

# Situación Chile

4º TRIMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE CHILE



01 Revisamos a la baja las proyecciones de crecimiento en 2015-2016. Para el próximo año proyectamos un crecimiento de 2%, con sesgo a la baja.

02 A los conocidos riesgos externos y de confianza, se agrega la posibilidad de un aporte negativo de la minería al PIB el próximo año.

03 Inflación convergerá hacia 3% durante 2016 de la mano de una demanda interna débil y menores presiones cambiarias.

04 TPM con pocos espacios para alzas adicionales. No es posible descartar escenarios de reversión de dichas alzas.

## Índice

|  |    |
|--|----|
| 1 Editorial  | 3  |
| 2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016   | 5  |
| 3 La economía se encamina a un tercer año de crecimiento en torno a 2% en 2016. La inversión seguirá siendo el principal ausente           | 7  |
| 4 Sin desbalances externos: cuenta corriente en equilibrio en 2015-16  | 10 |
| 5 Acotadas presiones inflacionarias de 4T15 se mantendrían en 2016   | 13 |
| Recuadro 1. Inflación “perecible”: riesgo de reversión en noviembre y diciembre  | 15 |
| 6 Alza de tasa de octubre no sería el inicio de un proceso de incrementos consecutivos   | 17 |
| 7 Política fiscal: convergencia a balance estructural podría postergarse incluso después de 2020   | 19 |
| Recuadro 2. Adecuado cambio metodológico en la regla fiscal pero que siembra dudas sobre el cumplimiento de la meta de balance estructural | 22 |
| 8 El tipo de cambio tendría acotado espacio para depreciaciones adicionales  | 24 |
| 9 Riesgo de lenta recuperación de confianzas se ha concretado y persisten los riesgos externos   | 27 |
| 10 Tablas  | 29 |

**Fecha de cierre: 6 de noviembre de 2015**

# 1 Editorial

**Revisamos a la baja las proyecciones de crecimiento en 2015-2016. Para el próximo año proyectamos un crecimiento de 2%, con sesgo a la baja.** El escenario externo relevante para la economía chilena se ha deteriorado y las perspectivas de crecimiento de mediano plazo se han ajustado a la baja. Menores estímulos monetario y fiscal, la menor actividad minera e indicadores de confianza que siguen en terreno pesimista, dificultarán un mayor crecimiento el próximo año.

**Pese al descenso del precio del cobre, la economía se encuentra sin desequilibrios externos.** Revisamos a la baja la proyección del precio del cobre este año y el próximo a US\$ 2,51 y US\$ 2,37, respectivamente. En este contexto, la economía presentaría superávits acotados de cuenta corriente, equivalentes a 0,3% del PIB en 2015 y 0,2% del PIB en 2016.

**Inflación 2015 cerraría en 4,5% mientras que para fines de 2016 proyectamos 3,1%.** La debilidad de la demanda interna, menores presiones cambiarias, la reversión del precio de los alimentos perecibles y caídas adicionales en el precio de los combustibles serán factores que generarán un alivio inflacionario en lo que resta del año y el próximo.

**Alza de tasa de octubre no sería el inicio de un proceso de incrementos consecutivos. TPM no debiese subir más allá de 3,5% en los próximos tres a seis meses.** Un escenario en que el crecimiento se mantiene en torno a 2% y el tipo de cambio no sufre depreciaciones adicionales relevantes, es compatible con la mantención de la TPM en su nivel actual o a lo sumo un alza adicional. No descartamos que en el transcurso del próximo año sea necesario deshacer este ajuste si la actividad económica se deteriora y/o la inflación cede con mayor intensidad de lo previsto.

**Estimamos que el gasto público crecerá 5,7% en 2016 y que el déficit fiscal será equivalente a 3,4% del PIB. Escenario complejo para las cuentas fiscales en el mediano plazo.** El balance estructural tendría que esperar incluso hasta después de 2020. Levantamos el riesgo de un nuevo empeoramiento de las cifras fiscales en 2019, considerando que la Reforma Tributaria deja de incrementar la recaudación ese año, lo que reduce los espacios de crecimiento del gasto a tasas cercanas a 1%, situación que vemos políticamente inviable.

**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.

**Ajustamos a la baja las previsiones de crecimiento mundial en 2015-2016.** El PIB mundial habría encadenado cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al registrado en promedio entre 2010 y 2014 debido, fundamentalmente, a la progresiva desaceleración de los principales países emergentes. El PIB mundial crecería 3,2% en 2015 (dos décimas menos de lo pronosticado hace tres meses), el más reducido desde 2009. Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables, con un repunte del crecimiento mundial hasta 3,5% (tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre), sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes.

**Se ha concretado el riesgo de lenta recuperación de confianzas y persisten los riesgos externos.** Los riesgos siguen estando inclinados a la baja en confianzas por su carácter endógeno a las cifras de crecimiento que prevemos acotadas en los próximos trimestres. En el ámbito externo, una desaceleración económica marcadamente por sobre la anticipada para la inversión en China –que se ha concretado parcialmente- se mantiene como el principal riesgo externo de mediano plazo. 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. Internamente se ha sumado con fuerza en los últimos meses un riesgo adicional sobre la actividad del próximo año vinculado con los ajustes de producción que se están concretando en el sector minero.

## 2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016

Según nuestras estimaciones, el PIB mundial habría encadenado cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al registrado en promedio entre 2010 y 2014 debido, fundamentalmente, a la progresiva desaceleración de los principales países emergentes, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China desencadenaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas.

De este modo, el PIB mundial crecería 3,2% en 2015 (dos décimas menos de lo pronosticado hace tres meses), el más reducido desde 2009 (Gráfico 2.1) y con una moderación del crecimiento en las economías emergentes a apenas un 4% anual, frente a un promedio superior al 5,5% en los cinco años precedentes. Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables, con un repunte del crecimiento mundial hasta el 3,5% (tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre), sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Con todo, la estabilización del precio de las materias primas en cotas reducidas y el repunte sostenido de las tensiones financieras en las economías emergentes (Gráfico 2.2), acompañado de salidas intensas de capitales, depreciaciones acusadas de sus divisas y un aumento de los diferenciales soberanos, ponen de manifiesto que el balance de riesgos sigue siendo bajista a escala global. Aun cuando la política monetaria en los países desarrollados pueda mitigar el impacto de un escenario de menor crecimiento, el espacio del que dispone para reactivar el ciclo económico es reducido, teniendo en cuenta los bajos niveles de tipos de interés y el elevado volumen de liquidez ya existente. La combinación de un *shock* financiero en China, que sitúe el crecimiento anual de la economía bien por debajo del 6%, con una recuperación del bloque desarrollado todavía más lenta de lo observado hasta el momento es, sin duda, un escenario de riesgo relevante, tanto por su grado de plausibilidad (limitado pero no extremo) como de severidad por su impacto potencial sobre la economía mundial en general y sobre América Latina en particular.

## EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento por el deterioro del entorno externo

Repasando el panorama en las principales áreas económicas, resulta notable la estabilización del crecimiento de EE.UU. en tasas reducidas respecto a las registradas en otras fases de recuperación. El consumo privado sigue siendo determinante en la dinámica de recuperación pero no compensaría del todo la caída tanto de las exportaciones (por la apreciación del dólar y la debilidad de las economías emergentes) como de la inversión en el sector energético. Así, el PIB crecería 2,5% en 2015 y 2016.

Los riesgos que se derivan para EE.UU. de un entorno global más desfavorable están condicionando la reacción de la Fed y el inicio de la primera subida de tipos de interés, que se produciría en diciembre. En cualquier caso, la senda de incremento de tipos de interés se espera muy gradual, con niveles de llegada a finales de 2016 probablemente inferiores a lo esperado hace un trimestre y no superiores al 1%.

## China: revisión al alza del crecimiento esperado para 2015 que no disipa las dudas sobre el ritmo de la desaceleración económica en el futuro

La posición cíclica de China constituye, sin duda, una de las principales variables a vigilar a escala global. La fuerte corrección de su mercado bursátil el pasado mes de agosto alertó de los riesgos derivados de un *shock* financiero en el país con capacidad para comprometer el crecimiento de su gasto doméstico. La magnitud de las salidas de capitales y del repunte de la volatilidad financiera derivó en una amplia batería de medidas de política monetaria encaminadas a suavizar el deterioro de las condiciones de liquidez y su potencial impacto sobre la financiación del sector empresarial, altamente endeudado. El inesperado cambio anunciado por las autoridades en el proceso de fijación del tipo de cambio y los recortes progresivos de los tipos de interés se enmarcan en este contexto, caracterizado, además, por una desaceleración progresiva de la actividad que ha situado el crecimiento del PIB por debajo del 7% interanual en el tercer trimestre.

Todo apunta a que las autoridades continuarán recurriendo a medidas de estímulo monetario (no se descartan más bajadas de tipos de interés) y al margen de política fiscal del que dispone el Gobierno central para garantizar que el crecimiento económico no cae por debajo del 6% anual. Nuestros pronósticos cifran el crecimiento en 6,9% y 6,2% en 2015 y 2016.

## Eurozona: resistencia de la demanda doméstica y BCE listo para evitar la recaída de la inflación

En la eurozona, la recuperación económica prosigue aunque no se intensifica, tal y como se preveía hace unos meses. El PIB de la eurozona podría incrementar su ritmo de avance en 2016 hasta 1,8% (apenas una décima menos que lo esperado el trimestre anterior) por la recuperación de Italia y Francia. La acentuación de los riesgos a la baja para las previsiones de inflación, en gran medida debido a la baja de los bienes importados, junto con la apreciación reciente del euro parecería impulsar al BCE a la adopción de nuevas medidas de estímulo a corto plazo, como ha anticipado.

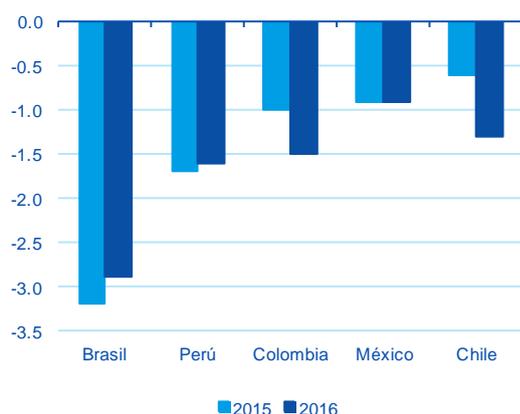
### 3 La economía se encamina a un tercer año de crecimiento en torno a 2% en 2016. La inversión seguirá siendo el principal ausente

**Proyectamos un crecimiento de 2% en 2016, con sesgo a la baja. Menores estímulos monetario y fiscal, la menor actividad minera e indicadores de confianza que siguen en terreno pesimista, dificultarán un mayor crecimiento el próximo año**

El escenario externo relevante para la economía chilena ha evolucionado peor a lo previsto en el último trimestre, principalmente como consecuencia del desempeño de grandes economías emergentes, como China y Brasil. La inminente normalización de tasas de interés de EE.UU. conjugada con un menor crecimiento en el mundo emergente ha generado salidas de capitales y aumentos de las primas por riesgos, de los cuales nuestra economía no ha estado ajena. En este contexto, las proyecciones de crecimiento de consenso para Chile se han revisado a la baja, a la par de lo que ha ocurrido con otros países de la región (Gráfico 3.1).

En el caso de Chile, volvemos a ajustar a la baja la proyección de crecimiento del PIB para este año desde 2,2% a 1,9% y el próximo desde 2,7% a 2,0% (Gráfico 3.2). El ajuste para este año es acotado y nos parece que décimas más o menos, la economía se encamina acrecer en torno a 2%. Lo más relevante es el ajuste a la baja en la proyección del próximo año, donde pasamos de esperar una recuperación relevante hace tres meses, a proyectar un tercer año de crecimiento en torno a 2%. Además, la proyección de crecimiento para el próximo año tiene sesgo a la baja, el que se asocia principalmente a los riesgos del escenario internacional y a los riesgos domésticos, vinculados por el lado del gasto con la evolución de las expectativas de empresas y consumidores y, a nivel sectorial, principalmente con los desarrollos en el sector minero.

Gráfico 3.1  
**Correcciones a proyección de crecimiento del PIB para 2015 y 2016\* (porcentaje)**



\* Corrección al mes de octubre de 2015 respecto de la proyección realizada en enero de 2015.  
Fuente: BBVA Research en base a información de Consensus Forecast.

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

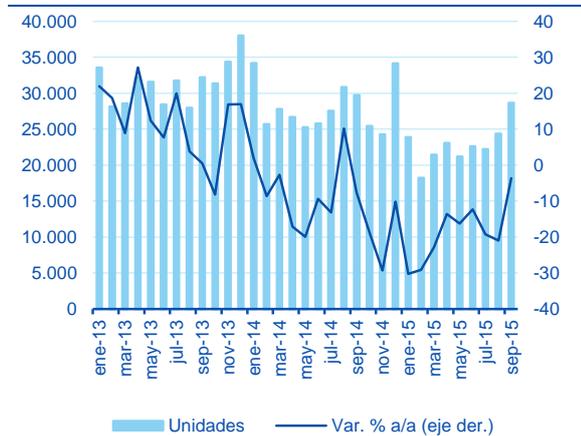


Fuente: BCCh, BBVA Research

En el margen hay algunos indicadores que dan cuenta de cierta estabilización de la economía. Si bien es prematuro y arriesgado hablar de brotes verdes nuevamente, no se puede perder de vista que las noticias económicas de los últimos meses no son todas negativas. Estas mejores señales incluyen por ejemplo, el

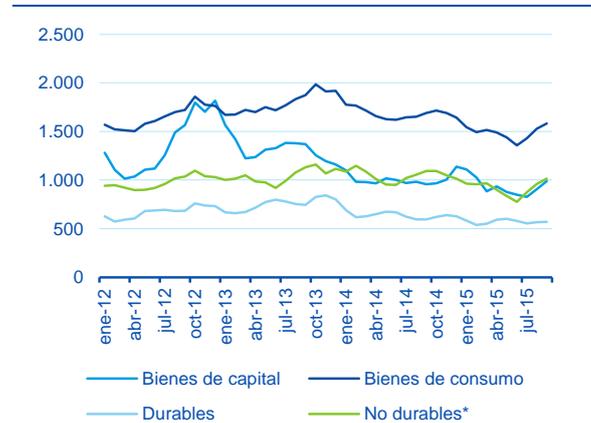
hecho que la creación de empleo privado está ganando un mayor protagonismo, la confianza empresarial ha dejado de caer y se han visto mejores señales provenientes de indicadores coyunturales como ventas de automóviles e importaciones, por mencionar algunas (Gráficos 3.3 y 3.4).

Gráfico 3.3  
**Ventas de vehículos nuevos (unidades, var. % a/a)\***



\*Ventas de automóviles nuevos reportadas por la Asociación Nacional Automotriz (ANAC). Fuente: BCCh, BBVA Research

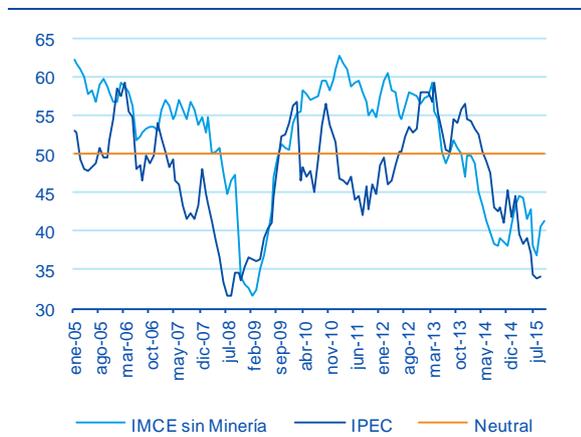
Gráfico 3.4  
**Importaciones de bienes CIF (millones de dólares, promedio móvil 3 meses)**



\* Corresponde a la suma de consumo semidurables y otros bienes de consumo. Fuente: BCCh, BBVA Research

Sin embargo, uno de los principales determinantes del menor crecimiento de los últimos dos años, la confianza de los agentes, ha continuado en terreno pesimista. Si bien la confianza de los empresarios ha mostrado ciertos indicios de recuperación en el margen, aún continúa en niveles que no se veían desde la crisis de 2008-2009 y las alzas recientes no son suficientes para garantizar una recuperación sostenida de la inversión (Gráfico 3.5). En este contexto, la inversión proyectada para los próximos años se ha continuado ajustando a la baja, según se desprende del catastro de inversión de la Corporación de Bienes de Capital y la mayor inversión pública está evitando una caída mayor de la formación bruta de capital fijo (Gráfico 3.6). Por su parte, el adelanto de inversión en construcción de viviendas visto este año para aprovechar un beneficio tributario transitorio no estará presente el próximo, poniendo un freno adicional al crecimiento de este componente del gasto. Si sumamos a lo anterior la caída proyectada de la inversión pública, vemos como el escenario más probable uno en que la inversión total no crece el próximo año, después de dos años consecutivos de caídas.

Gráfico 3.5  
**Expectativas de consumidores (IPEC) y empresarios (IMCE) (índice)**



Fuente: BCCh, Adimark, Icare, BBVA Research

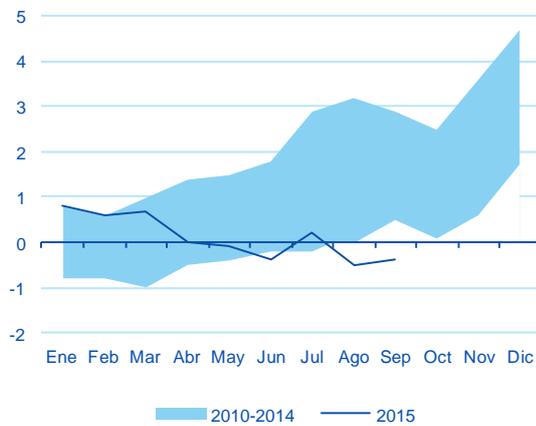
Gráfico 3.6  
**Cambio en la inversión a materializar 2T15 versus 1T15\***



\* Incluye proyectos de inversión sobre USD5 MM en Energía y USD15 MM en Inmobiliario. Fuente: Corporación de Bienes de Capital (CBC), BBVA Research

La confianza de los consumidores se mantiene en terreno pesimista y sumado al menor crecimiento de los ingresos laborales y condiciones de crédito más restrictivas, explica que el consumo privado se mantenga con un crecimiento débil, situación que proyectamos continuará el próximo año. Si bien la tasa de desocupación no ha subido como se esperaba, el mercado laboral muestra señales mixtas en términos de la creación de empleos y claramente negativas desde el punto de vista del crecimiento real de las remuneraciones (Gráfico 3.7). Como consecuencia, la masa salarial se ha mantenido estable tomando como indicador las cifras de empleo de la Encuesta de Empleos del INE, pero ha perdido dinamismo si se toman como referencia otros indicadores de empleos, como el empleo asalariado medido por la Universidad de Chile o el índice de puestos de trabajo que calcula el propio INE a partir de consultas a las empresas. Por último, las condiciones de oferta de crédito tanto para consumidores como para empresas se han deteriorado durante los últimos trimestres, lo que significa una traba adicional para el crecimiento (Gráfico 3.8).

Gráfico 3.7  
**Salarios reales: rango histórico (var. % aculada)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 3.8  
**Estándares de aprobación de créditos (indicador)\***



\* Diferencia entre el porcentaje de encuestados que perciben un fortalecimiento de las solicitudes de crédito en algún grado y el porcentaje de quienes consideraron que dichas solicitudes se han debilitado en algún grado. Valor sobre (bajo) cero indica condiciones menos (más) restrictivas.  
Fuente: BCCh, BBVA Research

En cuanto al alcance e impacto de las políticas económicas, el próximo año veremos un estímulo menor al observado este año, como consecuencia tanto del menor crecimiento previsto del gasto público, como de las mayores tasas de interés reales. Como se discute con más detalle en el capítulo 7, el menor crecimiento del gasto público previsto en 2016 incidirá negativamente en el crecimiento de la inversión total, aunque seguirá aportando al consumo de bienes y servicios, remuneraciones y subsidios.

## 4 Sin desbalances externos: cuenta corriente en equilibrio en 2015-16

**Se consolida nuestra visión de equilibrios externos. Nuevamente proyectamos cuenta corriente en torno a balance en 2015-16. Sorpresas negativas en exportaciones, principalmente mineras asociadas al retroceso del precio del cobre pero también por menores envíos físicos, nos hacen corregir a la baja la balanza comercial.**

Luego de mostrar dos trimestres consecutivos de superávit, acumulando un saldo positivo de USD1.982 millones en el primer semestre de 2015, la cuenta corriente comenzaría a mostrar saldos negativos acotados a partir del 3T15 impulsados principalmente por la caída en el precio del cobre y menores envíos físicos respecto de lo anticipado en minería y manufactura, reflejo en parte de una menor dinamismo en la demanda global, en particular de economías emergentes.

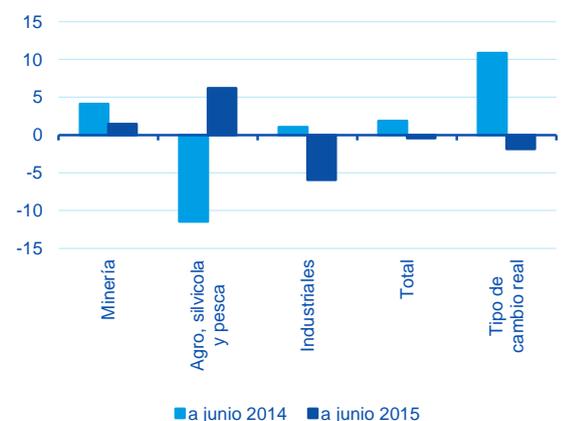
Así, la información acumulada al 2T15 (Gráfico 4.1) da cuenta que los niveles de exportación crecen más lento en sectores como minería e industria, mientras que los sectores agrícola, forestal y pesca muestran una recuperación de los rendimientos asociados tanto a la agricultura como a la pesca extractiva —esta última influenciada por el fenómeno de El Niño.

Ajustamos a la baja el precio promedio del cobre a \$2,51/libra y \$2,37/libra para este año y el próximo, respectivamente. Lo anterior, sumado a menores envíos físicos del metal y sorpresas negativas en las exportaciones manufactureras, reducen el saldo esperado para la balanza comercial. Las menores importaciones asociadas tanto a una mayor debilidad proyectada para la demanda interna como a la caída en el precio del petróleo, no alcanzarían a compensar los menores ingresos por exportaciones.

No obstante, mantenemos nuestra visión de un menor déficit en balanza de rentas asociadas a la reducción de remesas por bajos retornos de activos financieros y corporativos en el contexto de mayor depreciación del tipo de cambio. Asimismo, esto no sería una señal necesariamente alentadora para las perspectivas de crecimiento toda vez que reduce los flujos de IED asociados a la reinversión de utilidades, elemento que comenzamos a observar ya desde comienzos del 2013 y que continúa actualmente.

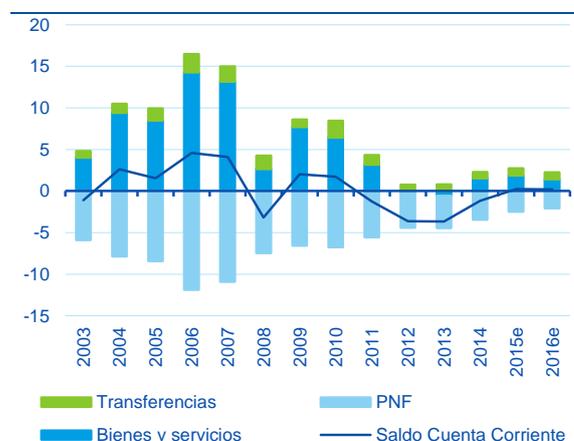
Con todo, los superávits esperados para 2015-16 se reducen a 0,3% y 0,2% del PIB respectivamente (desde niveles de 0,7% y 0,8% del PIB en cada caso), anticipando un equilibrio entre ahorro e inversión doméstica (Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1  
Índice de exportaciones (var% a/a, promedios a junio)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 4.2  
Saldo en cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BCCh, BBVA Research

## Un análisis del déficit externo estructural y sostenible

Evaluamos dos dimensiones de la cuenta corriente. En una primera aproximación consideramos la evolución de la cuenta corriente de tendencia (*CCT*) -o estructural-, es decir, el saldo externo que sería consistente con los valores para el precio del cobre y petróleo de largo plazo que se estimaban en un determinado momento del tiempo.

Por otro lado, consideramos un rango estimado para el saldo sostenible de la cuenta corriente (*CCS*), es decir, aquel déficit que no compromete la capacidad de pago de la deuda externa de Chile dado sus fundamentos macro. Para esto nos basamos en la ecuación reducida (1) para economías abiertas de este inobservable de acuerdo a lo planteado por Edwards (2005)<sup>1</sup>.

$$CCS = (g + \pi^*) \frac{PIN}{PIB} \quad (1)$$

Donde *g* es el crecimiento potencial,  $\pi^*$  es la inflación externa, y  $\frac{PIN}{PIB}$  son los pasivos internacionales netos sobre PIB. Los supuestos para la estimación tanto del rango de *CCS* como de la *CCT* se muestran en la Tabla 4.1.

1: S. Edwards, "Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly is Adjustment Likely To Be?", August 2005, NBER.

Gráfico 4.3  
**Saldo en cuenta corriente efectivo y a precios de tendencia (% del PIB)\***



\*Saldo en Cuenta Corriente proyectado para 2015.  
Fuente: BCCh, Dipres, BBVA Research

Tabla 4.1  
**Supuestos para rango de CCS y para CCT\***

|                                       | CCT       |           |
|---------------------------------------|-----------|-----------|
|                                       | 2013      | 2015      |
| Precio del Cobre (US\$/lb.)           | 2,80      | 2,40      |
| Precio del Petróleo Brent (US\$/bll.) | 80        | 47        |
|                                       | CCS       |           |
|                                       | 2013      | 2015      |
| Rango PIB tendencial (%)              | 4,5/5,4   | 3,2/4,1   |
| Inflación externa (%)                 | 2,0       | 2,0       |
| PIN/PIB                               | -40%/-20% | -40%/-20% |

\*Para realizar el ejercicio se asume que los precios de largo plazo estimados el 2015 son los observados al cierre estadístico de este informe.  
Fuente: BCCh, Dipres, BBVA Research

De los resultados se desprende que tanto la cuenta corriente efectiva como la tendencial estimada para el 2015 se reducen y evolucionan positivamente. Es más, la primera apunta a un leve superávit, mientras que la segunda ya se encuentra bastante cerca de lo que podríamos considerar como sostenible para la economía chilena.

Asimismo, si bien no podemos descartar leves presiones deficitarias en el horizonte de proyección en la medida que la demanda interna vaya recuperándose, el ajuste que ha experimentado tanto la cuenta corriente efectiva como las medidas analíticas, nos hacen pensar que Chile se encuentra en una posición privilegiada desde el punto de vista de la sostenibilidad de la deuda externa dentro de la región. Esto último es una condición necesaria para la recuperación del crecimiento económico, toda vez que esta mejor y más sólida posición externa en relación con otros países de la región, podría contener los efectos negativos para los balances del sector corporativo asociados al encarecimiento del crédito externo.

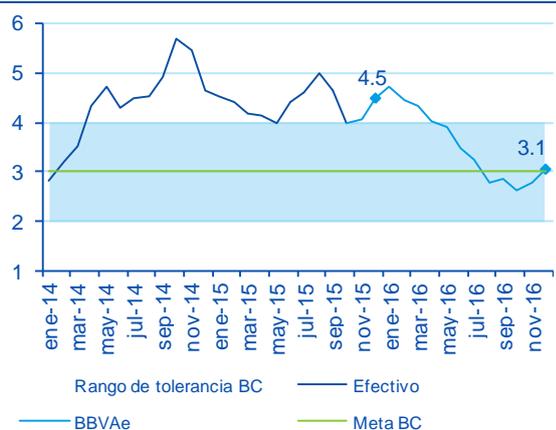
## 5 Acotadas presiones inflacionarias de 4T15 se mantendrían en 2016

**Inflación IPC 2015 cerraría en 4,5% mientras que para 2016 proyectamos 3,1%. La debilidad de la demanda interna, menores presiones cambiarias, la reversión del precio de los alimentos perecibles y caídas adicionales en el precio de los combustibles serán factores que generarán un alivio inflacionario en lo que resta del año y el próximo.**

La inflación ha sido más persistente de lo esperado, con un incremento anual que se ha mantenido sobre 4% durante todo este 2015 y ha sorprendido en numerosas ocasiones al alza las expectativas del mercado. La evolución del tipo de cambio ha vuelto a adoptar relevancia en la inflación de corto plazo generando presiones inflacionarias adicionales, mientras que el fenómeno de indexación sobre algunos ítems muy vinculados a inflación pasada -como es el caso de gastos financieros, seguro de automóvil y arriendo entre otros- ha contribuido a generar persistencia en la inflación. Es por esto que corregimos al alza nuestra proyección de inflación para 2015 desde 3,7% a 4,5% y para 2016 desde 2,7% a 3,1% (Gráfico 5.1).

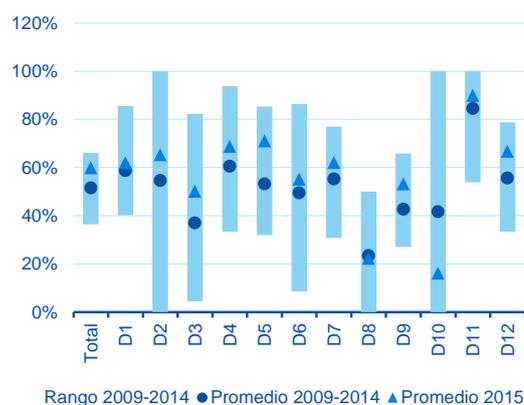
Otra consecuencia de la fuerte depreciación del peso ha sido el sostenido aumento de la difusión inflacionaria, la cual se ha ubicado en la parte alta del rango histórico o incluso por sobre este durante gran parte del año alcanzando un 60% en promedio este 2015. Por divisiones, la mayor difusión se observa en Restaurantes y hoteles (90%) seguida de Equipamiento y mantención del hogar (71%), lo cual puede explicarse por productos que están sometidos a efectos de segunda vuelta (almuerzo y desayuno consumido fuera del hogar (D11)) o que dependen del tipo de cambio (televisor, lavadora, refrigerador, entre otros (D5)). Llama la atención que todas las divisiones (a excepción de Educación (D10)) muestran niveles de difusión por sobre el promedio histórico durante este 2015, lo cual ha mantenido la inflación persistentemente sobre el techo del límite superior del rango de tolerancia del Banco Central (Gráfico 5.2).

Gráfico 5.1  
**Proyección de inflación IPC 2015 y 2016 (var. % a/a)**



Fuente: INE, BCCh, BBVA Research

Gráfico 5.2  
**Difusión inflacionaria por divisiones (% de productos con aumentos de precio respecto del mes previo)**



Fuente: INE, BBVA Research

En este contexto, la mediana de las expectativas de los agentes respecto de la inflación a 2 años plazo aumentó a 3,2% en septiembre, mientras que el porcentaje de encuestados que cree que la inflación anual se ubicaría por sobre 3% dentro de 2 años plazo aumentó considerablemente alcanzando un 65% en dicho mes según la Encuesta de Operadores Financieros (Gráfico 5.3). Esto generó preocupaciones por parte del

Banco Central respecto de los riesgos para las expectativas inflacionarias que aquello podría generar. Consecuentemente, aumentó la Tasa de Política Monetaria en 25 pb. en su reunión del mes de octubre (más detalles en el Capítulo 6).

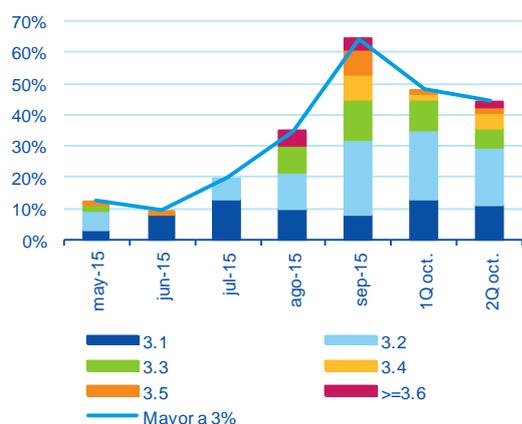
Sin embargo, y condicional a la evolución del tipo de cambio enmarcada en nuestro escenario base, existen factores de corto y mediano plazo que podrían atenuar los registros inflacionarios durante lo que resta del año y permitir que la inflación se ubique incluso por debajo de 3% algunos meses durante el segundo semestre del próximo año. En el corto plazo destaca la baja en el precio de las gasolinas a nivel internacional que continuaría generando incidencias negativas durante los próximos dos meses. Además, como ya lo anticipábamos en nuestro Situación 3T15, el precio de los alimentos ha reducido de manera importante su contribución inflacionaria con mayor claridad a partir de septiembre, lo que podría intensificarse durante lo que resta del año y comienzos de 2016 de la mano de acotados registros e incluso disminuciones en el precio de los principales alimentos perecibles (ver Recuadro 1).

Para 2016, el principal factor detrás de la convergencia de la inflación a la meta del Banco Central será la debilidad de la demanda interna donde tanto el consumo de gobierno como privado generarían acotadas presiones inflacionarias que esperamos con mayor intensidad en bienes no transables y servicios. Así, una desaceleración en el crecimiento de la masa salarial real, mantendría contenidas las presiones inflacionarias, en una primera instancia sobre algunos servicios intensivos en mano de obra -como es el caso de servicio doméstico y gasto común- y luego sobre servicios más estrechamente vinculados con el ciclo económico, como servicio de transporte interurbano y aéreo, entre otros.

Finalmente, vemos acotadas presiones de tipo de cambio durante el próximo año toda vez que la paridad experimentaría una leve apreciación respecto del nivel actual que lo ubicaría en torno a \$671 hacia fines de 2016. Con esto, dada la estrecha relación histórica que existe entre esta variable y la inflación de Bienes SAE, esperamos que el tipo de cambio no ejerza presiones relevantes sobre estos productos el próximo año, revirtiendo la evolución más reciente de algunos bienes de la canasta (Gráfico 5.4).

Gráfico 5.3

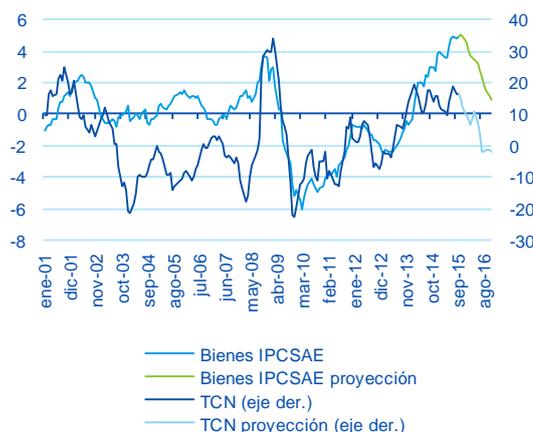
**EOF: inflación 12 meses adelante (13 al 24)**  
**(porcentaje de respuestas con expectativas sobre 3%)\***



\*Encuesta de Operadores Financieros de la segunda quincena de cada mes a excepción de octubre.  
Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 5.4

**IPC Bienes SAE vs Tipo de Cambio Nominal (var. % a/a)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

## Recuadro 1. Inflación “perecible”: riesgo de reversión en noviembre y diciembre

### Inflación IPC ha sido afectada por alimentos perecibles

Hemos seleccionado cinco alimentos perecibles los cuales han experimentado incidencias mayores a lo usual (papa, cebolla, tomate, lechuga, palta), con el objeto de analizar su evolución reciente y perspectivas de corto plazo. Nuestras inquietudes pasan por si este comportamiento obedece a una estacionalidad habitual o ha sido exacerbado por fenómenos de oferta, para lo cual hemos complementado nuestra visión con entrevistas *in situ* realizadas a comercializadores en centros de abastecimiento<sup>2</sup>.

### ¿Algo poco habitual? Sí, en algunos productos

**Papa:** Observamos un anticipo en la estacionalidad habitual explicado en parte por menores rendimientos durante la temporada 2014/15 asociados a escasez de agua. Sin embargo, durante los últimos tres meses del año, la mejora observada en la disponibilidad hídrica y la entrada de la producción de la zona sur del país provocarían retrocesos en el precio de este producto, los cuales podrían ser más intensos de lo usual impactando negativamente el IPC de noviembre y diciembre.

**Cebolla:** Entre junio y agosto ha experimentado aumentos de precio por sobre lo habitual dando cuenta de un adelanto en su estacionalidad, lo que tendría relación con un menor número de hectáreas sembradas debido a los bajos precios observados en 2014 sumado al incentivo a la exportación por efecto del alto nivel de tipo de cambio. Vemos reversiones acotadas entre noviembre y diciembre, aunque con riesgo alcista toda vez que la producción entrante fue sembrada en tiempos de escasez hídrica y los rendimientos podrían ser bajos.

**Tomate:** Sin grandes diferencias respecto de la estacionalidad habitual. Observamos una normalización de la producción luego de años de escasez hídrica lo que sumado a la entrada de la

cosecha proveniente de la zona central presionaría a la baja los precios a partir de noviembre. Lo anterior se intensificaría durante los primeros meses de 2016 con el ingreso de la producción proveniente de la zona sur del país.

**Lechuga:** Los bajos precios observados en 2014 por efecto del aumento en el número de hectáreas sembradas durante la temporada 2013/14 habría desincentivado la siembra esta temporada, generando un aumento superior a lo usual hacia mediados de este año. Considerando el ciclo corto de producción y la mejora en la disponibilidad hídrica hacia fines de invierno su precio estaría en línea con la estacionalidad habitual durante los últimos meses, por lo que no tendría mayor impacto inflacionario.

**Palta:** Luego de las heladas de 2013 el precio de la palta se estaría normalizando y no muestra patrones de estacionalidad distintos a lo habitual este año. Sin embargo, ventajas cambiarias en meses donde hay escasa oferta local (mayo-agosto) habrían presionado los precios al alza, lo cual podría continuar impactando su precio hasta fin de año aunque de manera mucho más acotada debido a la entrada de la producción local a partir de septiembre-octubre, por lo que su impacto en el IPC durante la última parte de 2015 no sería relevante.

### Probable reversión con incidencias negativas en IPC de noviembre y diciembre

Tras meses con precios de alimentos perecibles por sobre lo usual donde su impacto inflacionario ha sido relevante, levantamos el riesgo de reversiones importantes a partir de noviembre, toda vez que la recuperación en disponibilidad hídrica desde fines del invierno, normalización en los rendimientos y una estabilidad en la superficie plantada **presionarían hacia una incidencia negativa que estimamos sería de 0,14 pp en los IPCs de noviembre y diciembre** (Tabla R1.1).

2: Para más detalles ver Observatorio Económico Chile: Inflación “perecible”: riesgo de reversión en noviembre y diciembre

Tabla R1.1

**Incidencia inflacionaria de percibles seleccionados durante los próximos meses (%)**

|                                     | nov-15       | dic-15       |
|-------------------------------------|--------------|--------------|
| 1 Papa                              | -0,05        | -0,08        |
| 2 Palta                             | 0,00         | 0,01         |
| 3 Lechuga                           | 0,01         | 0,00         |
| 4 Tomate                            | 0,00         | -0,02        |
| 5 Cebolla y Cebollín                | 0,00         | -0,01        |
| <b>Total producto seleccionados</b> | <b>-0,04</b> | <b>-0,10</b> |

Fuente: BBVA Research

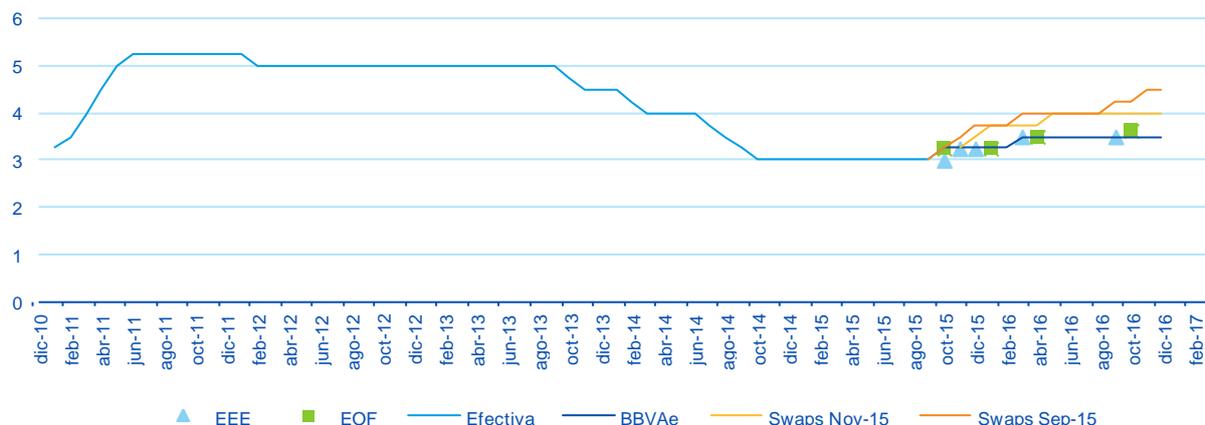
## 6 Alza de tasa de octubre no sería el inicio de un proceso de incrementos consecutivos

Tras el alza de la tasa de instancia en octubre, el escenario macroeconómico es compatible con espacios acotados para incrementos adicionales toda vez que las perspectivas de actividad ha experimentado deterioros adicionales a los previstos hace unos meses cuando se preveía un retiro de 50 a 75pb. por parte del Banco Central.

Luego de una sobrereacción inicial, los precios de los activos y las encuestas se alinearon a la visión de tasas plasmada por el Banco Central en el IPoM de septiembre que contemplaba entre dos y tres alzas de 25 puntos base de la tasa de política monetaria (TPM), con la primera concretándose a fines de este año o a inicios del próximo (Gráfico 6.1). Tras el alto y sorpresivo IPC de agosto, algunos miembros del Consejo comenzaron a enfatizar que el alza ocurriría en el corto plazo, con lo que parte de las expectativas internalizaron el alza que finalmente se concretó en octubre a pesar de que todos los datos en el margen mostraban deterioro en actividad y decantamiento inflacionario.

Gráfico 6.1

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



Fuente: BCCh, Tradition, BBVA Research.

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

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

La evolución del escenario macroeconómico ha diferido de lo indicado por el Instituto Emisor en septiembre, lo que consideramos debe tener implicancias directas en la magnitud y en la velocidad de las alzas de tasas. Desde de el punto de vista local, no es evidente que se haya concretado el escenario de riesgo predicho para el corto plazo en la inflación y es muy probable que esta se ubique bajo la proyección hecha por el Banco Central a fines del próximo año. La debilidad de la demanda interna, menores presiones cambiarias, la reversión del precio de los alimentos perecibles y caídas adicionales en el precio de los combustibles, serán factores que generarán un alivio inflacionario en la última parte del año y que propiciarán los espacios para que el retiro del estímulo monetario sea muy acotado.

Desde el punto de vista de la actividad local, el crecimiento del PIB se ubicará bajo el piso del rango estimado por el Instituto Emisor el próximo. Tomando nuestras expectativas o las del mercado, las proyecciones hechas por el Banco Central parecen optimistas y este menor crecimiento que en sí mismo es un tema de preocupación, además es un elemento que quitará presión a la inflación en lo venidero.

En el contexto internacional, desde septiembre a la fecha se han incrementado los temores por la evolución del crecimiento mundial; los riesgos de deflación se han elevado y, consecuentemente, una serie de países han extendido el estímulo monetario o lo han incrementado. De particular relevancia es lo que ocurre en EE.UU., donde con la flexibilidad necesaria, la Reserva Federal ha postergado el momento del primer alza de tasas de interés, privilegiando tener señales claras de recuperación económica sostenida y estabilidad de precios.

Estos cambios experimentados en el escenario macroeconómico local e internacional son compatibles con un menor retiro del estímulo monetario. El momento para reevaluar este escenario será el IPoM de diciembre, momento en el que esperamos correcciones a la baja en la estimación de crecimiento e inflación para el próximo año y, consecuentemente, señales de que las alzas de tasas de interés serán menores y/o más extendidas en el tiempo de lo que se proyectó en septiembre.

Un escenario en que el crecimiento se mantiene en torno a 2% y el tipo de cambio no sufre depreciaciones adicionales relevantes, es compatible con la mantención de la TPM en su nivel actual o a lo sumo un alza adicional. Efectivamente, en un escenario como este, caracterizado por una marcada debilidad cíclica y un aumento de la inflación que no responde a factores de demanda, la inflación convergerá paulatinamente hacia la meta y el nivel actual de la tasa dejará de ser expansiva (Gráfico 6.2). En este contexto, proyectamos que el Banco Central subirá la tasa como máximo hasta 3,5% y no descartamos que en el transcurso del próximo año sea necesario deshacer este ajuste si la actividad económica se deteriora y/o la inflación cede con mayor intensidad de lo previsto. Un aumento adicional de tasas sin lugar a dudas encarecerá innecesariamente el costo de financiamiento de los agentes privados, dificultando cualquier indicio de recuperación económica (Gráfico 6.3).

Gráfico 6.2

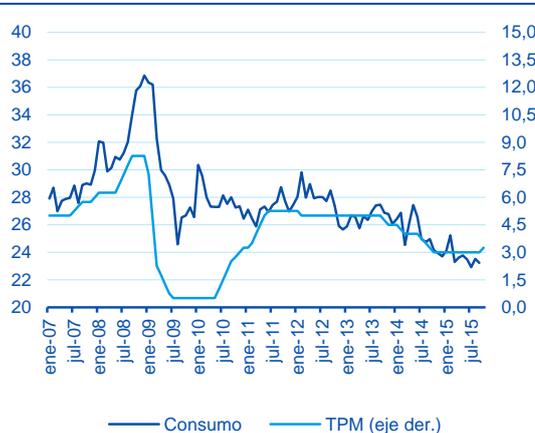
**Tasa de interés real y proyecciones (porcentaje)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 6.3

**TPM y tasa de interés de créditos de consumo (porcentaje)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

## 7 Política fiscal: convergencia a balance estructural podría postergarse incluso después de 2020

**Presupuesto 2016 considera una expansión fiscal de 4,4% real para el 2016, consistente con un nuevo déficit fiscal efectivo superior a 3% del PIB. Cierre del déficit fiscal estructural tendría que esperar hasta la próxima década.**

Actualmente se discute en el Congreso el proyecto de Ley de Presupuestos 2016, el cual al momento de su presentación dejó la sensación de que las autoridades estaban haciendo un importante esfuerzo para ajustar las cifras fiscales ante un escenario de mayor estrechez. Mientras que a inicios de año incluso se barajó la posibilidad de nuevamente repetir el impulso fiscal en 2016, terminó primando un Presupuesto que, según proyecciones oficiales, estaría recortando a casi la mitad el ritmo de expansión de gasto para el próximo año. En BBVA compartimos la visión de que los espacios para crecimiento del gasto se han estrechado, y evaluamos positivamente la reducción del impulso fiscal, ya que mantenerlo podría haber generado efectos expulsión en la inversión privada, presiones inflacionarias y habría reducido los espacios para el actuar de la política monetaria, entre otros.

La Tabla 7.1 compara nuestras proyecciones macrofiscales con lo estimado por el Ministerio de Hacienda. Para 2015 mantenemos una proyección de expansión del gasto menor a la oficial, toda vez que seguimos esperando una subejecución de casi 5% en la inversión pública, lo cual se respalda entre otras cosas por el ritmo de ejecución que ha mostrado dicho ítem durante el año (Gráfico 7.1). Con esto, el aumento del gasto en 2015 sería de 7,3%. Por otra parte, aunque nuestros supuestos macroeconómicos son menos optimistas que lo expuesto por el Ministerio de Hacienda, estimamos en el neto mayores ingresos fiscales, principalmente por el avance en la ejecución que han mostrado otros ingresos que no están afectados al ciclo económico. Dado esto, nuestra proyección tanto de déficit efectivo como estructural es algo menor a lo estimado por el gobierno.

Tabla 7.1

### Principales variables macroeconómicas

|                                  | Informe Finanzas Públicas |        | Proyección base BBVA Research |        |
|----------------------------------|---------------------------|--------|-------------------------------|--------|
|                                  | 2015                      | 2016   | 2015                          | 2016   |
| <b>Variables macroeconómicas</b> |                           |        |                               |        |
| PIB (var. a/a)                   | 2,25                      | 2,75   | 1,9                           | 2,0    |
| Demanda interna (var. a/a)       | 1,5                       | 2,0    | 1,5                           | 2,2    |
| IPC (var. prom. a/a)             | 4,3                       | 3,8    | 4,3                           | 3,5    |
| Tipo de cambio (promedio)        | 660                       | 700    | 651                           | 674    |
| Precio cobre (US\$/lb)           | 252                       | 250    | 251                           | 237    |
| <b>Variables fiscales</b>        |                           |        |                               |        |
| Ingresos fiscales* (mm USD)      | 49.241                    | 51.721 | 49.472                        | 51.440 |
| Déficit efectivo* (mm USD)       | -7.824                    | -8.037 | -7.043                        | -8.318 |
| Crecimiento del gasto (var. a/a) | 8,4                       | 4,4    | 7,3                           | 5,7    |
| Déficit efectivo (% del PIB)     | -3,3                      | -3,2   | -2,9                          | -3,4   |
| Déficit estructural (% del PIB)  | -1,6                      | -1,3   | -1,1                          | -0,9   |

\* Llevado a dólares con el tipo de cambio de cada año estimado por BBVA Research  
Fuente: BBVA Research

En BBVA estimamos un gasto total 2016 idéntico al ingresado en el proyecto de Ley de Presupuestos, toda vez que el principal ítem sujeto a riesgos de subejecución, como lo es la inversión, mostrará una caída real

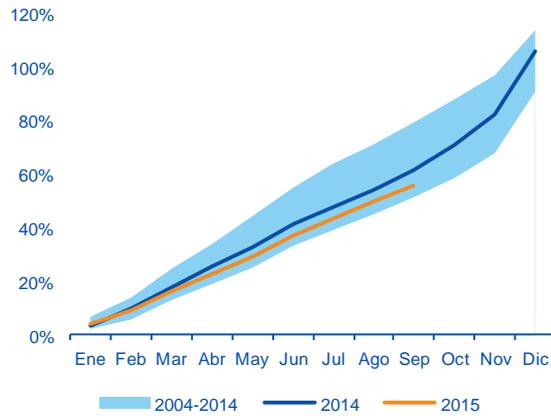
el próximo año, disminuyendo así el monto total a ser ejecutado. Pero, **dada la menor base de comparación que entregaría el gasto en 2015, estimamos que la expansión del gasto 2016 sería de 5,7%, mayor al 4,4% proyectado por la autoridad.**

Con respecto al déficit efectivo, lo proyectamos más deteriorado, 3,4% del PIB en vez de 3,2%, principalmente porque nuestra proyección de variables macroeconómicas para 2016 es menos favorable que lo esperado por el Ministerio de Hacienda, lo cual impactaría a la baja el total de ingresos. Respecto a este último punto, cabe destacar que la estimación de crecimiento de la demanda interna hecha por el gobierno es menor que la nuestra, aún cuando la proyección de PIB es mayor. Esto es muy relevante, al ser la variable principal que se utiliza en la proyección de recaudación de impuestos indirectos, los que representan más del 60% del total de la recaudación tributaria. Así, aunque nuestra estimación de ingresos es menor que la de Hacienda, la diferencia no es tan grande dado este componente. Esto es válido tanto para los ingresos efectivos como para los estructurales, dado que el ajuste para calcular estos últimos se realiza a través del PIB y no de la demanda interna; por tanto, cuando existen diferencias significativas entre ambas variables, los ajustes cíclicos no capturan en un 100% el efecto del ciclo económico en los impuestos indirectos. De todas formas, el límite de deuda pública de USD 10.5bn bastaría para financiar el mayor déficit estimado, sin tener que recurrir a liquidar activos de los fondos soberanos.

En lo que respecta a las cifras estructurales, esperamos mayores ingresos cíclicamente ajustados en 2016 por 1) mayor estimación de demanda interna con respecto al PIB, lo que afecta a los impuestos indirectos por las razones que enunciamos en el párrafo anterior, 2) mayores ingresos por cobre bajo el supuesto de una mayor contención de costos y, principalmente, 3) por los mayores recursos asociados a los ingresos que no se ajustan por el ciclo. De todas formas, el reciente cambio metodológico presenta riesgos a un nuevo ajuste en la estimación de déficit estructural para el próximo año (ver recuadro “Cambio metodológico”).

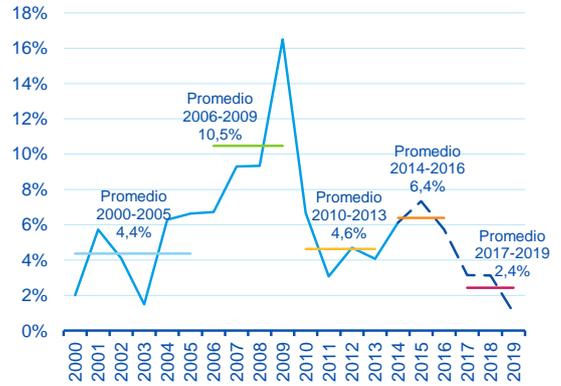
Por último, compartimos la visión de que la mayor estrechez fiscal se dará en los años venideros. Ante un eventual nuevo ajuste en las variables estructurales, estimamos que el déficit estructural con el que terminaría la actual administración sería a lo menos de 0,8% del PIB. Eso implicaría que el balance estructural (déficit cero) tendría que esperar incluso hasta después de 2020. Sobre todo, levantamos el riesgo de un nuevo empeoramiento de las cifras fiscales en 2019: bajo un escenario de un precio del cobre de referencia alcanzando un mínimo, y con el cierre de la brecha entre el PIB efectivo y el tendencial, pero sin los aportes que hasta 2018 estará dando la Reforma Tributaria el crecimiento del gasto en dicho año debería ser cercano a 1% para poder reducir en 0,25% del PIB el déficit estructural (Gráfico 7.2). Lo anterior lo evaluamos como muy poco probable, por lo que visualizamos un escenario complejo para las cuentas fiscales en el mediano plazo.

Gráfico 7.1  
**Porcentaje de avance de la inversión pública 2015. Fuente: Dipres, BBVA Research**



Fuente: Dirección de Presupuestos, BBVA Research

Gráfico 7.2  
**Crecimiento del gasto público y promedios por periodo 2000-2019**



Fuente: Dirección de Presupuestos, BBVA Research.

Esta proyección considera un crecimiento del PIB tendencial de 3%; un precio de referencia del cobre que se revisa paulatinamente desde US\$ 2,98 la libra a US\$ 2,75 la libra y una meta de déficit estructural de 1% en 2017 y de -0,8% del PIB en 2018 y 2019.

## Recuadro 2. Adecuado cambio metodológico en la regla fiscal pero que siembra dudas sobre el cumplimiento de la meta de balance estructural

La elaboración del proyecto de Ley de Presupuestos 2016 estuvo nuevamente enmarcada en los espacios que la regla de balance estructural provee. Sin embargo, fue informado un nuevo cambio metodológico en el indicador, el cual redujo los ingresos estructurales en 0,9% del PIB, de acuerdo a estimaciones de la Dipres. Eso llevó a que el déficit estructural proyectado para este 2015 haya aumentado desde 0,7% del PIB, que habría sido la cifra presentada de mantener la metodología antigua, a 1,6% del PIB.

Los dos ajustes que se hicieron a la metodología fueron 1) la eliminación cálculo de un efecto cíclico en el precio del molibdeno y 2) utilizar para el cálculo del balance estructural de cada año el último set de información entregado por los Comités de Expertos independientes. Respecto al primer cambio, antes ocurría que los ingresos por molibdeno de Codelco se ajustaban con la misma metodología que se ajustan los ingresos del cobre. Esto obedeció a que en un periodo en particular (2005-2008) el precio de dicho metal alcanzó niveles nunca antes vistos, llegando a explicar cerca del 10% de los ingresos totales del gobierno, y se pensó que se mantendrían elevados por mucho tiempo. Sin embargo, tanto el precio del molibdeno como su participación en los ingresos totales del Fisco han mostrado caídas sostenidas estos últimos años, mientras que la metodología de cálculo de la regla seguía entregando ingresos estructurales elevados. De haberse mantenido la antigua metodología, el precio del molibdeno de referencia habría sido cercano a USD 12,6 la libra, en un contexto donde el precio spot ha promediado USD 7,26 la libra a septiembre de este año y USD 5,8 la libra en los últimos tres meses. Evaluamos correctamente la eliminación de este ajuste, dado que, por la evidencia reciente, todo parece indicar que la caída en el precio del molibdeno no responde a un fenómeno cíclico, sino más bien estructural.

Respecto al segundo cambio, también lo evaluamos positivamente y apegado a la lógica económica. La metodología antigua respetaba los supuestos estructurales con los que era construido un Presupuesto para después evaluar el resultado ex post. Por ejemplo, bajo la metodología antigua, si los Comités de Expertos independientes entregaron para el Presupuesto 2015 un PIB tendencial de 4,3% y un precio de referencia del cobre de US 3,07 la libra, el resultado ex post 2015 habría sido evaluado con esos mismos supuestos, aún cuando en el intertanto los Comités han vuelto a reunirse y han ajustado a la baja ambos parámetros. En un escenario donde las estimaciones de las variables de referencia no sufren grandes cambios, la metodología antigua tenía un efecto casi inocuo. Pero en el actual escenario donde se han ajustado con fuerza ambas variables, el gobierno ha optado por sincerar la situación y evaluar ex post el resultado estructural 2015 con el set de información más actualizado que posee: un PIB tendencial de 3,6% y un precio del cobre de referencia de US 2,98 la libra. Sin duda, la nueva metodología refleja de manera más exacta cuál es el real estado de las cuentas fiscales en una visión de mediano plazo.

Aún cuando evaluamos el cambio como oportuno, siembra dudas para el manejo de la regla fiscal en lo que viene. Ha abandonado la meta de alcanzar un balance estructural en 2018, y la ha reemplazado por el compromiso de reducir el déficit estructural a un ritmo de 0,25% del PIB por año. Sin embargo, ¿sobre qué base lo hará? Existe una elevada probabilidad de que las variables estructurales sean ajustadas nuevamente a la baja por los Comités de Expertos. Un nuevo ajuste de este tipo, con la nueva metodología, haría que el resultado estructural se deteriore más allá del déficit de 1,3% del PIB estimado por el gobierno para 2016. Imaginemos una situación donde un nuevo set de variables de referencia hace migrar el déficit estructural a -1,6% del PIB, similar a lo estimado

por Dipres para 2015. ¿Se considera un cumplimiento de la meta reducir el déficit estructural a -1,3% del PIB recién en 2017? Por lo hecho este año, entendemos que sí. Entonces, ¿cuándo comenzaría, realmente, la convergencia hacia un Balance Estructural?

En nuestro escenario base no vemos un escenario tan pesimista. Trabajamos con el supuesto de que los Comités de Expertos entregarán en 2017 un PIB tendencial de 3% y un precio del cobre de US 2,85 la libra. Estos nuevos supuestos empeorarían el déficit estructural 2016 en 0,3% del PIB.

Sin embargo, cabe recordar que nuestra estimación puntual del déficit estructural para 2016, con los supuestos estructurales vigentes, es de 0,9% del PIB.

Por lo tanto, *en nuestro escenario, un ajuste a las variables de referencia dejaría el déficit estructural 2016 en 1,2% del PIB, por lo que no sería necesario recortar el gasto en dicho año para alcanzar la meta.*

*A la vez, un déficit estructural de 1,0% del PIB es perfectamente compatible para 2017. Con todo, los riesgos son a la baja, sobre todo para el precio del cobre de referencia que, si no se ajusta más allá de la cifra supuesta el próximo año, podría reducirse aún más en convocatorias futuras del Comité de Expertos.*

Si bien los cambios metodológicos implementados van en la línea correcta porque

avanzan hacia sincerar la posición fiscal y simplifican el cálculo de la regla, generarán mayor variabilidad en la estimación del déficit estructural, lo que dificultará el seguimiento del cumplimiento de la meta de balance estructural. Adicionalmente cabe preguntarse, ¿por qué se hicieron solo estos cambios y no otros que han sido propuestos por diversos especialistas?.

Gráfico R.2.1

**Proyecciones BBVA Research de déficits estructurales 2016-2017 evaluados con variables de referencia vigentes y con supuesta corrección a la baja**



Fuente: BBVA

## 8 El tipo de cambio tendría acotado espacio para depreciaciones adicionales

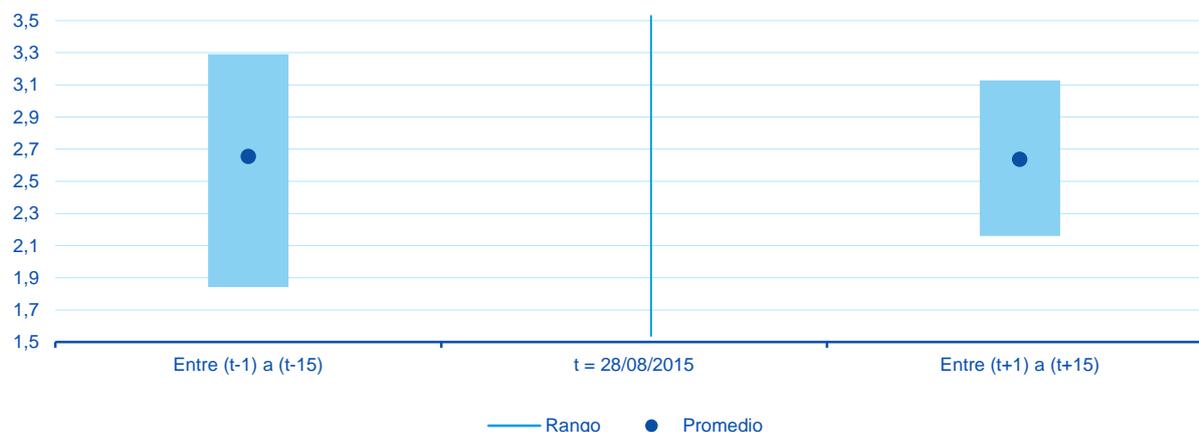
La estabilización del precio del cobre en conjunto con noticias que apuntan a retraso en el proceso de normalización en EE.UU. habrían apoyando estabilidad de la moneda. Las tasas de interés de mediano y largo plazo han mostrado volatilidad como respuesta a variaciones en las tasas externas pero sus niveles no distan de los observados desde abril pasado. El mercado ha internalizado un proceso alcista de la TPM hacia fines del 2016 –de entre 75 y 100pb. – superior al que estimamos acorde a la posición cíclica de la economía.

El tipo de cambio se ubica en niveles muy similares a los observados a la entrega del Situación 3T15, aunque la moneda presentó depreciaciones mayores que ubicaron transitoriamente la paridad sobre \$700 por dólar, aspecto que anticipamos como riesgo, pero que se confirmó como de impacto temporal.

La economía no ha logrado recuperar el gasto privado y luego de cierta estabilización en actividad hasta julio, volvimos a observar una sorpresa negativa en el IMACEC de agosto y luego una marginalmente positiva en septiembre. En tanto, el asentamiento del alza de tasas de interés de la Fed en diciembre tras las favorables cifras empleo en EE.UU. ha generado nuevas presiones depreciativas sobre el peso. El gráfico 8.1 muestra el desalineamiento del peso respecto a sus fundamentales de corto plazo, y este no ha cambiado a pesar de un discurso más agresivo por parte del Banco Central que ha llevado a que el mercado internalice varias alzas de la TPM durante los próximos meses.

Gráfico 8.1

### Desalineamiento promedio respecto de fundamentales (veces respecto a desviación estándar)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

El tipo de cambio sería en gran medida explicado por la evolución de sus fundamentales, aspecto que aplaca eventuales preocupaciones de la significativa depreciación que ha experimentado la moneda y eventuales desalineamientos que fuese necesario corregir a través de intervenciones por parte del Banco Central (Gráfico 8.2).

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 8.3). 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 preveamos que el peso permanecería depreciado en una perspectiva histórica por un tiempo prolongado.

Gráfico 8.2  
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 8.3  
Tipo de cambio multilateral y tipo de cambio \$/USD (ene-13=100)

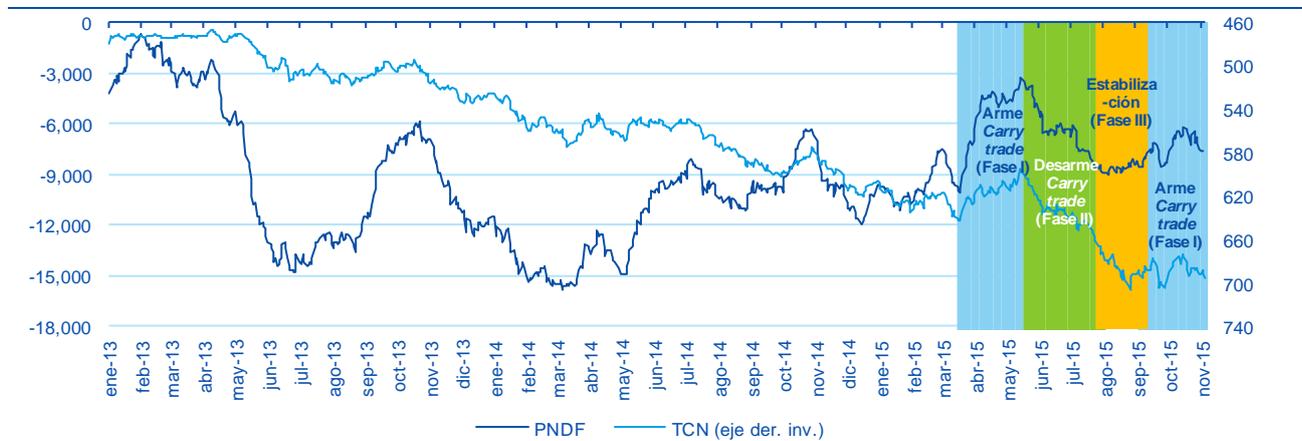


Fuente: BCCh, BBVA Research

El alza del tipo de cambio hacia niveles en torno a \$700 en algunos momentos del último trimestre coincidió con un retroceso del precio del cobre, niveles altos de aversión al riesgo y con noticias relativas al momento en que la Fed iniciaría el alza de tasas de interés. No coincidió con operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carrytrade*) que se han mantenido relativamente ausentes. 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, Gráfico 8.4). 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 8.4). La evolución de la paridad durante agosto y septiembre ha estado muy vinculada a preocupaciones globales sobre crecimiento, la postergación del alza de la Fed, el contagio de la situación en Brasil y el desafío que coloca la desaceleración de China para las economías emergentes. Por los niveles altos de volatilidad que esos aspectos inyectaron en los mercados, no estuvieron acompañados de apuestas de *carry trade* (Fase III, gráfico 8.4).

Gráfico 8.4

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



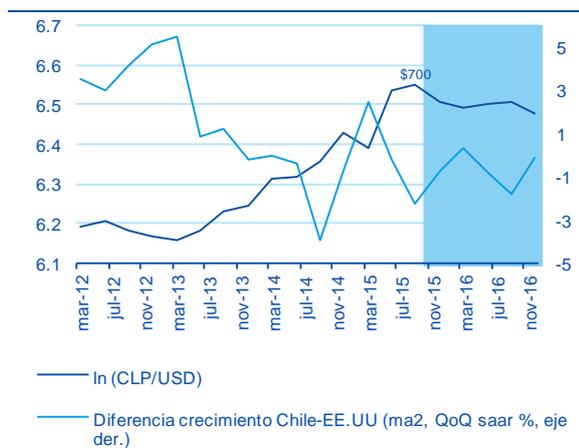
Fuente: BCCh, Bloomberg, BBVA Research

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 8.5). Sin embargo, los mismos factores que apoyaron esta fortaleza se han revertido con sorpresas negativas en actividad.

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. A pesar de la caída en las tasas externas observado desde mediados de julio, las tasas locales comparables no han retrocedido, aspecto que coincidiría con el anuncio de alzas en la TPM localmente a fines de agosto que se refleja con claridad en las tasas *swaps* nominales (gráfico 8.6).

Gráfico 8.5

Diferencial de crecimiento US-Chile vs Tipo de cambio nominal



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

Gráfico 8.6

Treasury 10y, BTP10 y swap CLP2y (porcentaje)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

## 9 Riesgo de lenta recuperación de confianzas se ha concretado y persisten los riesgos externos

**Las confianzas permanecen en territorio negativo con pocos factores visibles para su recuperación rápida. El sector minero ha iniciado un ajuste que puede tener efectos relevantes en el crecimiento del próximo año y en el ámbito externo, los riesgos siguen vinculados a China y al retiro del estímulo monetario en EE.UU.**

La economía se ha estabilizado con un crecimiento bajo potencial de la mano de confianzas en territorio negativo y sin factores visibles a futuro que puedan apoyar una rápida recuperación. Las reformas a nivel local continúan su curso con discusiones en el Congreso, pero con cambios que no resultan sustantivos para el sector privado que continúa considerándolas poco beneficiosas para el crecimiento. 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 levantado el *slogan* de “realismo sin renuncia” que intenta asentar la idea de que los recursos fiscales son escasos en un contexto de altas demandas sociales que tendrán que priorizarse. Asimismo, se ha puesto esfuerzo político en perfeccionamientos a la Reforma Tributaria y Laboral, aunque con cambios que son evaluados como acotados por el sector privado.

Tomando el consenso político transversal de que no estarían dadas las condiciones para emprender procesos constituyentes acelerados temporalmente, se ha anunciado una vía institucional para realizar cambios a la Constitución, primero con el envío de dos proyectos de ley en 2016 y 2017 para materializar los cambios. Primero se daría un dialogo ciudadano que serviría para que a fines del 2015 se envíe un proyecto que establezca los mecanismos para modificar la principal ley de la República. Serán cuatro alternativas: formar una comisión bicameral de senadores y diputados; establecer una convención constituyente mixta compuesta por parlamentarios y ciudadanos; convocar una asamblea constituyente; o que el Congreso convoque a un plebiscito para que la ciudadanía elija entre las opciones anteriores. Una vez dilucidado el mecanismo, el gobierno enviará en el segundo semestre de 2017 un proyecto de ley de reforma a la Constitución mediante el mecanismo decidido por el Congreso, a esas alturas un nuevo Parlamento. La aprobación de dicho texto deberá ser ratificado por la ciudadanía mediante un plebiscito vinculante. Se delega en una próxima legislatura el cambio definitivo a la Constitución. Este esquema intenta evitar que la reforma constitucional empañe los esfuerzos por recuperar crecimiento, pero puede mantener la incertidumbre respecto al resultado final.

Con todo, vemos un repunte muy lento de las confianzas que consideramos consistente con una contracción de la inversión privada el 2015 y un crecimiento nulo de este componente el 2016. Los riesgos siguen estando inclinados a la baja en confianzas por su carácter endógeno a las cifras de crecimiento que prevemos acotadas en los próximos trimestres.

Otro riesgo para el crecimiento del PIB estaría vinculado a nuevas reducciones en el crecimiento de la producción minera. Algunas empresas mineras ya han anunciado, y otros concretado, recortes significativos de su producción. Si bien aquello tiene impactos sobre el PIB de Recursos Naturales, afectaría el crecimiento anual, y podría tener consecuencias negativas sobre las expectativas a través de ese canal.

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.

## 10 Tablas

Tabla 10.1

## Previsiones macroeconómicas

|                                      | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>PIB (% a/a)</b>                   | 5,5  | 4,2  | 1,9  | 1,9  | 2,0  |
| <b>Inflación (% a/a, fdp)</b>        | 1,5  | 3,0  | 4,6  | 4,5  | 3,1  |
| <b>Tipo de cambio (vs. USD, fdp)</b> | 477  | 529  | 613  | 686  | 671  |
| <b>Tasas de interés (% fdp)</b>      | 5,00 | 4,50 | 3,00 | 3,25 | 3,50 |
| <b>Consumo Privado (% a/a)</b>       | 6,1  | 5,9  | 2,2  | 1,9  | 1,9  |
| <b>Consumo Público (% a/a)</b>       | 3,5  | 3,4  | 4,4  | 4,4  | 4,0  |
| <b>Inversión (% a/a)</b>             | 11,6 | 2,1  | -6,1 | -2,4 | 0,2  |
| <b>Resultado Fiscal (% PIB)</b>      | 0,6  | -0,6 | -1,6 | -2,9 | -3,4 |
| <b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>      | -3,6 | -3,7 | -1,2 | 0,3  | 0,2  |

Fuente: BBVA Research

Tabla 10.2

## Previsiones macroeconómicas

|              | PIB<br>(% a/a) | Inflación<br>(% a/a, fdp) | Tipo de cambio<br>(vs. USD, fdp) | Tasa de Interés<br>(% 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        | 2,5            | 4,2                       | 628,5                            | 3,00                       |
| <b>T2 15</b> | 1,9            | 4,4                       | 630,0                            | 3,00                       |
| <b>T3 15</b> | 2,0            | 4,6                       | 691,7                            | 3,00                       |
| <b>T4 15</b> | 1,3            | 4,5                       | 686,0                            | 3,25                       |
| <b>T1 16</b> | 1,5            | 4,3                       | 670,0                            | 3,50                       |
| <b>T2 16</b> | 1,9            | 3,5                       | 676,0                            | 3,50                       |
| <b>T3 16</b> | 2,1            | 2,8                       | 676,0                            | 3,50                       |
| <b>T4 16</b> | 2,3            | 3,1                       | 671,0                            | 3,50                       |

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 Chile

**Economista Jefe de Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

Hermann González  
hgonzalez@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 Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

*Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*México*

Carlos Serrano  
carlos.serrano@bbva.com

*Turquía*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@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*

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@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*

*Regulación Digital*

Álvaro Martín

**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](mailto:bbvaresearch_chile@bbva.com)

[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)