

Situación Chile

Tercer trimestre de 2015
Unidad de Chile

- Lenta recuperación de la inversión y determinantes del consumo con vientos poco favorables apoyarían un crecimiento inferior a 3% este y el próximo año. Estimamos crecimiento del PIB de 2,2% el 2015 y 2,7% el 2016.
- La inflación estaría concentrada en el corto plazo, y mostraría reversiones que la ubicarían bajo 3% gran parte del 2016. Concluido parte importante del ajuste cambiario y del traspaso de las alzas de impuestos específicos proyectamos inflación cercana a 2% hacia mediados del 2016, reflejando una débil posición cíclica.
- TPM tendría espacio para recortes tarde el 2015 y se mantendría en niveles estimulativos todo el 2016. Normalización comenzaría recién el 2017 hacia niveles de tasa de interés neutral que estimamos inferiores a las históricas.
- Déficit fiscales cercanos a 3% del PIB en 2015 y 2016, con una acotada convergencia a balance estructural. Estimamos crecimiento del gasto público real en torno a 4,5% el 2016.

Índice

1 Resumen	3
2 Moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes	5
3 Se concretó el escenario de riesgo para el crecimiento	7
Recuadro 1. Reforma laboral: efectos empíricos de la sindicalización en Chile y el mundo	11
4 Balance ahorro-inversión soporta visión superavitaria	13
5 Acotadas presiones inflacionarias a partir de 4T15	15
6 Cambios en el escenario macro abren espacios para nuevos recortes de la tasa de instancia	18
Recuadro 2. Política monetaria no sería tan expansiva como se estima	20
7 Política fiscal y convergencia a balance estructural: menor incidencia en el crecimiento a partir de 2016	22
8 Presiones depreciativas del peso se concentrarían en el corto plazo	25
9 En parte importante, riesgo de lenta recuperación de confianzas se ha concretado	28
10 Tablas	29

Fecha de cierre: 31 de julio de 2015

1 Resumen

El crecimiento mundial se modera de la mano de una desaceleración más pronunciada de las economías emergentes y de la materialización de eventos de riesgo. En los últimos tres meses se han materializado algunos eventos de riesgo y su agudización podría frenar la recuperación mundial. Estos eventos incluyen el reciente episodio de inestabilidad financiera en China y la crisis griega que se suman a la ansiedad que provoca en los mercados la primera alza de tasas de interés de la Fed, que seguimos situando en septiembre. El crecimiento del primer semestre se ubicó por debajo de lo esperado, explicando en gran medida el ajuste a la baja en la previsión de crecimiento mundial de este año a 3,4%. En 2016 la economía aceleraría su crecimiento a 3,8%. Siguiendo con la tendencia de los últimos años, el mayor aporte de los países desarrollados está permitiendo contrarrestar la persistente desaceleración de los países emergentes.

Ante concreción de escenario de riesgo, ajustamos a la baja la proyección de crecimiento del PIB en 2015 y 2016 a 2,2% y 2,7%, respectivamente. Se ha retrasado la recuperación de las expectativas, sumándose un menor ritmo de ejecución de la inversión pública y un escenario externo menos favorable que lo previsto hace tres meses. Lo anterior, está teniendo impactos negativos en el crecimiento de este año, pero sus efectos seguirán presentes en 2016.

El consumo privado crecerá solo 2,0% en 2015 aumentará 2,3% en 2016. Además del mayor pesimismo de los consumidores, se suman condiciones de crédito menos favorables y un menor crecimiento de la masa salarial, como consecuencia tanto del menor dinamismo del empleo como de la ralentización del crecimiento de las remuneraciones. La inversión total caerá 2,7% en 2015 y crecerá apenas 1,5% en 2016. La corrección a la baja de la proyección de este año se relaciona tanto con un menor ritmo de ejecución de la inversión pública como con una caída mayor a la prevista en la inversión privada que estimamos retrocederá entre 6% y 7%, empujada por el componente maquinaria y equipos.

La inflación estaría concentrada en el corto plazo y mostraría reversiones que la ubicarían bajo 3% gran parte del 2016. Corregimos al alza nuestra proyección de inflación para 2015 de 2,9% a 3,7% a/a. Depreciación del peso, impactos puntuales de la Reforma Tributaria y efectos indexatorios explican lenta convergencia de la inflación al rango meta. Para 2016 revisamos estimación de 3,0% a 2,7% a/a. Concluido parte importante del ajuste cambiario y del traspaso de las alzas de impuestos específicos, proyectamos inflación cercana a 2% hacia mediados del 2016, reflejando una débil posición cíclica.

Presiones depreciativas sobre el CLP continuarán hasta que se concrete la primera alza de tasas de la Fed, lo cual estimamos ocurra en septiembre. No descartamos que el CLP supere niveles de \$680 para luego iniciar una tendencia apreciativa, de la mano de una moderada recuperación del crecimiento, un dólar que pierde valor y, en línea con ello, un mayor precio del cobre.

Fragilidad de la actividad abre espacios para al menos dos recortes de 25 puntos base en la tasa de instancia, los que se concretarían a fin de este año o a inicios del próximo. Estímulo se mantendría durante todo 2016 y normalización comenzaría recién el 2017 hacia niveles de tasa de interés neutral que estimamos inferiores a las históricas. Es indudable que el escenario de actividad sorprendió al Banco Central y hace necesario un mayor estímulo monetario, pero la resiliencia de la inflación ha impedido que hasta ahora se considere la opción de retomar los recortes de tasas. La concreción de un mayor estímulo monetario pasa

necesariamente por un descenso decidido de la inflación hacia 3% o menos, la cual esperamos ocurra con mayor claridad hacia fines de este año.

Mayor estrechez fiscal condiciona compromiso de convergencia a balance estructural y reduce la contribución esperada del gasto al crecimiento del PIB desde el próximo año. El crecimiento del gasto 2016 alcanzaría 4,5% y la situación se ve aún más estrecha a partir de 2017. Es muy probable que los parámetros de largo plazo del Presupuesto (PIB, cobre y molibdeno) se reduzcan y, en un escenario en que la meta de déficit estructural se fija en 0,8% del PIB en 2016, estimamos que el espacio de crecimiento del gasto disminuirá significativamente y con ello también el aporte de este componente del gasto al crecimiento del PIB.

La economía no presenta desequilibrios externos. Mantenemos visión superavitaria para la cuenta corriente en 2015 y 2016. Debilidad en demanda interna está generando una relevante contracción real de las importaciones este año. Por su parte, menores perspectivas de demanda externa reducen estimaciones para el precio promedio del cobre y moderan el crecimiento esperado de los envíos físicos. Ajustamos a la baja nuestra previsión a US\$ 2,62 y US\$ 2,68 la libra promedio para 2015 y 2016 respectivamente.

El proceso de reformas en curso ha introducido grados adicionales de incertidumbre castigando la senda de recuperación de las confianzas empresariales y de consumidores. Si bien tras el cambio de gabinete se han dado señales correctas en la línea de una moderación y búsqueda de acuerdos, los riesgos siguen estando inclinados a la baja en confianzas, tanto por su carácter endógeno a las cifras de crecimiento que prevemos acotadas en los próximos trimestres, como también a la espera de señales algo más concretas – al cierre de este informe ausentes– respecto a ajustes significativos a las reformas en curso.

En el ámbito externo los riesgos siguen vinculados a China y al retiro del estímulo monetario en EE.UU. Una desaceleración 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. 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 algunos países de la Eurozona.

2 Moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes

El crecimiento mundial se revisa a la baja en 2015, a 3,4%. Éste se recuperaría en 2016 hasta 3,8%

Luego del bache del primer trimestre, el PIB mundial parece mostrar un mayor dinamismo en el segundo trimestre de la mano de la recuperación de EE.UU., la fortaleza del área euro y el mantenimiento del crecimiento chino en 7% anual. Con todo, el PIB mundial habría crecido por debajo de 3% anual en el primer semestre del año, justificando la revisión a la baja de nuestro pronóstico de crecimiento para el conjunto de 2015 (3,4%, una décima menos que el contemplado en abril). En 2016, la economía mundial podría acelerar su ritmo de avance hasta alcanzar un crecimiento del 3,8% (Gráfico 2.1).

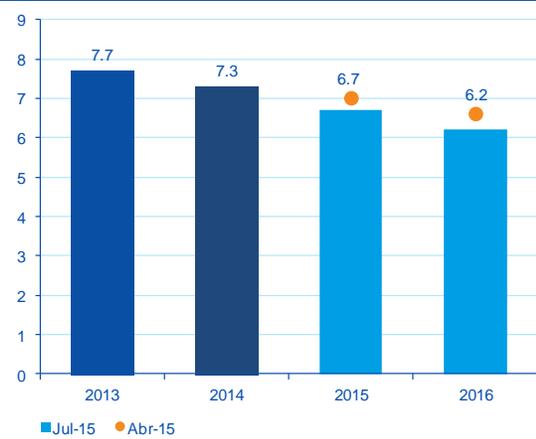
El bloque de economías desarrolladas continúa compartiendo expectativas de crecimiento favorables, contribuyendo a limitar el impacto que la desaceleración de las emergentes de mayor relevancia está teniendo en la actividad y el comercio mundiales. De hecho, mientras que el primer grupo podría crecer en 2015 a su ritmo más elevado desde 2010, superando ligeramente el 2% anual, el segundo volvería a moderar su crecimiento por quinto año consecutivo.

Gráfico 2.1
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 2.2
China, crecimiento del PIB, % a/a



Fuente: BBVA Research

Además de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico, el contexto global se ha caracterizado en el último trimestre por la materialización de algunos de los eventos de riesgo señalados hace tres meses y cuya agudización podría frenar la recuperación mundial. El primero de ellos reside en el episodio de inestabilidad financiera en China ocasionado por la fuerte corrección de su bolsa de valores, en un escenario de moderación tendencial del crecimiento, muy intensivo en el recurso al endeudamiento, y un proceso de

liberalización financiera en marcha. El segundo, e igualmente relevante, es la crisis griega y las dificultades existentes para alcanzar un acuerdo que asegure, en el corto plazo, el cumplimiento de los compromisos financieros del país y, a más largo plazo, la sostenibilidad de su deuda mediante reformas que aumenten la capacidad de crecimiento económico. La combinación de ambos eventos de riesgo, a la vez que se acerca la primera alza de tasas de interés de la Fed (que seguimos situando en septiembre), ha elevado las tensiones financieras a escala global, en particular, en forma de mayor volatilidad en los mercados bursátiles y de divisas, y con una intensidad superior en el área del euro y Asia.

El bache de crecimiento en el primer semestre justifica una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en EEUU en 2015...

En EEUU, el PIB se contrajo en el primer trimestre y mostró un avance modesto en el segundo de acuerdo con la lectura de los indicadores disponibles de actividad y confianza. Esto justifica la revisión a la baja de la previsión de crecimiento para el conjunto de 2015, pudiendo situarse en 2,5%, cuatro décimas inferior a la contemplada en abril. La incertidumbre sobre el comportamiento del ciclo económico en los próximos trimestres es ahora mayor teniendo en cuenta el impacto de la apreciación persistente del dólar sobre las exportaciones, la debilidad de la inversión privada y el deterioro del contexto global. Aun así, el PIB estadounidense podría crecer 2,8% en 2016.

... al tiempo que la volatilidad financiera en China también reduce las previsiones de su crecimiento en 2015 y 2016.

En China, es previsible que el ritmo de crecimiento económico se ralentice en los dos próximos trimestres debido al impacto del episodio reciente de tensiones financieras. Además del efecto negativo en la confianza de los agentes privados, también se puede dar un potencial freno de las decisiones de consumo como consecuencia del descenso de la riqueza de los hogares. Pero, sobre todo, es previsible un deterioro de las condiciones de financiamiento empresarial, vinculado tanto a la suspensión de nuevas ofertas de acciones en el mercado bursátil como a la pérdida de valor del colateral en la obtención de préstamos bancarios. Es en estos factores en los que se sustenta la revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de China para 2015 y 2016, hasta situarse en 6,7% y 6,2% respectivamente (tres y cuatro décimas menos que en el escenario de abril, véase el Gráfico 2.2). La batería de medidas de estímulo adoptadas por las autoridades del país para evitar que el contagio al ciclo de actividad sea mayor explica que no se contemple un ajuste más intenso de la senda de crecimiento.

La eurozona sigue recuperando el crecimiento, a pesar de la crisis Griega

La eurozona sigue mostrando un patrón de recuperación sostenida, con tasas de crecimiento trimestral del PIB del orden del 0,4% en los dos primeros trimestres del año. El mayor dinamismo de Francia e Italia se une a la fortaleza de Alemania y al avance del PIB español a ritmos próximos al 1% trimestral. La emergencia de algunos focos de riesgo con impacto diferencial en la región puede reducir ligeramente el crecimiento esperado para 2015 y 2016 pero, incluso así, los pronósticos siguen siendo positivos (+1,4% en 2015 y +1,9% en 2016, una y tres décimas inferiores a los de abril). Con todo, el reto más significativo reside en evitar cualquier duda sobre la irreversibilidad del proyecto de unión monetaria.

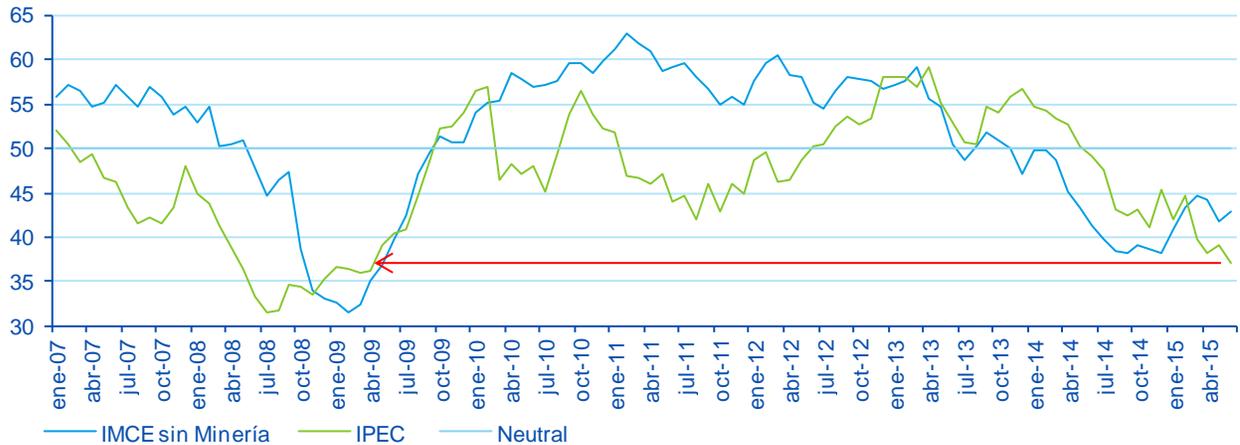
3 Se concretó el escenario de riesgo para el crecimiento

Ajustamos a la baja proyección de crecimiento en 2015-2016 debido al retraso en la recuperación de las expectativas, un menor ritmo de ejecución de la inversión pública y un escenario externo menos favorable que lo previsto hace tres meses.

De la mano de un relevante aumento del gasto público y de un leve repunte de las expectativas empresariales, la economía chilena parecía haber dejado atrás lo peor de este ciclo cuando en 4T14 creció 1,8% a/a y luego, en 1T15, se expandió 2,4% a/a. Las visiones más optimistas hablaban de brotes verdes y veían que la economía se encontraba en una franca recuperación hacia un ritmo de crecimiento más cercano a su potencial. Nuestra visión, plasmada en el anterior informe trimestral, apuntaba a que un crecimiento cercano a 3% era factible, pero condicional a una sostenida recuperación de la confianza de consumidores y empresarios, así como también a los desarrollos del escenario externo y que, por lo tanto, la estimación estaba sesgada a la baja si se consideraban los riesgos detrás de ambos supuestos. Las cifras preliminares de 2T15 han decepcionado nuestras expectativas como consecuencia de la concreción de los riesgos visualizados hace tres meses y permiten proyectar que el crecimiento nuevamente se ralentizó. Es más, si toma en cuenta el IMACEC desestacionalizado, queda en evidencia que en mayo, el nivel de actividad se ubica 0,14% por debajo del nivel que tenía en diciembre de 2014.

La confianza empresarial retrocedió en abril y mayo y se mantiene en terreno pesimista, al tiempo que la confianza de los consumidores ha caído respecto de su nivel en diciembre pasado y se ubica en niveles no vistos desde 2008-2009, cuando la economía estaba en recesión (gráfico 3.1). La evolución de la confianza estimamos es uno de los principales factores que está incidiendo en el pobre desempeño que exhiben tanto la inversión privada como el consumo, particularmente el de bienes durables. Por otro lado, la inversión pública que se estimaba sería fundamental para apuntalar la inversión total este año, está experimentando retrasos relevantes en su ejecución que impedirán que se ejecute completamente el gasto de capital considerado en el Presupuesto. Adicionalmente, el escenario internacional ha evolucionado de forma menos favorable de lo previsto. Solo por mencionar algunos eventos relevantes, podemos destacar el bajo crecimiento de EE.UU. en 1T15, toda la volatilidad asociada a la situación de Grecia y las negativas noticias provenientes de China, tanto en términos de actividad como de demanda y el posterior ajuste de la bolsa de Shanghai. Este escenario se ha traducido en un inesperado retroceso del precio del cobre que tras alcanzar un promedio de US\$ 2,9 la libra promedio en mayo, al cierre de este informe se ubica en torno a US\$ 2,4 la libra.

Gráfico 3.1
Expectativas de consumidores (IPEC) y empresarios (IMCE) (índice)



Fuente: BCCCh, Adimark, Icare, BBVA Research

Proyectamos que el PIB crecerá 2,2% este año y 2,7% en 2016 (gráfico 3.2). Ambas cifras contemplan un ajuste a la baja respecto de la estimación hecha hace tres meses, debido a los factores expuestos en el párrafo anterior. Estimamos que el consumo privado crecerá solo 2,0% este año y que el próximo aumentará 2,3%. Además del ya mencionado mayor pesimismo de los consumidores, se suma un menor crecimiento de la masa salarial, como consecuencia tanto del menor dinamismo del empleo, como de la ralentización del crecimiento de las remuneraciones y condiciones de créditos menos favorables. En este contexto, las compras de las familias se limitan a lo estrictamente necesario y se ha incrementado el ahorro con fines precautorios (gráfico 3.3).

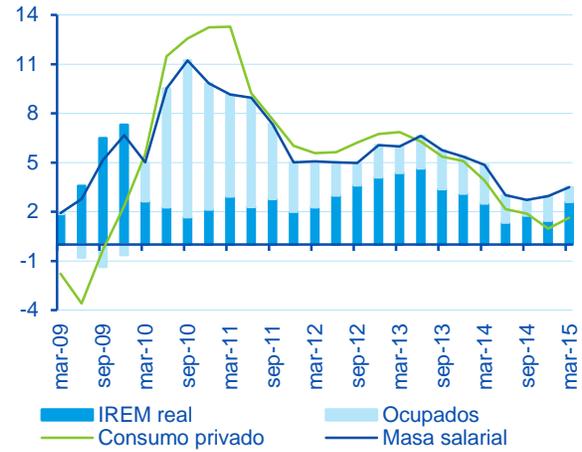
Recuperar tasas mayores de incremento del consumo de las familias pasa necesariamente por una mejora en la confianza, en la disponibilidad y demanda de crédito y en el ritmo de creación de empleos, lo que no esperamos que se produzca ni en la segunda parte de este año, ni durante 2016. Es más, seguimos viendo riesgos significativos de que la tasa de desocupación se encamine hacia niveles superiores a 7% en los próximos meses.

Gráfico 3.2
PIB real y proyecciones BBVA (var. % a/a)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 3.3
Masa salarial por componentes y consumo privado (var. % a/a)

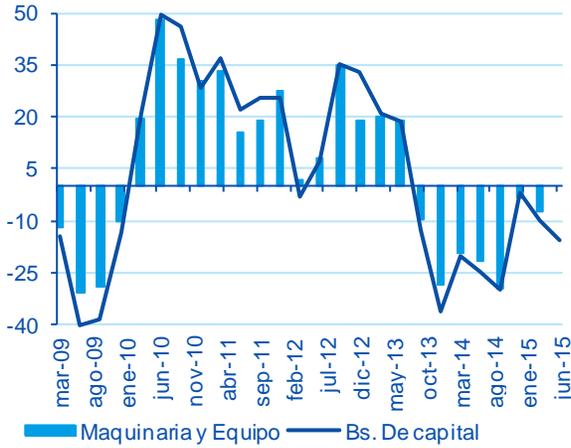


Fuente: BCCh, BBVA Research

También ajustamos a la baja el crecimiento de la inversión. Estimamos que la inversión total retrocederá 2,7% en 2015 y crecerá apenas 1,5% en 2016. La corrección de este año se relaciona tanto con una menor inversión pública como con una caída mayor a la prevista en la inversión privada que estimamos retrocederá entre 6% y 7%, empujada por el componente maquinaria y equipos (gráfico 3.4). Una parte de la explicación de la caída de la inversión en 2014-2015 radica en el retroceso que está experimentando la inversión minera como consecuencia del fin del llamado súper ciclo del precio del cobre (gráfico 3.5), a lo que se suma el deterioro de la confianza empresarial vinculado con el complejo escenario político y de reformas. En 2016 parte del ajuste a la baja de la inversión se vincula tanto con un menor crecimiento de la inversión pública, como con una normalización más lenta de la confianza empresarial, en relación con lo previsto hace tres meses.

Finalmente, proyectamos que el sector externo neto seguirá contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB este año, pero no aportará al crecimiento en 2016. Proyectamos que el volumen exportado crecerá solo 1% este año y 1,5% en 2016, mientras que el volumen de importaciones se contraerá 0,8% este año y aumentará 1,7% el próximo, en línea con el alicaído escenario previsto para la demanda interna. Estas cifras dejan en evidencia que la depreciación multilateral del peso no ha sido suficiente para dar un mayor impulso a la recuperación de las exportaciones y que la economía requiere una depreciación mayor, cuyo impulso podría provenir, por ejemplo, de nuevos recortes en la tasa de interés de política monetaria (TPM). Como señalamos con más detalle en el Capítulo 6, vemos espacios para al menos dos recortes adicionales de la TPM ya sea a fines de este año o a inicios del próximo, los que serían una señal positiva para la economía tanto por su efecto en el costo de financiamiento, como por su impacto cambiario.

Gráfico 3.4
Importaciones de bienes de capital y M&E (var. % anual)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 3.5
Crecimiento de la inversión minera y no minera (variación real anual, %)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Recuadro 1. Reforma laboral: efectos empíricos de la sindicalización en Chile y el mundo

La Reforma Laboral que se discute en el Senado contribuiría, entre otras materias, a un fortalecimiento de los sindicatos con un consecuente aumento en la tasa de sindicalización. ¿Qué efectos podría tener esto en los salarios, empleo y productividad? La discusión teórica no permite tener un diagnóstico claro sobre los impactos en estas tres variables, y, consecuentemente, la academia se ha volcado hacia exámenes empíricos.

La tabla R1.1 resume un conjunto de trabajos al respecto sobre los efectos de los sindicatos en las variables mencionadas. En la gran mayoría de los casos, el efecto encontrado en salarios es positivo, aunque en varias oportunidades obedecería a un cambio en la composición de empleo prescindiendo de trabajadores de menor productividad y remuneraciones. Respecto a empleo, todos los trabajos encuentran efectos negativos. En tanto en productividad los resultados son mixtos, y nuevamente uno de los factores cruciales hace referencia al efecto composición. Cada uno de estos trabajos incluye aspectos que se deben sopesar respecto al aumento en la participación sindical.

Por ejemplo, los efectos de los sindicatos en productividad varían por región (EE.UU. vs UK), el premio en salarios no es constante a lo largo del tiempo, varía por industria y por país. También, los sindicatos tendrían efectos contracíclicos en la evolución de los salarios, mitigando sus caídas en periodos recesivos. Finalmente, se ha observado un aumento de la brecha salarial que más que responder a participación sindical obedecería al avance tecnológico por sector productivo, entre otros aspectos.

Algunos de estos aspectos, junto con otros elementos relacionados a la Reforma Laboral que se discute en Chile, fueron mencionados en el informe "*Reforma Laboral: una evaluación crítica*". Sin duda, ante una reforma de tal envergadura y relevancia, es necesario considerar en la discusión los efectos empíricos que ya han sido encontrados por la literatura para Chile y el mundo.

Tabla R 1.1

Revisión de estudios sobre efectos de los sindicatos

Trabajo	Productividad	Empleo	Salarios	Nota
Landerretche, Lillo y Puentes (2011)	-	-	Positivo	Mayor efecto positivo en salarios bajos.
Bravo, Cerda, Kutscher y Larrain (2015)	-	Negativo	Positivo	Aumento de 15% en tasa sindicalización llevaría a caída entre 45 y 65 mil empleos.
Baizán et al (2011)	-	-	Positivo	Apertura y brecha salarial: premio se explica por mayor sindicalización.
Morikawa (2010)	Positivo	Negativo	Positivo	Efectos diferenciados entre empleo a jornada parcial versus completa.
Hirsch (2007)	Nulo	Negativo	Negativo	Efectos negativos también en I+D e inversión.
Freeman y Medoff (1984)	Negativo	Negativo	Positivo	Efecto negativo sobre bienestar económico.
Blanchflower (1996)	-	Negativo	Positivo	Premios salariales habrían detenido aumento de sindicalización.
Doucouliaagos y Laroche (2003)	Mixto	-	-	Efecto positivo en productividad en UK y negativo en US.
Dustmann et al (2007)	-	-	Positivo	Para Alemania, la baja en sindicalización habría aumentado gap entre bajos altos salarios.
Chun et al (2015)	Positivo	-	-	Para Corea, la mayor productividad estaría focalizada en comercialización.
GM Chrysanthou (2010)	-	-	Positivo	Para UK, el premio en salarios es significativo para mujeres, pero no para hombres.
Menezes-Filho y Van Reenen (2003)	Mixto	-	-	Efecto negativo en US, no negativo en Europa (principalmente UK).
Blanchflower y Bryson (2002)	-	-	Positivo	Mayor efecto en US que en UK. El "wage premium" no es constante en el tiempo. En países donde beneficios sindicales se entregan a no sindicados, el premio no es significativo.
Blanchflower y Bryson (2003)	Negativo	Negativo	Positivo	Actualiza estimaciones de Freeman y Medoff (1984). El premio en salario encontrado es más bajo, contra-cíclico, difiere entre trabajadores e industrias, entre otros.
Freeman (2005)	Levemente positivo	Negativo	Positivo	Se hace cargo de las críticas recibidas a Freeman y Medoff (1984), y reestima encontrando, a grandes rasgos, efectos similares a los del libro original.
Acemoglu, Aghion y Violante (2001)	-	-	Positivo	La caída en sindicalización y aumento en gap de salarios obedece principalmente al avance tecnológico.
Hirsch (2004)	-	-	Negativo	Indica que estimación del wage gap tiene errores metodológicos para US, y que sindicatos están formados por trabajadores con habilidades similares.

Fuente: BBVA Research

4 Balance ahorro-inversión soporta visión superavitaria

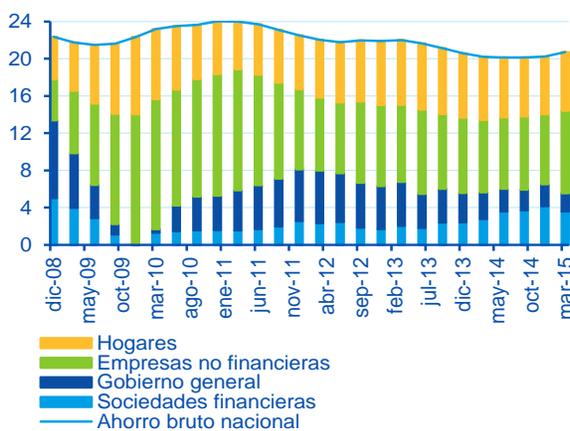
Expectativas de debilidad en demanda interna, principalmente en inversión pero también en consumo privado, anticipan una contracción real de las importaciones este año. Por su parte, menores perspectivas de demanda externa reducen nuestras estimaciones para el precio promedio del cobre y moderan el crecimiento esperado de los envíos físicos. Mantenemos visión superavitaria para la cuenta corriente en 2015 y 2016.

La cuenta corriente sigue dando cuenta de la intensidad del ajuste interno. Luego de cerrar el 2014 con un déficit de 1,2% del PIB (USD 2.995 millones), al 1T15 el saldo externo anualizado continuó moderándose hacia un déficit de 0,5% del PIB (USD 1.337 millones) y creemos que continuará durante el transcurso de los próximos trimestres hacia un leve superávit.

Aproximándonos desde el balance ahorro-inversión, vemos con claridad que la caída en la inversión ha reducido las necesidades de financiamiento agregado, mientras que a la vez la economía muestra un gradual repunte del ahorro producto de la estabilización en los ingresos -principalmente en empresas no financieras (gráfico 4.1). En este contexto, más que mayores restricciones crediticias externas, lo que observamos es un proceso de menor apalancamiento con búsqueda de recursos propios por parte del mundo corporativo no financiero para enfrentar un escenario de mayor debilidad interna.

Por su parte, al 1T15 la cuenta financiera neta muestra que el ajuste se concentra principalmente en salidas netas por el pago de préstamos -dentro de la cuenta de "otras inversiones". Mientras que la entrada neta por inversión directa y de cartera continuarán moderándose (gráfico 4.2) dada las menores perspectivas para el precio del cobre que continuarán pesando sobre las cifras de inversión en minería, con efectos de *spillover* sobre otros sectores relacionados. En este contexto aún existe espacio para continuar viendo ajustes en el saldo externo hacia niveles de un leve superávit.

Gráfico 4.1
Ahorro por sector (% PIB anual)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 4.2
Cuenta financiera neta (mn USD)



Fuente: BCCh, BBVA Research

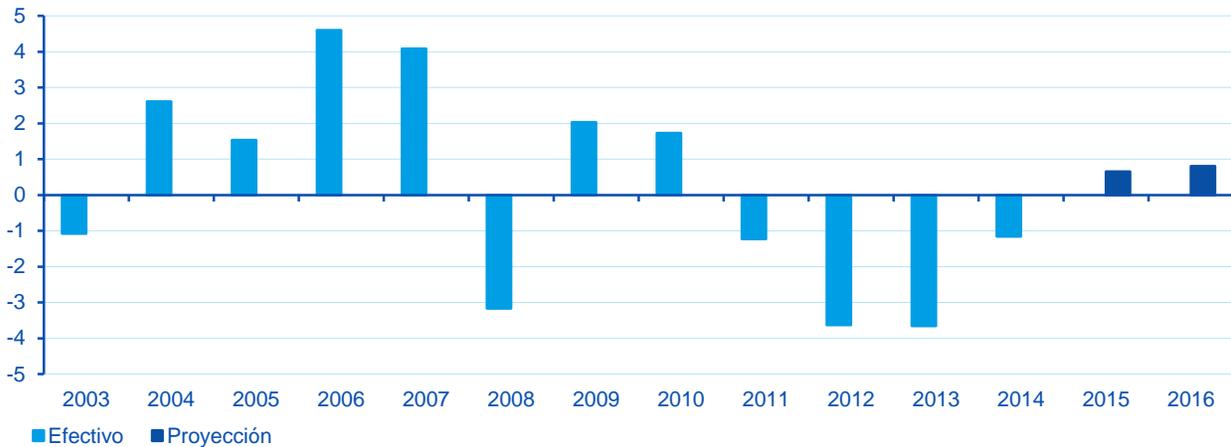
El precio del cobre ha tenido un ajuste abrupto en lo más reciente, acumulando una caída cercana a 20% en los dos meses previos al cierre estadístico de este Informe. Así, la libra del metal pasó de cotizarse en niveles de

US\$ 2,9 la libra a mediados de mayo a romper a la baja la barrera de los US\$ 2,4 la libra. Dos factores parecen ser determinantes en esta evolución, por un lado el fortalecimiento global del dólar y, por otro, la creciente debilidad que exhibe la economía china y la incertidumbre que existe tanto de la magnitud como de los alcances del ajuste que está experimentando ese país, el mayor consumidor de cobre.

Hacia delante proyectamos que el precio del metal convergerá paulatinamente hacia sus niveles de largo plazo, que estimamos en torno a US\$ 2,75 la libra, sin embargo las proyecciones para el promedio de 2015 y 2016 se corrigen a la baja respecto de lo previsto hace tres meses, como consecuencia del fuerte ajuste reciente. Proyectamos para ambos años valores de US\$ 2,62 y US\$ 2,68 la libra, respectivamente. Si bien no es posible descartar escenarios en que el precio del cobre se sigue corrigiendo, la proyección considera algunos elementos que debiesen contribuir a una leve recuperación en la última parte de este año, entre ellos, el fin de las presiones apreciativas sobre el dólar una vez que se materialice el primer aumento de tasas en EE.UU.; una menor aversión global al riesgo; mayor claridad sobre el ajuste que está teniendo la economía china y el impacto de las medidas tomadas por el gobierno y, por supuesto, la respuesta de la oferta, que comenzará a reaccionar dado que una serie de proyectos mineros pequeños y medianos dejan de ser rentables a estos precios.

Con todo, y a pesar de las menores importaciones asociadas a un escenario de debilidad en demanda interna, se corrige levemente a la baja el superávit esperado en cuenta corriente a un 0,7% del PIB este año (desde 1,0%), mientras que perspectivas continúan siendo positivas para la sostenibilidad del endeudamiento externo (gráfico 4.3).

Gráfico 4.3
Saldo en cuenta corriente y proyecciones (% del PIB)



Fuente: BCCh, BBVA Research

5 Acotadas presiones inflacionarias a partir de 4T15

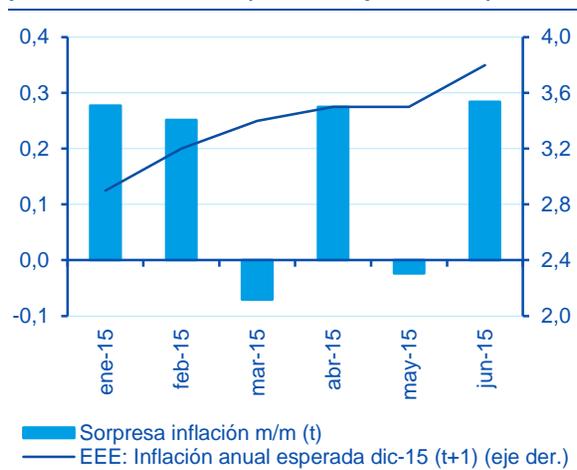
Corregimos al alza nuestra proyección de inflación para 2015 de 2,9% a 3,7% a/a. Depreciación del peso, impactos puntuales de la Reforma Tributaria y efectos indexatorios explican lenta convergencia de la inflación al rango meta. Para 2016 revisamos nuestra estimación de 3,0% a 2,7% a/a y estimamos que la inflación se ubicaría buena parte del año bajo 3%.

La fuerte depreciación que ha experimentado el CLP junto con *shocks* puntuales sobre algunos productos – vinculadas a la Reforma Tributaria– han mantenido la inflación por sobre el techo del rango de tolerancia del Banco Central. Esto sumado a ajustes al alza en tarifas de servicios ha impedido que la inflación experimente una evolución más relacionada con la débil posición cíclica de la economía, situación que esperamos se concrete de manera más intensa que lo previsto por el precio de activos desde el último trimestre de 2015.

Durante el último año la inflación ha experimentado una fuerte volatilidad sorprendiendo en numerosas ocasiones las expectativas del mercado y las nuestras. Es así como entre los meses de abril y junio las sorpresas acumularon 0,5 pp de inflación por sobre las expectativas plasmadas en las encuestas, lo cual se ha traducido en sucesivas correcciones al alza en la inflación esperada para el cierre de año (+1,1 pp desde enero) (gráfico 5.1).

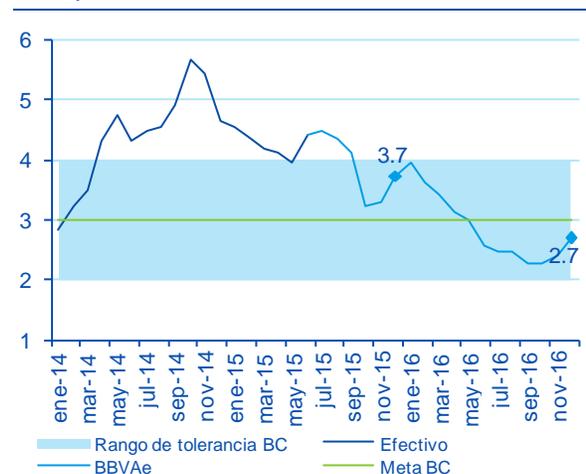
Es así como tras las sorpresas observadas durante los últimos meses y ante perspectivas de un peso más depreciado, corregimos al alza nuestra proyección de inflación a diciembre de 2015 desde 2,9% a 3,7% a/a (gráfico 5.2).

Gráfico 5.1
Sorpresa en inflación mensual y expectativas para diciembre 2015 (variación porcentual)



Fuente: BCCCh, BBVA Research

Gráfico 5.2
Proyección de inflación IPC 2015 y 2016 (var. % anual)



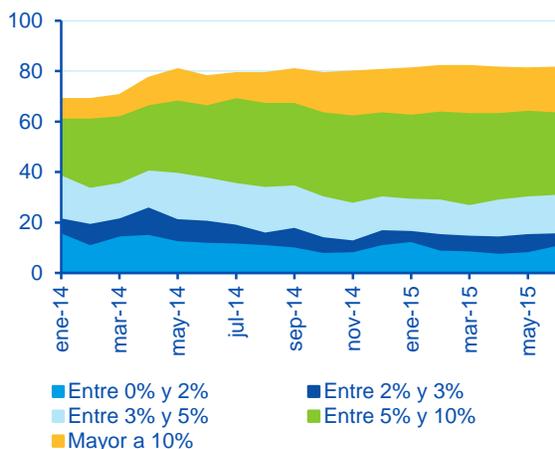
Fuente: INE, BCCCh, BBVA Research

El gráfico 5.3 muestra el porcentaje de productos que aumentan su precio en términos anuales y la magnitud de los incrementos. Se puede observar un alza importante en el porcentaje de ítems que han experimentado aumentos en sus precios en términos anuales, pasando de representar un 69% de la canasta en enero de 2014 a algo sobre 80% para el cierre estadístico de este informe, nivel en el que se ha mantenido durante todo lo que

va transcurrido del año. Sin embargo, a pesar del incremento generalizado en los precios, al observar el gráfico también se puede apreciar un aumento significativo en aquellos productos que experimentan alzas por sobre 5% a/a en desmedro de aquellos que aumentan su precio por debajo de ese nivel, lo cual indica que no solo hay más productos subiendo de precio, sino que también la magnitud de estos aumentos ha sido mayor.

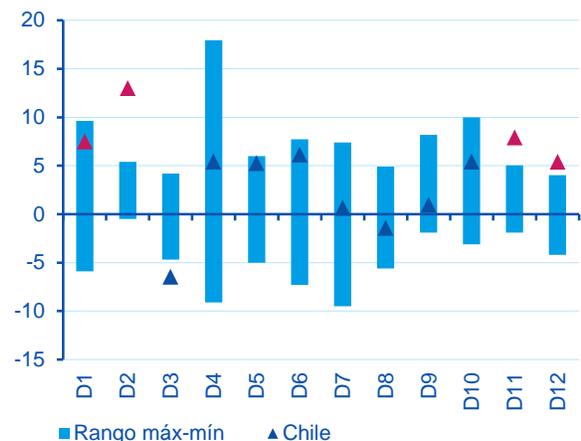
Asimismo, como se aprecia en el gráfico 5.4, cuando comparamos la canasta de IPC a nivel de divisiones con un conjunto de países desarrollados y emergentes de América Latina y Europa se aprecian evidentes desalineamientos en los registros de inflación en algunas divisiones. De esta forma, al observar el ítem de Vestuario y Calzado (D3), aunque con acotada incidencia negativa sobre la inflación total, renace la necesidad de continuar mejorando la captura de precios en dicha división. Por otra parte, destacan los aumentos que han tenido divisiones como Alimentos y Bebidas no alcohólicas (D1) junto con Bebidas alcohólicas y tabaco (D2) respecto de otros países, lo cual ubica a Chile como el país con mayor inflación en esta última división, lo que sin duda responde a los efectos de la Reforma Tributaria. Efectos indexatorios y de segunda vuelta también se aprecian en la canasta de IPC, particularmente en las divisiones de Restaurantes y Hoteles (D11) y Bienes y Servicios diversos (D12). Todo lo anterior no nos parece sostenible dada la debilidad de las condiciones económicas internas y teniendo en cuenta que la mayor parte del traspaso a precios locales de los productos afectos por aumentos en impuestos específicos por la Reforma Tributaria ya habrían concluido sus ajustes.

Gráfico 5.3
Canasta IPC: productos con aumentos en sus precios* (porcentaje del total)



*Aumentos de precios calculados respecto al mismo mes del año anterior.
Fuente: INE, BBVA Research

Gráfico 5.4
Inflación por divisiones en países seleccionados* (var. % a/a)¹



Fuente: EuroStat, ABS, INEI, DANE, IGBE, INE, BBVA Research

De esta forma, las presiones inflacionarias en lo que resta del año y el próximo serían bastante más acotadas. En lo que resta de este año la inflación debiera ceder de la mano de una demanda interna privada creciendo a tasas bajas y a un mercado laboral cada vez menos estrecho con salarios nominales creciendo a tasas menores. Estos desarrollos se mantendrían el próximo año y se sumaría una leve apreciación del CLP que ubicaría la paridad en torno a \$620 hacia fines de 2016. Lo anterior sumado a débiles presiones inflacionarias

1: Los países en la muestra son los siguientes: Bélgica, Bulgaria, Rep. Checa, Dinamarca, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Croacia, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría, Malta, Países Bajos, Austria, Polonia, Portugal, Rumania, Eslovenia, Eslovaquia, Finlandia, Suecia, Reino Unido, Islandia, Noruega, Suiza, Estados Unidos, Australia, Perú, Colombia y Brasil.

externas permitirá que la inflación se mantenga durante gran parte del próximo año fluctuando bajo 3% y cerrando a diciembre en 2,7% a/a. Sin embargo, y dada la alta volatilidad que ha mostrado la inflación en el último año, hemos elaborado un escenario de riesgo para la proyección de inflación 2016 en base a trayectorias alternativas para el precio del petróleo y tipo de cambio peso/dólar.

Descripción del escenario de riesgo

El escenario base considera una moderada recuperación en el precio del petróleo WTI respecto de los niveles actuales hacia niveles cercanos a 68 US\$/bll para fines de 2016, lo cual es consistente con una trayectoria apreciativa del CLP hacia \$620 por dólar para fines del próximo año. Con esto, tal como se describe en la sección anterior, la inflación anual experimentaría una desaceleración, principalmente desde fines de 2015, para terminar el año 2016 con un registro en torno a 2,7% a/a. Por su parte, un escenario de riesgo considera que, al cierre de 2016, el precio del petróleo se ubica en torno a US\$ 51, mientras que el tipo de cambio se ubica en torno a \$670.

Incluso en un escenario de riesgo como el planteado, la inflación tanto promedio como al cierre del 2016 se ubicaría entre un 0,2% a un 0,5% sobre lo esperado en el escenario base. Los detalles tanto de los supuestos como de los resultados se presentan en la Tabla 5.1.

Tabla 5.1

Escenario de riesgo para la inflación 2016

	Base	Riesgo
Precio WTI (USD/bll, fdp)	68,4	51,2
Precio WTI (USD/bll, prom)	64,7	51,2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	620	670
Tipo de cambio (vs. USD, prom)	631	670
Inflación (% a/a, fdp)	2,7	2,9-3,2
Inflación (% a/a, prom)	2,9	3,1-3,4

Fuente: BBVA Research

6 Cambios en el escenario macro abren espacios para nuevos recortes de la tasa de instancia

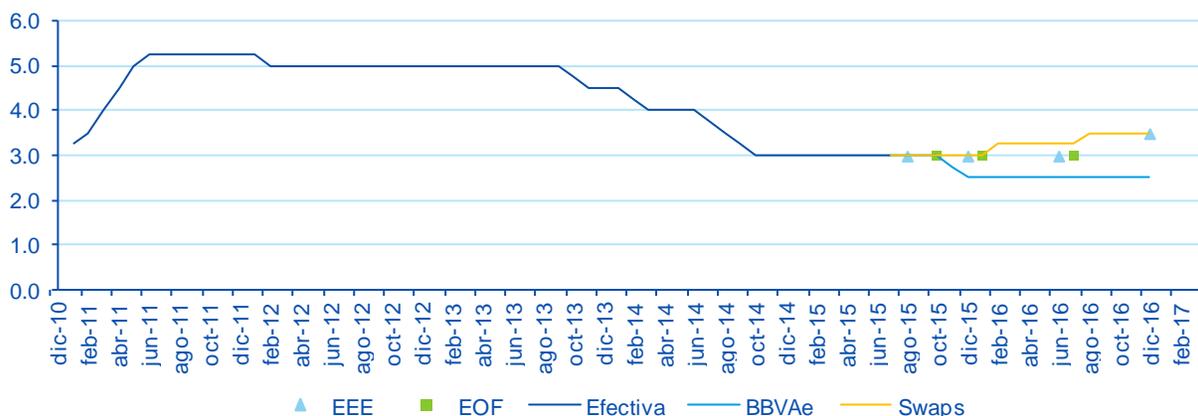
Concreción de escenario de riesgo para la actividad abre espacios para al menos dos recortes de 25 puntos base en la tasa de instancia, los que se concretarían a fin de este año o a inicios del próximo. Estímulo se mantendría durante todo 2016.

El escenario macroeconómico ha evolucionado de manera inesperada en los últimos meses, lo que representa un desafío mayor para la conducción de la política monetaria. Por un lado, la inflación ha mostrado una resiliencia mayor a la esperada y por otro, la actividad económica no se ha recuperado como se esperaba. A pocas semanas de publicar el Informe de Política Monetaria de junio, el Banco Central (BC) debió reconocer que el escenario estaba desactualizado, principalmente en lo referido al crecimiento del PIB, para el cual estimó un rango entre 2,25% y 3,25% (BBVAe: 2,2%). Algo similar ocurrió para la estimación de 2016, en la que implícitamente el BC estimó que el crecimiento se ubicaría a fin de año alrededor de 4% o más, lo que hoy se ve muy poco probable (BBVAe: 2,7% en 2016). Todo lo demás constante, este cambio en las perspectivas de crecimiento habría tenido un impacto de primer orden sobre la política monetaria, es decir, hubiese gatillado de forma casi automática una visión más *dovish* para la política monetaria. Sin embargo, la evolución de la inflación, por sobre lo esperado, ha dificultado el reconocimiento por parte del BC de la necesidad de un mayor impulso monetario.

En este contexto, el mercado se ha movido inicialmente a postergar los aumentos de tasas de interés e incipientemente se han sumado algunas voces que proyectan recortes. Al cierre de este informe, los precios de los activos anticipan dos aumentos alzas de 25 puntos base el próximo año, uno en torno a abril y otro hacia fines de año, mientras que las encuestas proyectan una mantención de la TPM en 3% por los próximos doce meses y un alza de 50 puntos base en 18 y 24 meses (gráfico 6.1)

Gráfico 6.1

TPM efectiva y estimada y trayectorias implícitas en swaps y encuestas (porcentaje)



*EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile con datos a julio de 2015.

EOF: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central de Chile con datos a la segunda semana de julio de 2015.

Fuente: BCCh, BBVA Research

Entendemos la dificultad que significa para el BC con metas de inflación convivir con una inflación que en junio completó 15 meses por sobre el rango de tolerancia de la meta de inflación, por lo que comprendemos que no se quiera comprometer con un mayor estímulo monetario, a pesar de la decepcionante evolución de la actividad económica. Sin embargo también consideramos que no existen factores de demanda relevantes que estén explicando esta mayor persistencia inflacionaria, sino más bien esta se relaciona con los efectos de la depreciación cambiaria, las alzas de impuestos y los efectos de segunda vuelta de la alta inflación pasada, factores que perderán relevancia en la medida que avance el año. Una vez que disminuya la influencia de estos efectos, la economía quedará con pocas presiones inflacionarias, dadas las muy débiles perspectivas para la demanda interna tanto privada como pública, pero también con muy pocas presiones inflacionarias importadas. Estimamos que ese momento será propicio para que el BC reconozca la necesidad de un mayor estímulo monetario, lo que debería ocurrir hacia fines de este año o a inicios del próximo.

En efecto, si la inflación se mueve rápidamente hacia 3% o menos, la tasa de política monetaria (TPM) actual dejará de ser expansiva si se mide en términos reales, pero no solo eso, sino que además diversas estimaciones para la tasa de interés neutral indican que en los últimos años esta ha caído significativamente y se ubica en niveles cercanos a 4% (ver [Recuadro 2](#)). Siendo así, la mantención de la TPM en 3% no sería suficiente para devolver la inflación a la meta en una economía que por tres años consecutivos crece por debajo de su potencial. En este contexto, consideramos que es necesario, una vez que la inflación se mueva más decididamente hacia 3%, que el BC retome los recortes de la TPM en al menos 50 puntos base, lo que además de contribuir a reducir el costo de financiamiento privado y generar un impulso al consumo y a la inversión, permitirá sostener un tipo de cambio depreciado que apoye la recuperación económica sustentada en sectores exportadores transables, distintos de la minería. No descartamos que los recortes de la TPM sean mayores a los considerados en este informe, pero solo en el caso que la inflación ceda más de lo previsto. Para 2016 proyectamos que la TPM se mantenga en 2,5% y que en 2017 inicie un gradual proceso de normalización hacia niveles de 4,25%.

Recuadro 2. Política monetaria no sería tan expansiva como se estima

Re-visitamos la estimación de la tasa de interés neutral para Chile, variable esencial para entender la intensidad y magnitud del estímulo monetario durante el ciclo. Asimismo, es el punto de partida para acercarse al precio justo o *fair value* de diversos activos financieros a plazos medios y largos. No obstante, dada su naturaleza de inobservable, tiende a estar sujeta a errores o sesgos de medición. Por lo anterior, utilizamos diversas aproximaciones para estimarla.

Las últimas estimaciones para Chile, de acuerdo a Fuentes y Gredig (2008), apuntaban a una estimación media de 2,70% para la tasa de interés real neutral –con un rango de entre 2,10% y 3,50%. En dicho trabajo –e incluso en estimaciones previas para Chile como las de Calderón y Gallego (2002)– ya se evidenciaban caídas desde los años 90's en los valores estimados para este inobservable.

Por otro lado, existiría evidencia adicional como para justificar que dichos retrocesos en las estimaciones continuaron posterior a la crisis sub-prime. En este contexto, el límite de las tasas externas en cero como antesala a los cambios de régimen en la conducción de la política monetaria en mundo desarrollado, hacen que este ejercicio sea particularmente interesante para una economía pequeña y abierta al comercio y flujo de capitales como Chile, en particular por los efectos tanto permanentes como transitorios que estarían detrás de los bajos niveles de tasas internacionales post-crisis.

Dado que Chile ya ha implementado exitosamente un esquema creíble de metas de inflación explícita con flexibilidad cambiaria, tomaremos como un dato que la inflación anual de largo plazo se ubica en 3%. Así, el componente no observable que intentaremos estimar se acota únicamente a la tasa de interés real neutral (TIRN).

Estimaciones para la TIRN en Chile

Las metodologías utilizadas se detallan, en términos generales, a continuación²:

- (a) *Perspectiva de precio de activos*: La aproximación más simple considera la aplicación de filtros para las series históricas de los BCU5 y BCU10.
- (b) *Modelos de consumo*: Linealizando condiciones de primer orden de un modelo de consumo intertemporal –con y sin hábitos de consumo– se estiman los parámetros relevantes que permiten capturar la tasa de interés real de equilibrio.
- (c) *Productividad del capital*: Esta aproximación considera estimaciones de la productividad marginal del capital como proxy para el interés real neutral. Se simula bajo el supuesto de una función de producción con rendimientos constantes a escala.
- (d) *Reglas de Taylor*: En base a la estimación de una regla de Taylor *forward looking* de ajuste parcial se captura la TPM real de equilibrio. Se utilizan dos especificaciones, esto es, controlando o no por el nivel de tasas de corto plazo externas.

Los resultados arrojan un rango estimado para la tasa de interés real neutral entre 0,2% y 2,1% (ver Tabla R2.1). Todas las aproximaciones dan cuenta de retrocesos significativos en la tasa neutral que apuntarían a que la TPM nominal neutral estaría más cerca de 4% que de 5%. En este contexto, la TPM en 3% puede no ser lo suficientemente expansiva.

Por otro lado, si bien los espacios para una política fiscal marcadamente contra-cíclica se habrían agotado, disentimos con el Banco Central respecto a que la política monetaria también habría concluido su labor estimulativa, ya sea manteniendo la TPM por un tiempo prolongado, o bien, materializando mayores recortes de la TPM.

2: Para un mayor detalle metodológico ver [Observatorio Económico Chile: Tasa de interés neutral: la política monetaria no sería tan expansiva como se estima](#).

Tabla R2.1

Estimaciones para la TIRN

Metodología	Rango TIRN	Media TIRN	Tasa interés nominal neutral
(a) Perspectiva de precio de activos	[1,69;1,89]	1,79	4,79
(b) Modelos de consumo	[1,43;1,95] [0,72;0,98]	1,69 0,85	4,69 3,85
(c) Productividad del capital	[1,09;2,06]	1,58	4,58
(d) Reglas de Taylor	[0,22;0,83] [0,15;0,80] [0,46;1,19]	0,53 0,48 0,83	3,53 3,48 3,83
Resultados generales	[0,15;2,06]	0,85	3,85

Fuente: BBVA Research

7 Política fiscal y convergencia a balance estructural: menor incidencia en el crecimiento a partir de 2016

Mayor estrechez fiscal condiciona compromiso de convergencia a balance estructural y reduce la contribución esperada del gasto al crecimiento del PIB desde el próximo año. El crecimiento del gasto 2016 alcanzaría 4,5%, y la situación de 2017 en adelante se ve aún más estrecha.

Recientemente, el gobierno actualizó sus proyecciones para 2015, enunciando un déficit fiscal efectivo de 3,0% del PIB y un crecimiento real del gasto de 8,8%. En BBVA Research estimamos que, dado el ritmo de ejecución de algunos ítems de ingreso, estos deberían resultar mayores a lo proyectado por la autoridad y, por otra parte, dado un criterio histórico de ejecución de la inversión pública, el nivel de gasto podría ser algo menor a lo esperado por el Fisco. Por lo anterior, nuestra proyección es de un déficit efectivo de 2,8% del PIB, y un crecimiento real del gasto de 7,7%. Similar diagnóstico es aplicable al déficit estructural, donde el gobierno publicó una proyección para 2015 de 1,1% del PIB, y nosotros proyectamos un déficit de 0,6% del PIB (tabla 7.1).

Para 2016 la situación fiscal se espera mucho más estrecha. En el caso del balance efectivo, las deterioradas cifras de crecimiento y precio del cobre acotan el crecimiento de los ingresos tributarios y los relacionados a la minería. Será gracias a la Reforma Tributaria (RT), principalmente vía el aumento en la tasa de Primera Categoría (empresas) de 21% a 22,5%, que el total de ingresos alcanzaría una tasa de crecimiento real de 5,6%. Cabe recordar que, de acuerdo a las estimaciones originales del Ministerio de Hacienda, el aporte marginal de la Reforma Tributaria en 2016 sería de 0,87% del PIB (aporte bruto de 1,84% del PIB). En nuestro escenario base, estimamos que dicho aporte marginal se concretará en su totalidad, dada la eficacia recaudatoria que, hasta el momento, ha mostrado el Fisco en la implementación de la RT. Sin embargo, este es un elemento de riesgo bajista que no debe dejar de sopesarse.

Tabla 7.1

Principales variables macroeconómicas (porcentaje)

	2015 Min. de Hacienda	2015 BBVA	2016 BBVA
Variables macroeconómicas			
PIB (var. a/a)	2,5	2,2	2,7
Demanda interna (var. a/a)	2,0	1,6	2,7
IPC (var. prom. a/a)	3,9	4,1	2,9
Tipo de cambio (promedio)	630	642	631
Precio cobre (US\$/lb)	275	262	268
Precio molibdeno (US\$/lb)	8,2	8,1	8,3
Variables fiscales			
Crecimiento del gasto (var. a/a)	8,8%	7,7%	4,5%
Balance efectivo (% del PIB)	-3,0%	-2,8%	-2,6%
Balance estructural (% del PIB)	-1,1%	-0,6%	-0,8%

Fuente: BBVA Research

¿Qué esperar para el gasto en 2016? El crecimiento del gasto total estará determinado tanto por los parámetros estructurales que los Comités independientes entreguen como por la meta de déficit estructural que el gobierno fije. Respecto de los primeros, todo hace prever que tanto el PIB tendencial como el precio de cobre de referencia serán ajustados a la baja. Así, mientras el Comité entregó para 2015 un PIB tendencial que crecía 4,3%, estimamos preliminarmente que el crecimiento para 2016 será cercano a 3,8%, el cual a la vez se calculará sobre una base de PIB tendencial 2015 menor a lo entregado por el Comité el año pasado. En otras palabras, el ajuste en el nivel del PIB tendencial será significativo, e iría más allá del recorte en la tasa de crecimiento. En términos de brechas, mientras para el presente año será de 4,1%, para el próximo año se reducirá hasta 2,7%³. Por otra parte, con respecto al precio de referencia del cobre, aún cuando el precio *spot* entrega un bajo punto de partida, estimamos que se ponderarán los menores superávits proyectados para el mercado del cobre en el mediano plazo, lo que ayudaría a mantener el precio de referencia en torno a USD/lb 3,0. A esto se suma un precio de referencia del molibdeno que debería ajustarse a la baja desde el actual USD/lb 16,14 a algo cercano a USD/lb 12,7. Todo lo anterior reduciría el potencial de crecimiento de los ingresos estructurales en cerca de USD 2.000 millones.

Respecto de la meta, a nuestro entender, existiría un mayor margen de maniobra que le permitiría al gobierno entregar más espacio al crecimiento del gasto. Aunque en nuestro escenario base el déficit estructural de 2015 cerrará en 0,6% del PIB, estimamos con baja probabilidad que el gobierno modifique sustantivamente su escenario fiscal con respecto a lo presentado en el pasado mes de julio. Así, si el déficit estructural para 2015 que presenta el gobierno en septiembre es nuevamente 1,1% del PIB, existe espacio para una meta de déficit estructural algo por debajo a dicha cifra y aún así mantener una senda de convergencia. Evaluamos que el déficit estructural que podría presentar el gobierno en este escenario es de 0,8% del PIB, lo que permitiría: 1) mantener el compromiso de convergencia a balance estructural en 2018⁴, 2) alcanzar una tasa de crecimiento del gasto en 2016 de 4,5%, y 3) exhibir un déficit efectivo de 2,6% del PIB, nivel que es factible financiar sin recurrir a liquidación de fondos soberanos.

De todas maneras, la contribución del gasto público al crecimiento en 2016 se verá mermada. Como se observa en el gráfico 7.1, la incidencia del consumo de gobierno en el crecimiento del PIB, después de mantenerse relativamente constante en años anteriores, mostró un aumento en 2014 que se prolongaría solo durante 2015, para volver a registros históricos en 2016. El supuesto es que, después de un crecimiento del gasto corriente sobre 6% este año, el aumento en 2016 se ubicaría en 5%, una reducción moderada, reconociendo que el gasto corriente posee mayor persistencia respecto al de capital. Sin embargo, bajo este escenario, la inversión pública pasaría de crecer 14,5% real en 2015, a aumentar solo 2,1% el próximo año, disminuyendo significativamente su incidencia en el crecimiento del PIB.

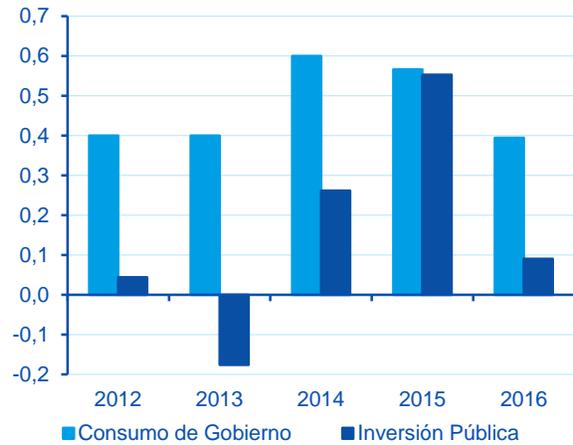
Finalmente, para el mediano plazo, el escenario fiscal es aún más estrecho. La reducción de los parámetros de referencia también afectará los ingresos estructurales de 2017 en adelante. Si bien se cuenta con los mayores recursos que inyectará la Reforma Tributaria (donde aún está en evaluación el nivel de eficacia recaudatoria que se alcanzará en estado de régimen), el gobierno debe confrontar las presiones del gasto con el compromiso de avanzar en la reducción del déficit estructural. Estimamos que, bajo un escenario de convergencia al balance estructural en 2018, el crecimiento promedio del gasto 2017-2019 solo alcanzaría a 3% (gráfico 7.2). Esta cifra, a nuestro entender, no sería consistente con los mayores niveles de gasto en los que el gobierno debiese incurrir para cumplir con sus compromisos de programa. Por lo tanto, seguiremos con mucha atención qué

3: La brecha es positiva porque se define como la diferencia entre el PIB tendencial y el efectivo y actualmente el PIB efectivo es inferior al tendencial.

4: En declaraciones a la prensa, el Ministro de Hacienda ha esbozado la posibilidad de no converger a balance estructural en 2018, pero sí avanzar en esa dirección e incluir en esta trayectoria metas anuales para el déficit estructural.

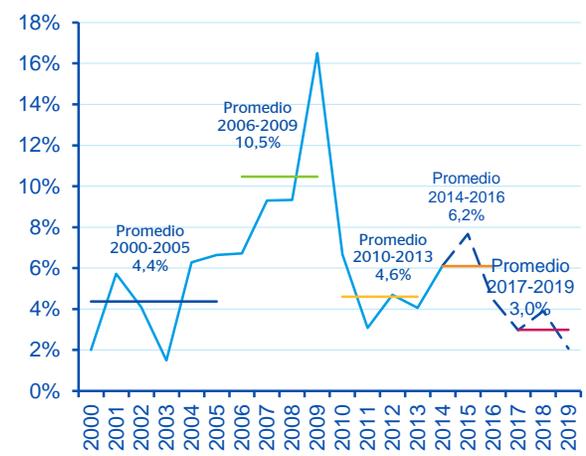
opción se privilegiará: financiar los gastos comprometidos relacionados al programa de gobierno o cumplir, incurriendo en costos no menores, con la meta de balance estructural. Muy probablemente se optará por una estrategia mixta, que renuncie solo parcialmente a ambos objetivos.

Gráfico 7.1
Estimación de incidencias en crecimiento del Consumo de Gobierno y la Inversión Pública



Fuente: Banco Central, Dipres, BBVA Research

Gráfico 7.2
Crecimiento del gasto público y promedios por periodo 2000-2019 (balance estructural en 2018)



Fuente: Dipres, BBVA Research

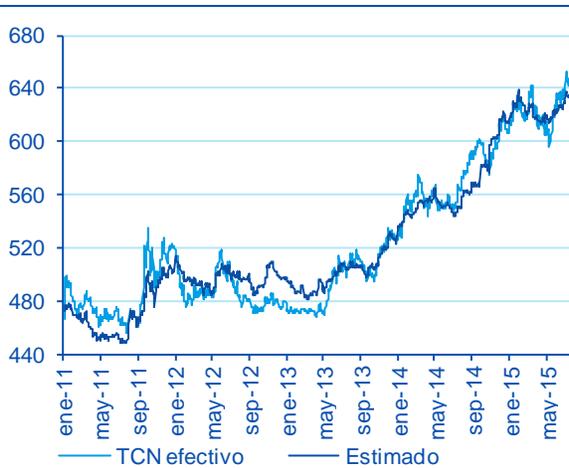
8 Presiones depreciativas del peso se concentrarían en el corto plazo

El peso ha continuado debilitándose respecto al USD, aunque bastante menos en términos multilaterales. El retroceso en el precio del cobre y la fortaleza multilateral del USD explican lo anterior. Las tasas de interés de mediano y largo plazo han mostrado volatilidad como respuesta a variaciones en las tasas externas pero sus niveles no distan de los observados en abril pasado. El mercado ha internalizado una mantención prolongada de la TPM.

Nuestra expectativa de apreciación del peso respecto al dólar que anticipamos en el Situación anterior se cumplió. El tipo de cambio se ubicó bajo \$600/USD ante cifras de actividad –impulsadas por gasto público– algo mejores durante los primeros meses del año y que fueron reveladas hacia inicios del segundo trimestre. Sin embargo, la economía no ha logrado recuperar el gasto privado y han comenzado sorpresas negativas en actividad para los meses de abril y mayo. En ese contexto, y junto a la fortaleza del USD y caída del cobre, el peso-dólar ha vuelto a subir alcanzado niveles en torno a \$670 por dólar al cierre de este informe. Esta depreciación del peso respondería en parte importante a los factores anteriores, pero no es posible descartar algún grado de desalineamiento cambiario respecto de sus fundamentales (gráfico 8.1).

El tipo de cambio experimentó una depreciación multilateral 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 en un contexto en que el déficit de cuenta corriente se ha cerrado casi completamente. Es así como vemos espacios acotados de depreciación adicional de la moneda, aunque prevemos que el peso permanecería depreciado en una perspectiva histórica por un tiempo prolongado.

Gráfico 8.1
Tipo de cambio efectivo y estimado* (\$/US\$)



*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
Tipo de cambio multilateral y tipo de cambio \$/USD (ene-13=100)



Fuente: BCCh, 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 ese mes, observamos renovado apetito por el peso por parte de no residentes coincidente con apreciaciones que ubicaron el peso-dólar bajo \$600 algunos días de mayo (Fase I). La caída posterior del cobre y cifras de actividad locales que han decepcionado llevaron a nuevos castigos en monedas emergentes, y desarme de posiciones apreciativas por parte de extranjeros (Fase II) (gráfico 8.3).

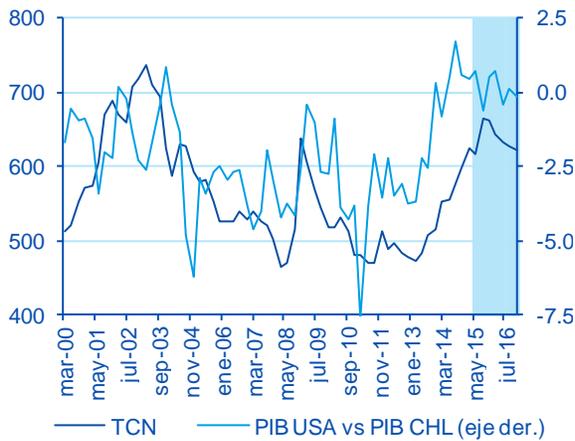
Gráfico 8.3
Posición neta en el mercado derivado externo y tipo de cambio nominal (millones de US\$, \$/US\$)



Fuente: BCCh, Bloomberg, BBVA Research

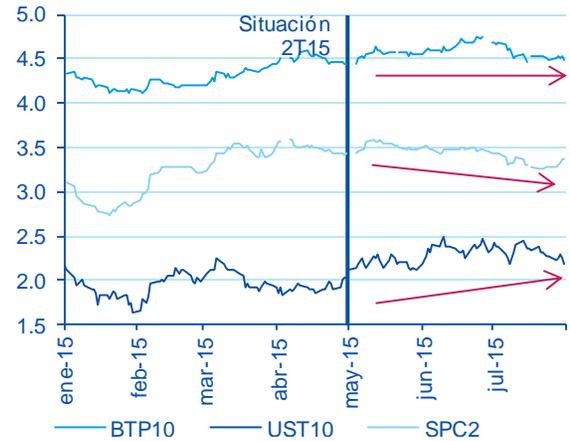
Tal como indicamos en el Informe pasado, el tipo de cambio mostró fortaleza bilateral respecto al dólar y multilateral respecto a otras monedas de la mano de mejores cifras de actividad y menor diferencia de crecimiento respecto a EE.UU. (gráfico 8.4). Sin embargo, los mismos factores que apoyaron esta fortaleza se han revertido con sorpresas negativas en actividad.

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



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

Gráfico 8.5
Treasury 10y, BTP10 y swap CLP2y (porcentaje)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Por otro lado, luego de aumentos importantes en las tasas de interés *benchmark* en \$ y UF vinculados a las alzas en las tasas externas, se han observado reversiones hacia niveles similares a los de abril pasado (gráfico 8.5). Lo anterior sería explicado por la expectativa de un proceso de normalización bastante menos agresivo por parte del Banco Central ante cifras de actividad inferiores a las esperadas y que se ha reflejado en caídas en las tasas de interés *swaps*. El mercado financiero, incluso con sorpresas positivas inflacionarias, estaría ponderando presiones inflacionarias acotadas de mediano plazo consistentes con un proceso de normalización local que sería bastante más lento con 1 o 2 alzas de 25 pb. en el transcurso del 2016. Nuestra expectativa es que quedarían aún espacio para caídas en las tasas *swaps* nominales dado que prevemos recortes en la TPM tarde este año.

9 En parte importante, riesgo de lenta recuperación de confianzas se ha concretado

El proceso de reformas en curso ha introducido grados adicionales de incertidumbre castigando la senda de recuperación de las confianzas empresariales y de consumidores. En el ámbito externo los riesgos siguen vinculados a China y al retiro del estímulo monetario en EE.UU.

Las mejores cifras de actividad que mostró la economía chilena desde fines del año pasado hasta los primeros meses del 2015, sumado al positivo efecto que generó el descenso del precio del petróleo en los presupuestos familiares y en los costos de las empresas, permitieron cierta estabilización en terreno negativo de los indicadores de confianzas. Sin embargo, las cifras de actividad han vuelto a decepcionar en un contexto de nuevos castigos a las expectativas de consenso para el crecimiento del 2015-2017.

Ante el evidente deterioro en las expectativas y cifras de actividad peores a lo esperado el Gobierno ha realizado un ajuste ministerial que intenta recomponer las confianzas y guiar adecuadamente las reformas, focalizando los esfuerzos hacia perfeccionamientos en la Reforma Tributaria y Laboral. También ha existido consenso político transversal de que no estarían dadas las condiciones para emprender procesos constituyentes ambiciosos, privilegiando la recuperación del crecimiento. Nuestra visión es que estos aspectos han sido bienvenidos por el sector privado pero los procesos de inversión responderían lento por la naturaleza misma de su concreción, más aún en un ambiente internacional que es desafiante para exportadores de *commodities*. Con todo, vemos un repunte lento de las confianzas que consideramos consistente con una contracción de la inversión privada el 2015 y un crecimiento muy acotado de este componente del gasto el 2016. Los riesgos siguen estando inclinados a la baja en confianzas, tanto por su carácter endógeno a las cifras de crecimiento que prevemos acotadas en los próximos trimestres, como también a señales algo más concretas –al cierre de este informe ausentes– respecto a ajustes significativos a las reformas en curso.

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 algunos países de la Eurozona, en particular por el curso que tomen en lo venidero las negociaciones del Eurogrupo con Grecia que si bien en el corto plazo se han resuelto parcialmente, continúan extremadamente desafiantes para la economía griega.

10 Tablas

Tabla 10.1

Previsiones macroeconómicas

	2012	2013	2014	2015	2016
PIB (% a/a)	5,5	4,2	1,9	2,2	2,7
Inflación (% a/a, fdp)	1,5	3,0	4,6	3,7	2,7
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	477	529	613	653	620
Tasas de interés (% fdp)	5,00	4,50	3,00	2,50	2,50
Consumo Privado (% a/a)	6,1	5,9	2,2	2,0	2,3
Consumo Público (% a/a)	3,5	3,4	4,4	4,4	3,0
Inversión (% a/a)	11,6	2,1	-6,1	-2,7	1,5
Resultado Fiscal (% PIB)	0,6	-0,6	-1,6	-2,8	-2,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,6	-3,7	-1,2	0,7	0,8

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	2,4	4,2	628,5	3,00
T2 15	1,6	4,4	630,0	3,00
T3 15	2,8	4,1	677,0	3,00
T4 15	2,1	3,7	653,2	2,50
T1 16	2,1	3,4	640,6	2,50
T2 16	2,6	2,6	630,4	2,50
T3 16	2,4	2,3	624,8	2,50
T4 16	3,6	2,7	619,8	2,50

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
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías

Emergentes
Alvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
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

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
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