVA Research

El progresivo incremento del precio de las materias primas, en línea con nuestras previsiones, y el reforzamiento de la expansividad de la política monetaria en algunas economías han contribuido a contener el descenso de la inflación y a anclar expectativas inflacionarias. Sin embargo, esto no ha sido suficiente para contener el aumento —gradual y desde niveles bajos— de la volatilidad de los mercados financieros, que ha respondido más bien a las dudas sobre la fortaleza de la recuperación económica y la temporalidad e intensidad de las alzas de tasas de la Fed, entre otros elementos de riesgo.

Con todo, y pese al soporte que ofrecerán las políticas económicas, los riesgos para el crecimiento mundial en 2015 siguen siendo bajistas. El riesgo más significativo corresponde a la magnitud de la desaceleración

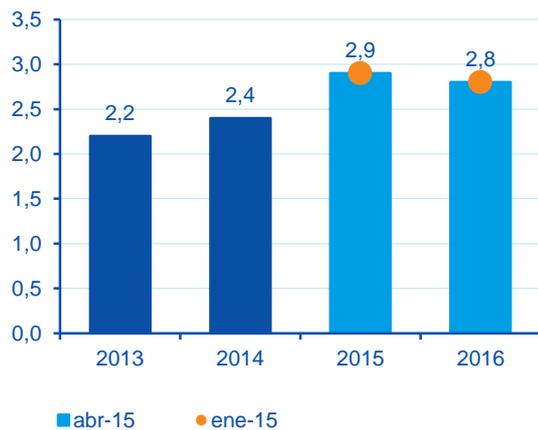
en China, que se suma a las repercusiones que podría generar el comienzo del proceso de normalización de tasas de la Fed. Las presiones deflacionarias asociadas con el precio del petróleo, las tensiones geopolíticas y un eventual fracaso del BCE en reactivar las expectativas inflacionarias, son riesgos que pese a tener menor probabilidad de ocurrencia que hace algunos meses y ser menos significativos en términos de su potencial impacto, no pueden desconocerse. Finalmente, un riesgo que sigue latente es la posibilidad que Grecia no llegue a un acuerdo con las instituciones europeas y con el FMI sobre el refinanciamiento de su deuda.

### Estados Unidos comienza el año ralentizando su crecimiento...

EE.UU. inició 2015 con una marcada desaceleración de su crecimiento hasta 0,2% trimestral anualizado desde 1% promedio en los tres trimestres anteriores. Factores climáticos explican una parte de este menor crecimiento, pero no son lo único. Se suma el impacto de la baja del precio del petróleo en la actividad del sector energético y el efecto incipiente de la apreciación del dólar en las exportaciones. El mercado laboral sigue mostrando fortaleza y continúa apoyando el ingreso de los hogares y el consumo en un escenario de bajos precios de la energía, de una sostenida mejoría en los salarios nominales y de una inflación que se mantiene contenida. La fortaleza de la demanda interna, y en especial del consumo privado, es esencial para contrarrestar la debilidad de las exportaciones, permitir que la economía crezca 2,9% este año y mantener tasas de crecimiento cercanas a 3% en 2016 (Gráfico 2.3).

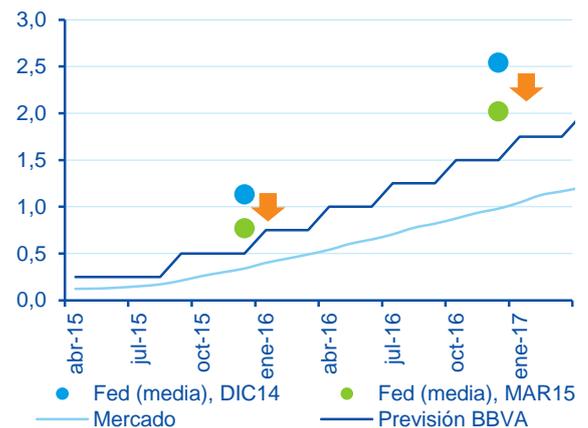
La interpretación que realice la Fed de la naturaleza, transitoria o permanente, del menor crecimiento de 1T15, definirá su función de reacción en adelante. En el escenario más probable comenzará a subir tasas en septiembre y podría retrasar las alzas si la recuperación no es tan robusta como se espera. Con todo, el proceso de alzas de tasas será gradual y la tasa Fed Funds alcanzará un nivel no superior a 1,5% a fines de 2016 (Gráfico 2.4).

Gráfico 2.3  
Crecimiento económico en EE.UU., % anual



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.4  
Expectativas de tasas Fed funds (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

### ... lo mismo que China

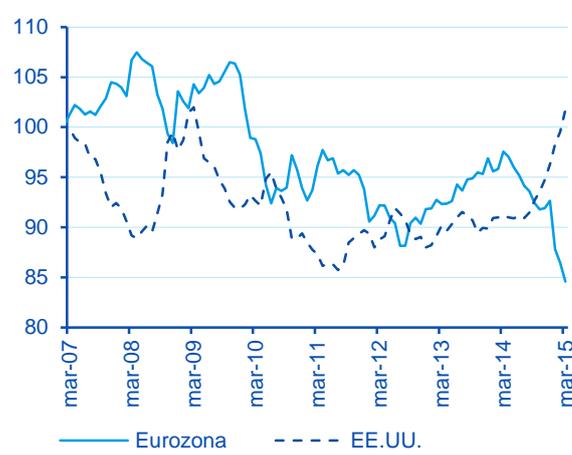
El crecimiento se desaceleró a 7% en 1T15 y los indicadores sectoriales dan cuenta de que gran parte del ajuste está teniendo lugar en el sector industrial y en la inversión en activos fijos, mientras que se observa un desempeño relativamente mejor en el consumo privado, apoyado del vigor del mercado laboral y la baja inflación (Gráfico 2.5). La naturaleza estructural de los factores que explican la desaceleración del crecimiento —corrección del mercado inmobiliario, incertidumbre política, pérdida de competitividad externa y consolidación de gobiernos locales— indica que China debería seguir desacelerándose y presentar mayor volatilidad en el mediano plazo. Por su parte, el objetivo de crecimiento de 7% este año es consistente con la implementación de nuevas medidas de estímulo que posiblemente incluirán recortes en la tasa de referencia y en los requerimientos de reservas y una mayor expansión fiscal. En 2016, el crecimiento se seguiría ajustando hasta 6,6%.

Gráfico 2.5  
**China: Producción industrial y ventas minoristas (% a/a)**



Fuente: BBVA Research y BIS

Gráfico 2.6  
**Tipo de cambio real efectivo, ene 2007=100**  
**Un aumento en el índice implica apreciación**



Fuente: BBVA Research y BIS

### La eurozona mostró la mayor recuperación en los últimos meses

La eurozona es la economía desarrollada que ha mostrado el mejor comportamiento relativo a inicios de año. El crecimiento de la región durante 1T15 podría ser el mayor desde mediados de 2011 y estaría liderado por la fortaleza del consumo y las exportaciones, que contrarrestarían la persistente debilidad de la inversión. El relajamiento de las condiciones monetarias asociado al programa de relajamiento cuantitativo impulsado por el BCE y la consecuente depreciación del euro, junto con el descenso del precio del petróleo, están siendo fundamentales en la recuperación económica que a nivel de países es liderada por Alemania y España (Gráfico 2.6). El carácter menos restrictivo de la política fiscal y la contención de la caída de los salarios nominales en países periféricos también están contribuyendo a relanzar el crecimiento.

Estimamos que la región crecerá 1,6% este año, 0,3 pp por sobre la proyección hecha en enero y 2,2% en 2016. En este escenario, la inflación se mantendrá cercana a 0% en 2015 y bajo 1,5% en 2016. Los mayores riesgos para la eurozona incluyen una desaceleración más acentuada en China y un incremento de las tensiones políticas e institucionales en Grecia.

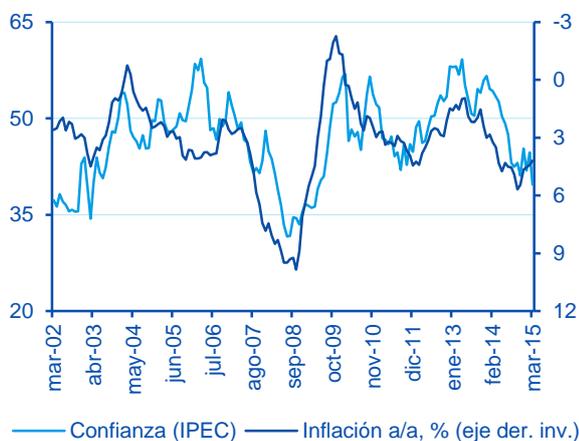
### 3 Crecimiento del 2015 en 2,9% con riesgo a la baja

Tras cerrar 2014 con un crecimiento de 1,9%, la economía se encamina a una expansión algo menor a 3% en 2015. Recuperación de expectativas continúan siendo claves en el cumplimiento de esta proyección que tendría riesgos a la baja, particularmente en inversión privada.

El año 2014 cerró con un crecimiento de 1,9% sin diferencias respecto a nuestra proyección. En términos agregados, el bajo crecimiento del año pasado estuvo fuertemente influenciado por la caída de la inversión que no ha mostrado una recuperación significativa durante los primeros meses del 2015. La aceleración del ritmo de ejecución presupuestaria a partir de septiembre pasado evitó que el desempeño económico fuese aun más débil. Por su parte, la baja del precio de los combustibles, cierta resiliencia al alza en la tasa de desempleo y el retroceso en la inflación anual impidieron caídas adicionales en las expectativas de los consumidores (Gráfico 3.1). Proyectamos un escenario de leve recuperación de las expectativas en el horizonte de proyección hacia niveles neutrales.

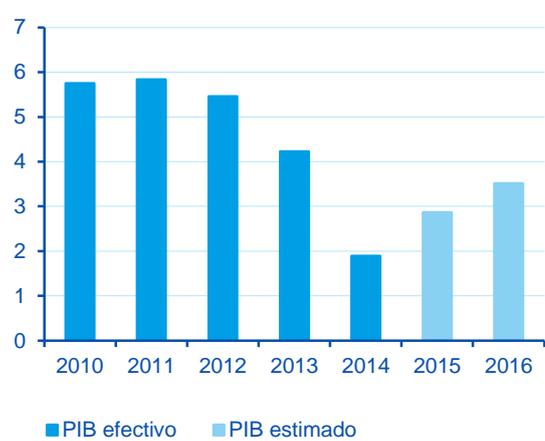
Proyectamos que este año la economía crecerá 2,9%, con un leve ajuste a la baja respecto a estimación de nuestro anterior Informe, explicada por factores transitorios vinculados al desastre en el norte del país y una recuperación menor a la prevista en inversión privada (Gráfico 3.2). Esta proyección presenta un riesgo a la baja proveniente de mayor persistencia en el deterioro de las confianzas privadas, gran parte proveniente de eventuales impactos del escenario reformista local. Si bien la reconstrucción en el norte permitirá más que compensar los efectos de corto plazo que son negativos en la actividad, esta se concretará tarde en el año y durante el 2016. Nuestro escenario de recuperación en el ritmo de ejecución del gasto público se ha concretado en conjunto de los efectos también positivos de la caída del precio de combustibles, lo que se ha manifestado en registros de actividad sobre consenso los últimos meses del 2014 e inicios del 2015. Sin embargo, se mantiene la contracción interanual de la inversión privada en tanto la confianza empresarial permanece deprimida, lo que lleva a justificar una corrección a la baja en el crecimiento esperado del PIB desde 3,9% a 3,5% para el 2016. Esta última proyección supone que las expectativas de consumidores y empresarios se recuperarán, determinantes sobre los cuales aún persiste una dosis importante de incertidumbre.

Gráfico 3.1  
Confianza de los consumidores vs inflación



Fuente: Adimark, BCCh, BBVA Research

Gráfico 3.2  
Crecimiento del PIB y proyecciones (var. % a/a)

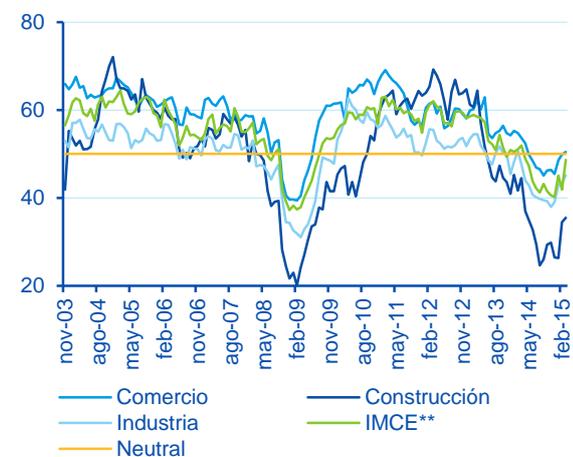


Fuente: BCCh, BBVA Research

Para el consumo privado proyectamos un crecimiento levemente superior a 2%, 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 mayores, 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.

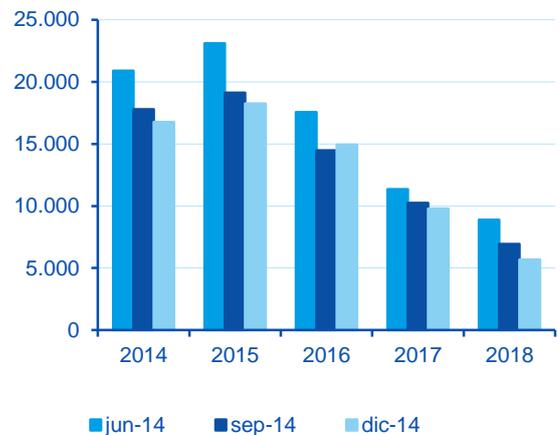
Por el lado de la inversión, la principal interrogante sigue siendo la evolución de la confianza empresarial. Hasta el primer trimestre del 2015 esta se mantenía deprimida, aunque con indicios de haber dejado atrás su peor momento. Sin embargo, la información disponible para 4T14 indicaba continuos recortes 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 (-0,4%) 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 a lo que se agregaría la reasignación presupuestaria para apoyar el proceso de reconstrucción en el norte del país (Gráficos 3.3 y 3.4).

Gráfico 3.3  
Percepción de los empresarios IMCE\* (índice)



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

Gráfico 3.4  
Inversión privada a materializar (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. 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, el gobierno ha dado muestras concretas de su capacidad de ejecutar el presupuesto, por lo que podemos suponer que la ejecución este año también avanzará favorablemente con un cumplimiento no inferior al 100%. 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 7,6% este año, con un fuerte componente de gasto en inversión.

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 2,9% real anual, de la mano del mejor desempeño previsto para la demanda interna.

## 4 Mantenemos visión superavitaria de las cuentas externas

---

**Para 2015 mantenemos expectativa de superávit de cuenta corriente en torno a 1% del PIB. La recuperación más lenta de la demanda interna, en particular el componente de inversión, reduce perspectivas para las importaciones. Sin embargo, esta presión superavitaria será parcialmente compensada por los impactos deficitarios asociados al leve ajuste a la baja en el precio promedio del cobre esperado para este año. Finalmente, las perspectivas a plazos medios del saldo externo continúan siendo positivas para la sostenibilidad.**

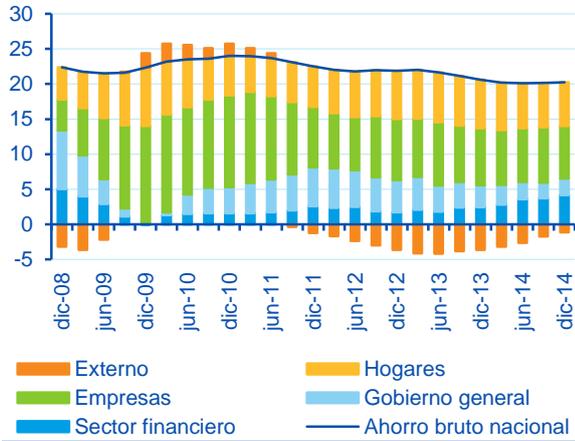
El saldo en cuenta corriente cerró en 2014 con un déficit de 1,2% del PIB (USD 2.995 millones), levemente mayor al 0,9% esperado (USD 2.400 millones). La diferencia obedece principalmente a cambios en las series bases del PIB sumado a la corrección desde un 3,4% a un 3,7% del PIB en el déficit externo de 2013. Cabe destacar que el fuerte ajuste en el saldo externo es un reflejo de la debilidad de la inversión y demuestra una de las ventajas de un esquema de tipo de cambio flexible.

En efecto, la inversión total a PIB cayó desde un 24,2% en 2013 a un 21,3% en 2014, elemento que se adiciona a un ahorro nacional que cayó sólo desde 20,6% del PIB en 2013 a un 20,2% del PIB en 2014. Como es esperable dadas las características del actual ciclo, el leve menor ahorro nacional proviene principalmente desde el gobierno general y los hogares, que fueron contrarrestados por aumentos en el ahorro de empresas del sector financiero y no financiero (Gráfico 4.1) –atribuible al retroceso tanto de la inversión como de las necesidades de financiamiento corporativo. Por su parte, en términos sectoriales, la caída en la inversión a PIB durante el 2014 obedece principalmente al retroceso de inversión en el sector minero, donde no descartamos efectos negativos asociados a la discusión local de reformas, pero que en definitiva se relacionan más a las peores perspectivas del sector dado el menor precio del cobre observado y proyectado.

En este contexto, mantenemos nuestra visión superavitaria para el saldo externo el 2015, que alcanzaría una cifra cercana al 1% del PIB (Gráfico 4.2). La recuperación más lenta de la demanda interna, en particular el componente de inversión, reduce las perspectivas para las importaciones. Sin embargo, esta presión superavitaria será parcialmente compensada por los impactos deficitarios asociados al leve ajuste a la baja en el precio promedio del cobre esperado para este año. Al respecto, nuestra proyección sigue siendo consistente con una corrección, desde US\$2,82/libra a US\$2,75/libra, en el precio promedio esperado para el metal rojo este 2015.

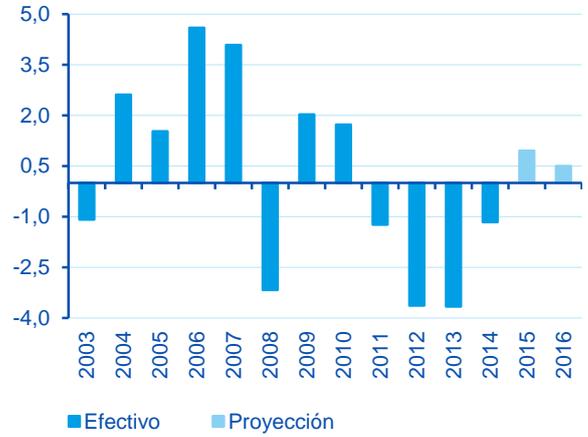
Para plazos medios, anticipamos contenidas presiones para un menor superávit en la medida que la demanda interna se recupera. Finalmente, continuamos viendo nulos riesgos de sostenibilidad en el horizonte de proyección.

Gráfico 4.1  
**Ahorro por sector (% PIB anual)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 4.2  
**Saldo en cuenta corriente y proyecciones (% del PIB)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

## 5 Menores registros de inflación en 2S15 llevarán a cerrar el año bajo 3%

**Corregimos al alza nuestra proyección de inflación anual para 2015 de 2,3% a 2,9%. Traspaso cambiario mayor a lo anticipado, efectos de segunda vuelta sobre productos y servicios indexados y mayor inflación por la Reforma Tributaria (RT) explican nuestra corrección. En 2016 la inflación cerraría en 3% anual, aunque se mantendrá bajo este nivel durante gran parte del año.**

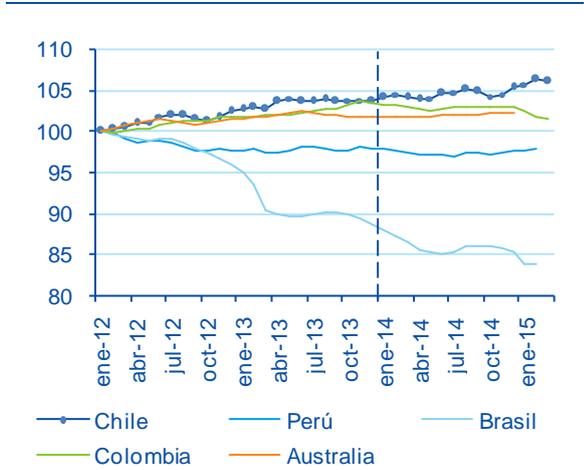
Los registros de inflación de enero y febrero sorprendieron al alza. Ambos tuvieron presentes dos factores que creemos no deberíamos observar a partir del 2T15: (1) el traspaso de la fuerte depreciación cambiaria multilateral y los altos registros de dispersión inflacionaria, incluso superiores a los observados en los últimos 10 años y; (2) *shocks* puntuales asociados a la RT (principalmente cigarrillos). No obstante, creemos que la evolución reciente del tipo de cambio ha dejado de ser inflacionaria pues consideramos que gran parte del ajuste ya se habría materializado mientras que la mayor inflación por impuestos específicos estaría en su fase terminal, por lo que aquellos factores que aportaron inflación durante gran parte de 2014 y principios de 2015 comenzarán a diluirse en el transcurso del año.

En esta misma línea, los altos registros de inflación pasados también han tenido consecuencias en productos indexados y servicios, destacando el precio de los arriendos entre estos últimos. Es así como al mes de marzo su contribución a la inflación anual se situaba en +0,3 pp, siendo además la segunda mayor incidencia en el IPC de Servicios (+0,5 pp). Lo que llama la atención es que al comparar la evolución del precio del arriendo deflactado por inflación para un conjunto de países, varios de los cuales han tenido alzas en sus precios de vivienda similares o superiores a las observadas en Chile, se evidencia un incremento muy superior localmente, que coincide temporalmente con el ajuste metodológico implementado por el INE. Un proceso continuo de mejoramiento metodológico probablemente llevará a converger a una mejor medición de la inflación en arriendos que podría estar acompañado de un menor ritmo de crecimiento en los precios de este ítem (gráfico 5.1).

Por otra parte, la inflación del IPC total, luego de ubicarse persistentemente sobre el límite superior del rango de tolerancia del Banco Central ha comenzado a descender a partir de noviembre del año pasado, tras alcanzar niveles de 5,7% a/a en octubre. Sin embargo, proyectamos que volvería a niveles bajo 4% anual tan pronto como el 2T15. Asimismo, las principales medidas de inflación subyacente muestran un cambio de tendencia entre los meses de febrero y marzo, el cual debería continuar con su trayectoria durante lo que resta del año.

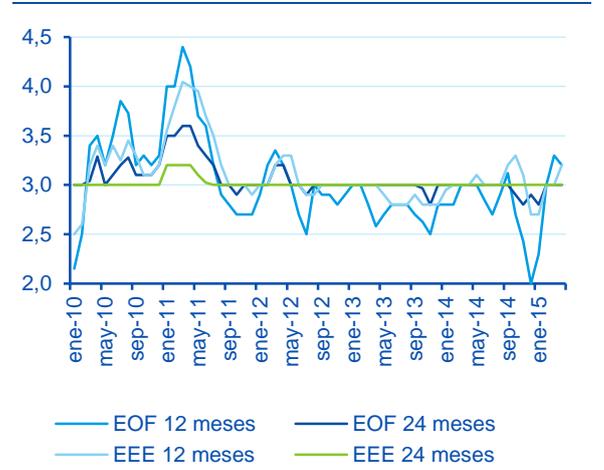
Así, tras las sorpresas inflacionarias observadas los primeros meses del año y el posterior aumento en la proyección de inflación para 2015 por parte del Banco Central -que pasó de 2,8% a 3,6%-, el mercado ha incorporado en sus expectativas importantes ajustes al alza en la proyección de inflación de fin de año, la cual se ubica en 3,4% según la Encuesta de Expectativas Económicas del mes de abril. Por su parte, las expectativas a 12 meses plazo se ajustaron al alza y se ubican en 3,2% en la EEE y EOF, mientras que a 24 meses plazo aún se encuentran ancladas en 3% anual en ambas encuestas (gráfico 5.2).

Gráfico 5.1  
Índice real de precios de arriendo en países seleccionados (índice base ene-12=100)



\*Línea segmentada indica ajuste metodológico en la forma de medir el precio del producto Arriendo en Chile.  
Fuente: Institutos de estadísticas de países seleccionados, BBVA Research

Gráfico 5.2  
Expectativas de inflación a 12 y 24 meses: EOF y EOF\* (var. % a/a)



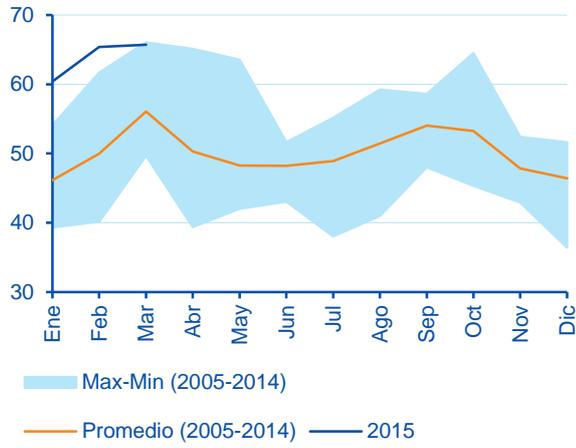
\* EOF: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central de Chile con datos de la segunda quincena de cada mes a Abril de 2015.  
Fuente: BCCh, BBVA Research

**Para este 2015 proyectamos que la inflación anual continuará con la senda decreciente que comenzó hacia fines del año pasado para ubicarse en 2,9% a diciembre.** En este sentido, los principales factores que facilitarán el descenso de la inflación son: (1) el fin del ajuste cambiario, factor que explicó en gran medida los altos registros de inflación durante 2014 y sus efectos propagatorios en productos y servicios indexados, así como también el aumento de la dispersión inflacionaria desde una perspectiva histórica (gráfico 5.3); (2) la demanda interna continúa débil, en un contexto de lenta recuperación de la actividad económica; (3) los efectos de la RT sobre el precio de bebidas y tabaco estarían en su fase terminal; (4) el precio de los alimentos a nivel local comenzará a ceder dada la evolución de sus determinantes domésticos y externos<sup>1</sup>.

Por su parte, consideramos que el año 2016 será un periodo en que la economía comenzará a cerrar las holguras de capacidad construidas en los últimos años y en que tanto el estímulo monetario como fiscal estarán en retirada, mientras que en el ámbito externo las presiones inflacionarias seguirán contenidas. En este contexto, **proyectamos que la inflación para el año 2016 se ubicará en torno al 3% anual** (gráfico 5.4).

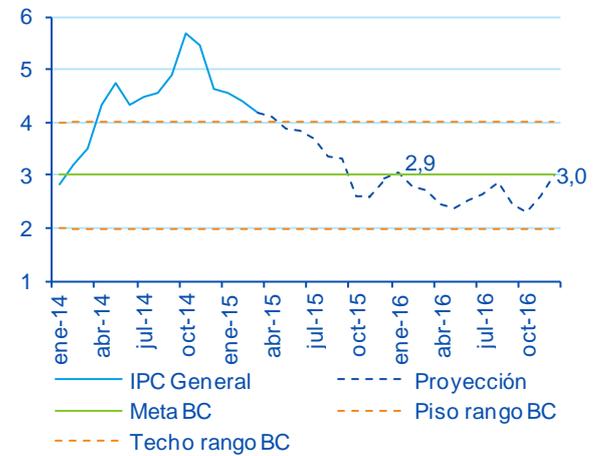
1: Ver *Recuadro 1: Inflación de alimentos con riesgos bajistas el 2015*

Gráfico 5.3  
**Porcentaje de productos con aumentos de precios (porcentaje)**



Fuente: BCCh, INE, BBVA Research

Gráfico 5.4  
**Proyección de inflación 2015 y 2016 (var. % a/a)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

### Recuadro 1. Inflación de alimentos con riesgos bajas el 2015

El aumento en el precio de los alimentos en Chile, al igual que en la mayor parte del mundo emergente, sigue siendo la principal incidencia inflacionaria del IPC. La participación de los diversos productos alimentarios que componen la canasta alcanza el 19,1%. Por otro lado, se observa que en lo reciente la división de alimentos ha tenido una mayor participación en la inflación anual del IPC *headline*. En efecto, si al 1T14 el incremento en precios de alimentos explicaba cerca del 30% de la inflación total anual (+0,98 pp), al 1T15 explican cerca de un 38% del alza interanual del IPC total (+1,68 pp). Así entonces, resulta crucial profundizar sobre los fundamentos que estarán detrás de la división de alimentos durante los próximos trimestres<sup>2</sup>.

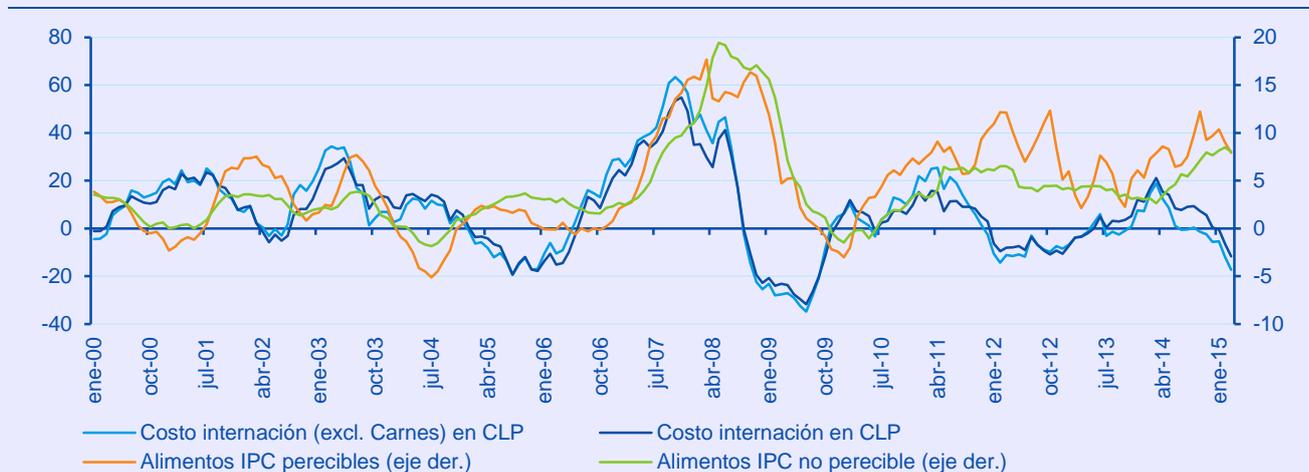
#### Modelación de división alimentos IPC: aproximación por componente perecible y no perecible

Para aproximarnos a la división de alimentos IPC, la hemos desagregado en el componente perecible –con un peso de 11,2% en la canasta IPC y que representa el 58,7% de la división de alimentos- y el no perecible. Para esto usamos información tanto local como internacional sobre las condiciones de oferta y demanda del mercado alimentario.

Como *proxy* de los fundamentos del mercado global de alimentos hemos construido un indicador mensual que captura la evolución del costo de internación de alimentos relevantes para Chile. Este indicador pondera el índice agregado de alimentos de la FAO<sup>3</sup> junto con el indicador agregado de flete marítimo *Baltic Dry*<sup>4</sup>, para luego ser expresado en moneda local tomando el valor promedio del dólar observado (Gráfico R1.1).

Gráfico R1.1

#### Inflación de alimentos doméstica y costos de importación, diversas medidas (%var a/a)



Fuente: FAO, Bloomberg, Banco Central de Chile, INE, BBVA Research

2: Más detalles en "Observatorio Económico Chile: Inflación de alimentos continuaría cediendo durante el 2015".

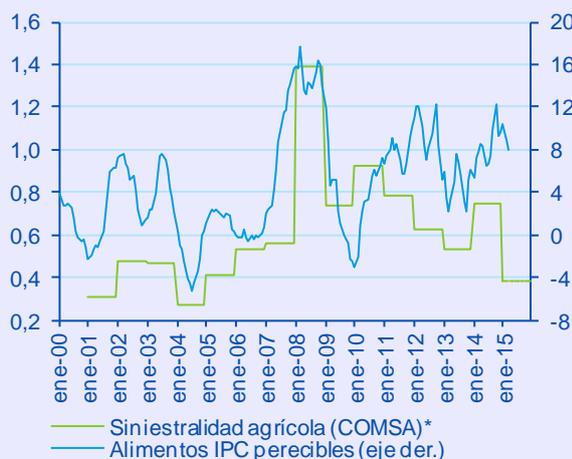
3: Índice que pondera precios internacionales en USD de granos, azúcares, lácteos, aceites vegetales y carnes. Más detalles [www.fao.org](http://www.fao.org).

4: La ponderación para el indicador de flete marítimo se fija en 10%. Adicionalmente, hemos prescindido de incorporar aranceles de importación considerando que Chile, en términos prácticos, opera como una economía abierta con bajas distorsiones al comercio internacional. No obstante, existen algunos tratamientos arancelarios especiales -pero temporales- en el caso de la importación de granos y harinas de trigo; una excepción que se desmarcan de la regla general para comercio internacional en Chile.

Observamos que desde su último *peak* en marzo de 2014, el incremento interanual en los costos de importación se ha desacelerado de manera importante, e incluso se contrae en los 3 primeros meses de 2015. Esta figura es aún más intensa en nuestro indicador que excluye el precio internacional de la carne. Con todo, la evidencia apuntaría hacia cierta presión fundamental de retrocesos en los precios de alimentos locales.

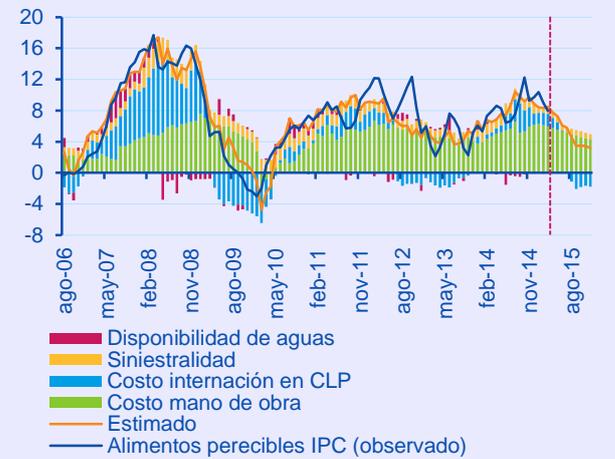
En otra dimensión, y para capturar los factores idiosincráticos del mercado local de alimentos, hemos considerado dos indicadores. El primero sobre siniestralidad anual agrícola<sup>5</sup>, que recoge información adelantada sobre la magnitud de los *shocks* de oferta domésticos (Gráfico R1.2). Del gráfico se desprende una correlación positiva con la inflación de alimentos perecibles del IPC a plazos medios. El segundo, sobre disponibilidad nacional de aguas, lo construimos en base a la información mensual de pluviometría, fluviometría y estado de embalses disponible en la Dirección General de Aguas (DGA). Ambos indicadores apuntan a menor presión sobre los precios de perecibles, pavimentando el camino para retrocesos en la inflación interanual de alimentos domésticos (Gráfico R1.3).

Gráfico R1.2  
**Alimentos perecibles IPC vs siniestralidad agrícola (% var a/a)\***



\* El indicador de siniestralidad se muestra rezagado en 12 meses. Línea punteada representa proyección en base a información parcial de siniestralidad 2014.  
Fuente: COMSA, BBVA Research

Gráfico R1.3  
**Descomposición estimada de alimentos perecibles IPC (%var a/a)\***



\* Línea punteada representa inicio de proyección.  
Fuente: COMSA, BBVA Research

### Perspectivas para la inflación de alimentos IPC

Hemos simulado varios escenarios para proyectar la inflación de alimentos IPC, dependiendo de la intensidad e impacto del factor climático esperado para el 2015 (Tabla R1.1). En el escenario base consideramos un clima benigno, que no agudiza - pero tampoco corrige- la baja disponibilidad de agua para riego. Alternativamente, un escenario más favorable, con mayor intensidad del factor climático, que normaliza los niveles de disponibilidad de aguas pero sin generar grandes daños a la infraestructura de riego en la zona centro-sur de Chile. Por último, un escenario adverso, también caracterizado por una mayor intensidad del factor climático, pero en donde los niveles de disponibilidad de agua retroceden producto de daños en la infraestructura para riego de la zona centro-sur de Chile.

5: Entendida como el costo de indemnización agregada de los siniestros agrícolas, asociados a fenómenos climáticos, sobre valor total de las primas asociadas a dichas pólizas en un año calendario. Más detalles en [www.comsa.gob.cl](http://www.comsa.gob.cl).

Tabla R1.1

**Escenarios climáticos: proyección de inflación total alimentos IPC 2015 a fdp**

	Mar-15	Esc. favorable	Esc. base	Esc. adverso
IPC perecibles (% a/a)	+7,9	+2,2	+3,2	+5,0
IPC no perecibles (% a/a)	+8,1	+3,6	+4,2	+5,3
IPC alimentos (% a/a)	+8,0	+2,8	+3,6	+5,1
<b>Incidencia en IPC headline (pp)</b>	<b>+1,53</b>	<b>+0,53</b>	<b>+0,69</b>	<b>+0,98</b>

Fuente: BBVA Research. \*Para proyectar precios de alimentos FAO hemos tomado las últimas proyecciones del FMI para el mercado de granos y aceites vegetales, sumado a expectativas de consenso tanto para precios de azúcar, leche en polvo y carnes. Para flete marítimo se asume en el horizonte de proyección una leve recuperación en las tarifas. Por último, las perspectivas de tipo de cambio y de costos de mano de obra son consistente con el escenario base de BBVA Research para Chile.

Los resultados arrojan una menor incidencia en el IPC proveniente desde los precios de alimentos. Esta incidencia pasaría desde un actual +1,53 pp a marzo 2015 a un +0,69 pp a fines de 2015. Es decir, la menor incidencia inflacionaria en el IPC headline asociada a las perspectivas de los precios de alimentos

alcanzaría 0,84pp en nuestro escenario base. Con la evidencia presentada, levantamos el riesgo de que los precios de alimentos IPC a nivel local experimenten una desaceleración relevante durante los próximos meses, lo que da sustento a nuestra visión de que la inflación del IPC total se ubicaría levemente bajo 3% hacia fin de año.

## 6 Mantención de tasas de interés durante todo el año se vislumbra como el escenario más probable

Proyectamos que la TPM se mantendrá en 3% durante lo que resta de 2015 e iniciará un gradual proceso de normalización durante 2016

**La mayor inflación observada desde nuestro anterior Situación, ha reducido significativamente la probabilidad de nuevos recortes de la tasa de política monetaria (TPM).** Sin embargo, un escenario de inflación más contenida en la segunda parte del año será clave para que, al menos, no veamos alzas en la tasa de instancia, incluso concretándose el anunciado proceso de incrementos de tasas de interés en EE.UU. Alzas de la tasa de instancia en Chile se hacen más probables en 2016, una vez que la economía comience a cerrar las holguras de capacidad que se han ido construyendo en los últimos años.

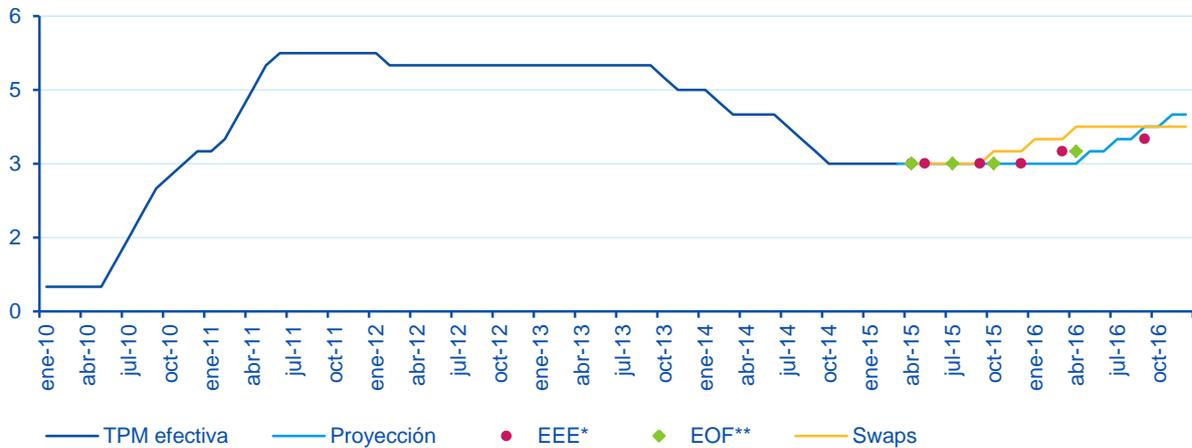
Desde que en la reunión de octubre de 2014 el Banco Central optara por reducir la TPM a 3% y eliminar el sesgo expansivo que mantenía la comunicación hasta entonces, el Instituto Emisor comenzó a reiterar su disconformidad con el nivel de la inflación y con su persistencia. Primero de forma verbal descartó la posibilidad de nuevos recortes de la tasa de instancia en el “futuro previsible”. Posteriormente, en el Informe de Política Monetaria de marzo, revisó al alza la proyección de inflación y dio a entender que las alzas de tasas de interés comenzarían a subir tan pronto como a fines de este año con un incremento de 25 puntos base.

El aumento de la proyección de inflación del Banco Central para el cierre del año fue de 2,8% a 3,6% ubicándose por sobre las estimaciones del mercado y del precio de los activos en ese momento. Además, en un hecho inédito en los últimos once años, proyectó que la inflación continuaría sobre 3% a fines del segundo año de proyección, en este caso, diciembre de 2016. Todo este escenario pretendía, en nuestra opinión, no solo descartar nuevos recortes de la TPM, sino que señalar la necesidad de iniciar el proceso de alzas de tasas, aunque asumiendo el riesgo inminente de contribuir al desanclaje de las expectativas inflacionarias.

**Un escenario de inflación contenida para los próximos 12 a 24 meses, permite esperar que las alzas de tasas de interés sean moderadas.** El IPC de marzo de 0,6% m/m se ubicó bajo las expectativas de mercado y moderó en algo las visiones más inflacionarias y de alzas de tasas previstas para este año, generadas tras el último reporte del BC. Es así como la Encuesta de Expectativas Económicas de abril elevó hasta 3,2% la proyección de inflación a fin de año, pero incorporó la primera alza de 25 puntos base en la TPM solo para el primer trimestre de 2016 y proyectó un nivel de 3,75% en dos años plazo. Por su parte, la encuesta de Operadores Financieros prevé que la TPM se ubicará en 3,25% en un año y en 3,75% en 24 meses.

**Nuestra visión para la tasa de instancia es que, en un escenario en que la inflación cede hacia 3% o menos a fin de año, no serán necesarios movimientos de la tasa de instancia, la que deberá comenzar a normalizarse hacia 2016, con alzas estimadas de 100 puntos base en el transcurso del próximo año.**

Gráfico 6.1  
TPM efectiva y trayectorias implícitas en swaps y encuestas (porcentaje)



\*EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile con datos a abril de 2015.  
 \*\*EOF: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central de Chile con datos a la segunda semana de abril de 2015.  
 Fuente: BCCCh, Tradition, BBVA Research

Continuamos desestimando la preocupación del BC tanto por las señales provenientes del mercado laboral, como por la inflación subyacente, las cuales previnieron recortes adicionales de la TPM en los últimos meses. Compartimos por cierto, la preocupación del BC por el alto nivel de la inflación y su persistencia, originada, como se ha dicho, en los efectos de la depreciación cambiaria, las alzas de impuestos y los efectos de segunda vuelta de la inflación pasada. Todos estos efectos proyectamos comenzarán a perder fuerza desde mayo y quitarán presión sobre el Instituto Emisor para retirar el estímulo monetario. Un elemento de riesgo de este escenario es la forma que tome el proceso de normalización monetaria en EE.UU., pero las señales recibidas hasta ahora, apuntan a que este será a un ritmo gradual, lo que también quita presión alcista sobre las tasas locales.

## Recuadro 2. Comunicación de la Política Monetaria del BCCh: evaluación y propuestas

La labor de los Bancos Centrales, a la cual no escapa el Banco Central de Chile (BCCh), va más allá de realizar política monetaria. También está dentro de su rango de acción comunicar de forma transparente sus decisiones de política<sup>6</sup>. Al respecto, se ha observado un esfuerzo del BCCh, ampliando el número de Informes de Política Monetaria (IPoM) durante el año y mejorando la entrega de antecedentes y minutas asociadas a cada reunión del Consejo. Sin embargo, desde hace seis años que no se introducen mejoras en este aspecto.

¿Cómo lo hace el BCCh en relación a otros Bancos Centrales? ¿Cuáles son los espacios para mejoras? En este recuadro se contestan ambas preguntas, comparando al BCCh con los Bancos Centrales de 11 países referenciales<sup>7</sup>.

### Metodología y resultados

Escogidos tanto por su experiencia en la conducción de la política monetaria en el contexto de metas de inflación o por ser países considerados líderes en transparencia de la información, utilizamos como referencia a los bancos centrales de Australia, Canadá, Colombia, Estados Unidos, Inglaterra, Israel, México, Noruega, Nueva Zelanda, Perú y Suecia.

La evaluación se realiza en dos dimensiones: 1) Reportes de inflación (símbolos del IPoM) y variables macroeconómicas que proyecta y 2) reuniones de política monetaria (RPM) y todo lo que las acompaña<sup>8</sup>.

#### a. Informes de Política Monetaria o reportes de inflación

En esta dimensión, Chile está en la frontera en lo que se refiere a frecuencia en sus reportes macroeconómicos (cuatro al año). También en la publicación de proyecciones de inflación se alinea con el resto de países referenciales, aunque un

amplio grupo de estos presenta proyecciones de inflación con frecuencia trimestral, mientras que el BCCh solo publica la cifra anual. Los aspectos en los que el BCCh no presenta proyecciones y otros países sí son:

- Actividad. 9 de los 11 países referenciales publica proyecciones de actividad a 2 o 3 años plazo
- TPM. Algunos Bancos Centrales publican proyecciones a cierre de año (y también a plazos de uno, dos y tres años), o presentan proyecciones de la tasa de interés a 90 días.
- Tipo de cambio. Solo tres Bancos Centrales entregan proyecciones.
- Mercado laboral. Algunos reportes presentan proyecciones de la tasa de desocupación a distintos plazos o proyecciones de empleo.

#### b. Comunicación de Política Monetaria

En lo que se refiere a número de RPM, publicación del comunicado y publicación de la minuta de la reunión dos semanas después, el BCCh es de los más transparentes de la muestra. También lo es en entrega de información de voto por Consejero y entrega de antecedentes. Sin embargo, en estos dos últimos aspectos hay espacios para mejoras, ya que algunos Bancos Centrales relacionan los argumentos en la discusión con los nombres de los Consejeros que los realizaron, y también se realizan conferencias de prensa posterior a la reunión.

Finalmente, el aspecto donde se hay más espacio para avanzar significativamente es en la publicación de proyecciones de corto y largo plazo en los comunicados o minutas. En la tabla R2.1 se resume tanto la evaluación, los resultados y las propuestas.

6: Trabajos como los de Bascand (2013), Dincer y Eichengreen (2009) y De Gregorio (2008) así lo verifican  
7: Este recuadro constituye un resumen del Observatorio "Comunicación de la Política Monetaria del BCCh: Evaluación y propuestas a la luz de la evidencia internacional", del 23 de marzo de 2015.

8: Vale la pena aclarar que no se trata de hacer juicios de valor respecto a la pertinencia de publicar ciertas variables o la frecuencia. Más bien, el propósito es comparar al BCCh con países referenciales que tienen aspectos de su política monetaria que están en la frontera en lo que se refiere a comunicación y transparencia.

Tabla R2.1

**Síntesis y propuestas**

<b>a. Informes de Política Monetaria</b>	<b>Evaluación</b>	<b>Propuestas</b>
a. Número de informes al año	↑	
b. Proyecciones de actividad económica	↓	• Ampliar el horizonte de proyección de PIB a dos años, acotar el rango de la estimación.
c. Proyecciones de inflación	↑ ↓	• Presentar proyecciones trimestrales de inflación.
d. Proyecciones de TPM	↓	
e. Proyecciones de tipo de cambio	↓	• Presentar nuevas proyecciones: TPM, tipo de cambio y mercado laboral en el horizonte de política monetaria.
f. Proyecciones del mercado laboral	↓	
<b>b. Comunicaciones de Política Monetaria</b>		
a. Número de reuniones	↑	
b. Publicación de comunicado	↑	• Minutas de reuniones de política monetaria: identificar a los autores de los argumentos que respaldan la decisión de política monetaria y publicar la argumentación de los votos de minoría cuando existan.
c. Publicación de la minuta	↑	
d. Publicación de votos y argumentos de los Consejeros	↑ ↓	• Transparentar la actualización de proyecciones que se realizan con la frecuencia de las reuniones de política monetaria.
e. Proyecciones mensuales de principales variables	↑ ↓	
f. Proyecciones mensuales de principales variables a Largo Plazo	↑ ↓	• Implementar ruedas de prensa al final de cada reunión de política monetaria para explicar la decisión y aclarar dudas de la prensa especializada.
g. Otros (Antecedentes, Ruedas de Prensa)	↑ ↓	

↑: Acorde con la práctica internacional.

↓: No es congruente con la práctica internacional.

↑ ↓: Coherente con la práctica, pero con espacio para avanzar.

Fuente: BBVA Research

**Bibliografía**

Bascand, G. (2013), "Communication, understanding, and credibility". Discurso en el Admirals Breakfast Club, Nueva Zelanda.

De Gregorio, J. (2008). "Transparencia y Comunicaciones en la Banca Central Moderna".

Documentos de Política Económica. Banco Central de Chile.

Dincer, N. N., B. Eichengreen, (2009), "Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates". National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, Estados Unidos.

## 7 Política Fiscal: con espacios para mayor gasto en 2015, la preocupación se traslada al mediano plazo

Se reafirma una ejecución del gasto de al menos 100% para este año, mientras que los anuncios de mantener el estímulo fiscal durante 2016 ponen en riesgo el cumplimiento de la meta de balance estructural en 2018.

La información de ejecución al primer trimestre del año permite mantener, en gran medida, las proyecciones fiscales del Situación 1T para 2015. Se ha observado una ejecución del gasto mayor a la del mismo periodo en 2014, lo que despeja dudas y reafirma la capacidad del gobierno de alcanzar una ejecución del 100% o mayor a finales de este año. Por otro lado, los ingresos relacionados al cobre han tenido un débil desempeño, asociados en parte al menor precio del metal, pero con una recaudación tributaria no minera que crece apuntalada por el alza en impuestos del año pasado relacionada a la primera etapa de la Reforma Tributaria.

Para el cierre del presente año, estimamos un déficit fiscal efectivo de 2,8% del PIB. Tal como se observa en la tabla 7.1, la emisión de deuda anunciada en enero no sería suficiente, obligando al Fisco a recurrir a los Otros Activos del Tesoro Público (OATP). A marzo, los OATP alcanzaban los US\$ 2.900 millones, cifra no mucho mayor a la liquidación de activos necesaria para financiamiento. En principio, no sería necesario el uso del FEES.

Tabla 7.1

### Fuentes y usos de recursos fiscales 2015 (MM de US\$)

	IFP	BBVA
<b>Fuentes</b>	<b>8.447</b>	<b>10.290</b>
Endeudamiento bruto	7.500	7.000
Venta de activos financieros	947	3.290
<b>Usos</b>	<b>8.447</b>	<b>10.290</b>
Déficit efectivo	5.187	7.030
Amortizaciones regulares	1.988	1.988
Bonos de reconocimiento	1.272	1.272

\*Nota: Las cifras están expresadas en dólares utilizando los tipos de cambio estimados en cada informe.  
Fuente: Dipres, BBVA Research

La explicación para este déficit, al compararse con lo contenido en la Ley de Presupuestos, radica tanto en razones de ingreso como de gasto, tal como se resume en la tabla 7.2. Respecto a ingresos fiscales efectivos, estos se estiman menores a los del Presupuesto por cerca de US\$ 1.700 millones, explicado en gran parte por un escenario macroeconómico de peor desempeño, con un mayor tipo de cambio que compensa parcialmente el ajuste a la baja principalmente en las líneas de ingresos relacionadas al cobre.

Adicionalmente, hemos supuesto una materialización del riesgo de menor recaudación en la Reforma Tributaria de 0,15% del PIB (la meta de recaudación para 2015 es de 0,97% del PIB según el Informe Financiero). Las razones para esto son al menos tres:

1. Las bases impositivas de algunos tributos no han tenido el dinamismo que se esperaba a mediados de 2014. Un ejemplo son los automóviles nuevos, cuyas ventas cayeron 27,5% el primer trimestre del 2015.
2. Aun suponiendo una elasticidad unitaria entre los impuestos y el PIB, el cambio del escenario macro, disminuye la recaudación, restando aporte de la Reforma Tributaria al total de ingresos efectivos.
3. El informe financiero asumía un aumento de la recaudación equivalente a 0,3% del PIB por menor evasión solo en 2015, lo cual se estima difícil de alcanzar en un escenario de desaceleración.

Con todo, una evaluación más precisa de la recaudación por Reforma Tributaria podrá realizarse con la información de la Operación Renta de este año, cuyos datos no estarían disponibles antes de junio.

En lo que se refiere al gasto total, estimamos una ejecución de 100,6%, lo que implica un crecimiento real de 7,6%. La estimación, mayor a la Ley de Presupuesto en casi US\$ 400 millones, *no se fundamenta en el desastre ocurrido en el norte del país*. Esto porque el Ministerio de Hacienda declaró que el financiamiento de los gastos en reconstrucción para este año se obtendrá de redistribuir recursos destinados por Ley Reservada al Ministerio de Defensa a un mayor gasto de capital. Esto no tendría impactos en el gasto total, solo implica un menor consumo de gobierno compensado por una mayor inversión pública. El mayor gasto estaría asociado a un mayor nivel de ingresos estructurales, que entrega espacio a la autoridad fiscal de incurrir en un mayor gasto, y aún así alcanzar un déficit estructural de 0,9% del PIB. Esto ocurre porque los efectos de un escenario macroeconómico más deteriorado no son capturados por los ingresos estructurales, los cuales son calculados con parámetros de PIB y precio del cobre de tendencia; sin embargo, el mayor tipo de cambio sí aumenta dichos ingresos, toda vez que los ingresos del cobre obtenidos en dólares son convertidos a pesos con una divisa más alta. *Dado que la meta estructural para este año era un déficit de 1,1% del PIB, el resultado aquí expuesto genera espacios para aumentar el gasto aún más de lo que estimamos, en cuyo caso también se incrementaría el déficit efectivo en hasta 0,2% del PIB.*

Tabla 7.2

**Detalle balance efectivo y estructural 2015**

Millones de pesos	2015 Minhda (a)	2015 BBVA Research (b)	(a) - (b) [mm de US\$]	Principal razón para la diferencia:
<b>Ingresos efectivos</b>	<b>33.356.904</b>	<b>32.295.792</b>	<b>-1.723</b>	
<b>Recaudación tributaria</b>	<b>27.611.156</b>	<b>26.368.603</b>	<b>-2.017</b>	
Impuesto a la renta grandes mineras	1.601.832	1.422.356	-291	<i>Menor precio cobre compensado por tipo de cambio depreciado</i>
Impuesto a la renta resto contribuyentes	26.009.324	24.946.247	-1.726	<i>Menor nivel de actividad y menor recaudación RT</i>
<b>Codelco</b>	<b>1.192.757</b>	<b>1.162.658</b>	<b>-49</b>	<i>Menor precio cobre compensado por tipo de cambio depreciado</i>
<b>Resto</b>	<b>4.552.991</b>	<b>4.764.531</b>	<b>343</b>	<i>Mejor ritmo de ejecución</i>
<b>Ingresos estructurales</b>	<b>34.737.377</b>	<b>35.187.093</b>	<b>730</b>	<i>Mayor tipo de cambio</i>
<b>Gasto total</b>	<b>36.391.119</b>	<b>36.626.477</b>	<b>382</b>	<i>Supuesto de ejecución del 100,6%</i>
<b>Balance efectivo</b>	<b>-3.034.215</b>	<b>-4.330.685</b>	<b>-2.105</b>	
<b>% del PIB</b>	<b>-1,9%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-0,8%</b>	
<b>Balance estructural</b>	<b>-1.653.742</b>	<b>-1.439.385</b>	<b>348</b>	
<b>% del PIB</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>0,14%</b>	

Nota: Ambas columnas 2015 fueron llevadas a dólares con el tipo de cambio estimado por BBVA Research  
Fuente: BBVA Research

Por último, reiteramos los riesgos a un escenario más estrecho para el cumplimiento de la meta de balance estructural en 2018. En el informe Situación 1T mencionamos la probabilidad de que los parámetros estructurales, el PIB tendencial y el precio de referencia del cobre, sean ajustados sucesivamente a la baja. La tabla 7.3 simula distintos escenarios de crecimiento del gasto promedio para el periodo 2016-2018, mostrando cuál es el crecimiento promedio necesario para alcanzar la meta de balance estructural en 2018, incluyendo además distintos niveles de efectividad de recaudación de la Reforma Tributaria respecto a su informe financiero. A lo anterior se suman las eventuales presiones de gasto que podrían surgir en los próximos años. El mercado ha comenzado a hacer eco de dichas aprensiones. En particular, la discusión de la Reforma Educacional y el desastre ocurrido en el norte del país, junto con las obligaciones que significan al Fisco en términos de recursos comprometidos, han puesto una nota de alerta sobre la capacidad del gobierno para financiar nuevas necesidades de gasto y a la vez cerrar el déficit estructural<sup>9</sup>.

Tabla 7.3

**Crecimiento promedio del gasto 2016-2018 necesario para la convergencia al balance estructural en 2018 bajo distintos escenarios**

		Crecimiento promedio PIB Tendencial					
		4,0			3,8		
		RT: 100%	RT: 80%	RT: 50%	RT: 100%	RT: 80%	RT: 50%
Precio referencia cobre promedio (US\$/lb)	290	4,8	4,1	3,3	4,5	3,8	3,0
	280	4,6	4,0	3,2	4,3	3,7	2,9

Nota: Se asume el mismo precio de molibdeno de referencia para todos los escenarios  
Fuente: BBVA Research

9: Una discusión respecto a un posible mayor estímulo fiscal en 2016 se aborda en el [Recuadro 3: Mayor estímulo fiscal en 2016: efectos preliminares](#).

### Recuadro 3. Mayor estímulo fiscal en 2016: efectos preliminares

Se ha conocido la noticia de que el gobierno evalúa mantener el estímulo fiscal durante 2016. En efecto, en un contexto donde las proyecciones apuntan a un crecimiento del próximo año aún bajo potencial, con un sector privado que no recupera dinamismo, el gobierno optaría por, nuevamente, apuntalar el crecimiento anual mediante un mayor gasto fiscal. Aunque se trata de un anuncio preliminar, y ni siquiera se sabe de qué forma se implementaría un mayor estímulo el próximo año, la concreción del anuncio no solo tendría efectos en el crecimiento, también aparecen ciertos riesgos de índole macro-fiscal.

A continuación, realizamos un análisis preliminar de los efectos de un mayor estímulo fiscal en 2016. Para eso, suponemos que el gobierno no retomaría la senda de convergencia a un balance estructural, y que el próximo año se fijaría como meta un déficit estructural de 1,0% del PIB (manteniendo, en términos prácticos, el déficit estructural de este año), lo que se traduciría en un mayor espacio de gasto por casi US\$ 570 millones. La tabla R3.1 compara los resultados para ambos escenarios. Como se aprecia, el efecto directo será un aumento en el déficit efectivo y en el nivel de endeudamiento.

Tabla R3.1

**Comparación variables fiscales 2016: escenario base vs escenario de mayor estímulo fiscal**

	Déficit efectivo (% del PIB)	Crecimiento del gasto (var. real)	Nec. de financiamiento (mm USD)
Escenario base (Def. estr.: 0,8% del PIB)	-2,5	6,3	-7.177
Mayor estímulo (Def. estr.: 1,0% del PIB)	-2,7	7,2	-7.745

Fuente: BBVA Research

¿Qué riesgos tiene asociado este escenario? En primer lugar, aplazar la convergencia pone en duda la capacidad de alcanzar la meta de balance estructural en 2018. Un gasto público creciendo a tasas altas es una barrera para un ajuste súbito en dos años, lo que sería necesario para alcanzar el balance estructural en 2018. Así, reducir la meta en 2017 en algo más de 0,5% del PIB se estima como poco probable, lo que, al final de cuentas, implica que el estímulo fiscal se extendería al menos otro año más. El gráfico R3.1 simula dos escenarios de convergencia a 2018, dejando explícito el esfuerzo adicional que representará al gobierno postergar la senda de cierre del déficit estructural un año más.

tasas en torno a 2%-3%. Realizar un mayor estímulo en 2016 deja aún con menor espacio al Fisco para el ajuste en el crecimiento del gasto en 2017 y, consecuentemente, para el ajuste final que permita alcanzar la meta en 2018.

Por otra parte, el gráfico R3.2 muestra cuáles serían los crecimientos reales del gasto asociados a cada escenario. Resulta evidente que el año 2017 será, en todos los casos, un año difícil para el gobierno, siendo este el periodo en donde la Reforma Tributaria entrega marginalmente un menor aporte a la recaudación tributaria. En efecto, el crecimiento real anual del gasto debería pasar desde tasas cercanas a 7% a

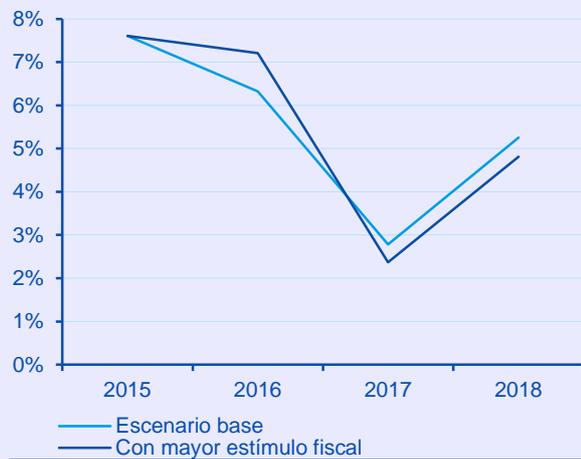
Gráfico R3.1

**Balance estructural 2015-2017**  
**Escenarios de convergencia a 0% en 2018:**  
**base y de mayor estímulo fiscal 2016**



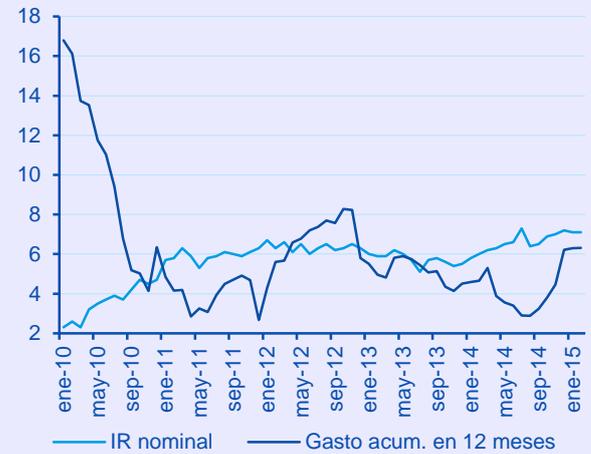
Fuente: BBVA Research

Gráfico R3.2  
**Crecimiento real del gasto 2015-2018**  
Escenarios de convergencia a 0% en 2018:  
base y de mayor estímulo fiscal 2016



Fuente: BBVA Research

Gráfico R3.3  
**Crecimiento del gasto acumulado en 12 meses vs variación anual de las remuneraciones nominales (porcentaje)**



Fuente: Dipres, INE, BBVA Research

Por último, se encuentran los posibles efectos macroeconómicos indeseados que generaría la mantención del estímulo fiscal durante el próximo año. En primer lugar, está documentado para el caso chileno que un mayor gasto fiscal produce *crowding out* en el producto y en el consumo privado<sup>10</sup>. Aunque en un escenario como el actual se podría cuestionar que estén dadas todas las condiciones para que se genere *crowding out*, ampliar el estímulo por más tiempo eleva los riesgos a este respecto. Como segundo aspecto, podría mencionarse el efecto que un mayor gasto podría tener en inflación. En términos estadísticos, no es posible descartar un efecto del gasto público en el pasado sobre inflación y salarios nominales (gráfico R3.3), pero, nuevamente, hay riesgos asociados sobre estas variables de mantenerse el estímulo.

10: Ver Juan A. Correa, Christian Ferrada, Pablo Gutiérrez y Francisco Parro (2014), "Effects of fiscal policy on private consumption: evidence from structural-balance fiscal rule deviations", Applied Economics Letters; y Cerda, Rodrigo, González, Hermann, Lagos, Luis Felipe (2005), "Is Fiscal Policy effective? Evidence from an Emerging Economy: Chile 1833-2000", Applied Economics Letters.

## 8 El ajuste cambiario estaría en gran medida concluido

Consideramos que el ajuste cambiario estaría finalizado, por lo que esperamos que el peso continúe transándose sobre \$600 en el corto plazo, para ubicarse sobre o incluso por debajo de \$600 hacia la segunda parte del 2015. Las tasas de interés de mediano y largo plazo han mostrado volatilidad como respuesta a variaciones en las tasas externas en tanto localmente se ha asentado una visión de mantención de la TPM por un período prolongado.

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 \$640 por dólar a mediados de marzo. Sin embargo, luego de un discurso algo menos agresivo por parte de la Fed, un mensaje que descarta recortes adicionales en la TPM localmente por parte del Banco Central y cifras de actividad que han sorprendido positivamente al consenso, el peso ha experimentado una leve apreciación multilateral. Con todo, no es posible detectar un desalineamiento cambiario respecto a sus fundamentales (Gráfico 8.1).

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 8.2). En ese aspecto, el peso habría hecho gran parte del ajuste cíclico en un contexto en que el déficit de cuenta corriente se ha cerrado casi completamente y la inflación ha comenzado a ceder aunque paulatinamente. Es así como no vemos espacio para depreciaciones multilaterales ni tampoco respecto al dólar que lleven la paridad a los niveles alcanzados en marzo.

Gráfico 8.1  
Tipo de cambio efectivo y estimado\*



\*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 8.2  
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 \$640 durante marzo coincidió con un retroceso del precio del cobre y desarme de operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carry trade*) realizada por no residentes. Sin embargo, luego del comunicado de la Fed el 18 de marzo

pasado y una visión neutral y de normalización incluso por parte del Banco Central a fines de marzo, hemos observado renovado apetito por el peso por parte de no residentes coincidente con apreciaciones que ubicaron el peso-dólar algo bajo \$610 por algunos días (Gráfico 8.3).

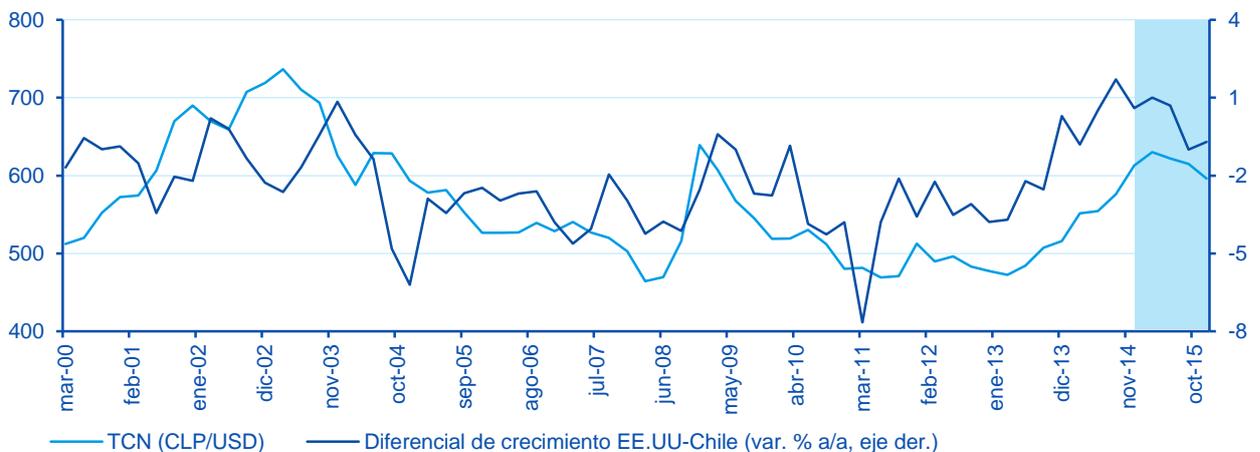
Gráfico 8.3  
Posición neta en el mercado derivado externo y tipo de cambio nominal (millones de US\$, \$/US\$)



Fuente: BCCh, Bloomberg, BBVA Research

Tal como indicamos en el Informe pasado, el tipo de cambio ha mostrado fortaleza bilateral respecto al dólar y multilateral respecto a otras monedas de la mano de mejores cifras de actividad y menor diferencia de crecimiento respecto a EE.UU. (Gráfico 8.4). A esto se suma un escenario de reversión de la caída del precio del cobre. Un elemento de riesgo a esta proyección podría ser el proceso de normalización monetaria en EE.UU., pero estimamos que este proceso será gradual con un impacto que ya estaría en parte importante incorporado en la paridad.

Gráfico 8.4  
Diferencial de crecimiento US-Chile vs Tipo de cambio nominal



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

## 9 Escenario político y proceso de reformas: ¿un riesgo a la recuperación de la confianza de los agentes?

**Internamente, los casos vinculados al financiamiento irregular de la política y el proceso de reformas en curso y por venir, pueden introducir grados adicionales de incertidumbre e interrumpir la recuperación de las confianzas. En el ámbito externo los riesgos siguen siendo la incertidumbre en torno al ajuste de China y la forma que adopte el retiro del estímulo monetario en EE.UU.**

Las mejores cifras de actividad que mostró la economía chilena desde fines del año pasado, sumado al positivo efecto que generó el descenso del precio del petróleo en los presupuestos familiares y en los costos de las empresas, permitieron un incipiente repunte de los indicadores de confianza de consumidores y de empresarios. Como hemos señalado en Informes anteriores, una mejora en estos indicadores es un factor clave para sostener la modesta recuperación económica prevista para este año.

Sin embargo, un elemento de riesgo que ha surgido con fuerza en lo más reciente, corresponde a los casos de financiamiento irregular de la política que han dañado la confianza de la ciudadanía en las instituciones, incluyendo a diversos poderes del Estado y al empresariado. Si bien el gobierno se está haciendo cargo del tema mediante la creación de una Comisión especial para estudiar el tema y hacer propuestas que ayuden a dar una salida institucional al conflicto, al mismo tiempo están en curso una serie de procesos en los Tribunales de Justicia cuyas repercusiones aún son insospechadas. El riesgo del desprestigio de las instituciones sobre la economía es ampliamente conocido por sus efectos en la aparición de políticas populistas y líderes con características de caudillos, que terminan por sacar de la agenda de prioridades los objetivos económicos básicos y sustituirlos por otros con mayor apoyo popular.

Por otro lado, ha comenzado la discusión de la agenda laboral que ha llevado al empresariado a indicar que se estarían repitiendo los mismos vicios observados al inicio de la discusión tributaria al no tomar en cuenta a todos los sectores involucrados, incluyendo trabajadores, empresarios y técnicos; pero además sin promover los ajustes que la economía requiere para fomentar la creación de empleos, la capacitación de los trabajadores y la participación laboral. Enfrentaríamos un debate que apunta exclusivamente a dar poder a las organizaciones sindicales, un objetivo loable, pero no el único necesario para mejorar las condiciones laborales. Nuevamente si el proceso continúa en los términos que se ha llevado hasta ahora, las consecuencias sobre la confianza de los agentes serían negativas, impactando a última línea, las decisiones de inversión y contratación. La propuesta de emprender un proceso para reformar la Constitución hacia el tercer trimestre inyecta también incertidumbre respecto al procedimiento y modificaciones que tendría la carta constitucional.

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 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, dependiendo de su intensidad o gradualidad, tendrá impactos diversos en las condiciones financieras de Chile y del 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, en particular por el curso que tomen en lo venidero las negociaciones del Eurogrupo con Grecia.

## 10 Tablas

Tabla 10.1

## Previsiones macroeconómicas

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>PIB (% a/a)</b>	5,5	4,2	1,9	2,9	3,5
<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	1,5	3,0	4,6	2,9	3,0
<b>Tipo de cambio (vs. USD, fdp)</b>	477	529	613	596	581
<b>Tasas de interés (% fdp)</b>	5,00	4,50	3,00	3,00	4,00
<b>Consumo Privado (% a/a)</b>	6,1	5,9	2,2	2,6	3,2
<b>Consumo Público (% a/a)</b>	3,5	3,4	4,4	4,5	4,0
<b>Inversión (% a/a)</b>	11,6	2,1	-6,1	-0,4	3,3
<b>Resultado Fiscal (% PIB)</b>	0,6	-0,6	-1,6	-2,8	-2,5
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-3,6	-3,7	-1,2	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	5,4	1,5	472,5	5,00
T2 13	4,0	1,9	502,9	5,00
T3 13	4,8	2,0	504,6	5,00
T4 13	2,8	3,0	529,5	4,50
T1 14	2,7	3,5	563,8	4,00
T2 14	2,1	4,3	553,1	4,00
T3 14	1,0	4,9	593,5	3,25
T4 14	1,8	4,6	612,9	3,00
T1 15	2,2	4,2	628,5	3,00
<b>T2 15</b>	2,4	3,8	622,0	3,00
<b>T3 15</b>	3,6	3,3	615,0	3,00
<b>T4 15</b>	3,4	2,9	596,0	3,00
<b>T1 16</b>	3,7	2,7	591,0	3,00
<b>T2 16</b>	3,5	2,5	587,7	3,25
<b>T3 16</b>	3,4	2,4	584,4	3,75
<b>T4 16</b>	3,5	3,0	581,1	4,00

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

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  
aalarcon@bbva.com

**BBVA Research**

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech Vilariño  
r.domenech@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

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

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Áreas Globales**

**España**

Miguel Cardoso Lecourtois  
miguel.cardoso@bbva.com

**Europa**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Alvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serrano@bbva.com

**Coordinación LATAM**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Oswaldo López  
oswaldo.lopez@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  
josecarlos.pardo@bbva.com

**Coordinación Regulatoria Global**

Matías Viola  
matias.viola@bbva.com

**Escenarios Económicos**

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Escenarios Financieros**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
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](http://www.bbvaresearch.com)