

# Situación Chile

Primer Trimestre 2014  
Análisis Económico

- **El ciclo económico global se fortaleció durante los últimos meses de 2013.** El desafío de mantener el equilibrio en el crecimiento mundial se traspasa a economías emergentes, particularmente China.
- **Las tensiones financieras recientes no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de las economías emergentes,** pero colocan un acotado riesgo bajista.
- **Para Chile el 2014, mantenemos nuestras proyecciones de crecimiento del PIB de 4%** y recortes en la TPM hasta 4%. Consistentemente, la inflación IPC terminaría en 2,6%.
- **El déficit de cuenta corriente en Chile ha dejado de tener riesgos de insostenibilidad,** ante la desaceleración evidente de la demanda interna y la acelerada depreciación real y nominal del tipo de cambio.

## Índice

1. Resumen.....	3
2. Escenario Internacional: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados.....	4
3. Mercados financieros locales: impactos menores ante el inicio del <i>tapering</i> .....	7
4. Chile: De menos a más dentro del 2014, con PIB creciendo 4%. Crecimiento en torno al potencial en 2015.....	11
Recuadro 1. Inventarios aportarán al crecimiento el 2014.....	12
Recuadro 2. Competitividad de las exportaciones de manufactura en Chile.....	17
5. Cuenta corriente alcanza niveles sostenibles.....	19
6. Inflación sin presiones relevantes en 2014 convergiendo a la meta de 3% en 2015.....	23
7. Política monetaria: mayor estímulo monetario en el corto plazo.....	25
8. Política Fiscal: gasto público se encamina a crecer sobre 6% en 2014.....	27
9. Riesgos:desaceleración económica en China y caídas en las expectativas empresariales mayores a lo previsto.....	29
10. Tablas.....	30

Fecha de cierre: 7 de febrero de 2014

## 1. Resumen

El ciclo económico global se fortaleció durante los últimos meses de 2013. Según nuestras estimaciones, durante el último semestre de 2013 el PIB global se habría acelerado hasta niveles cercanos al 1% trimestral, dejando atrás la moderación iniciada en 2012 y que alcanzó un mínimo a comienzos de 2013, cuando apenas creció el 0,5%.

El previsible aumento del crecimiento mundial no resta importancia a la existencia de riesgos bajistas sobre la previsión. Aunque los riesgos que se visualizan están lejos de tener el carácter sistémico que tenían en el pasado, algunos eventos se han hecho presentes, como las recientes caídas de los precios de los activos y las depreciaciones de los tipos de cambio de las economías emergentes.

El PIB de EEUU ha mantenido una senda de aceleración durante todo 2013 que, a finales de año, ha permitido que la Reserva Federal dé los primeros pasos en la retirada de los estímulos monetarios. Asimismo, en diciembre se alcanzó un acuerdo que supone un importante paso adelante para eliminar la incertidumbre sobre la financiación de la actividad del gobierno en 2014-15, además de reducir el ajuste fiscal inicialmente previsto para ese periodo.

Durante el último trimestre la economía china se ha mostrado con claridad en su doble vertiente de soporte de la economía global y de potencial factor de riesgo. Por una parte, las dudas existentes a comienzos de año sobre la sostenibilidad del crecimiento chino y la posibilidad de un "atterrizaje brusco", se han disipado en el corto plazo. La economía se ha recuperado en la segunda mitad de 2013 y mantiene un buen tono, aunque algunos de los datos más recientes de confianza y expectativas de actividad manufacturera hayan vuelto a situarse debajo de lo esperado.

El mercado pareció anticipar el inicio del *tapering* en EE.UU., con ajustes bursátiles, aumentos en la volatilidad y depreciaciones de monedas emergentes. Una vez concretado el anuncio de la Fed, no se han visto impactos relevantes. Las tasas de interés de largo plazo que sufrieron alzas acompañando a las tasas externas, han tenido reversiones ante el retroceso de estas últimas y los recortes concretados y previstos para la Tasa de Política Monetaria (TPM) en Chile.

El PIB en 2014 que proyectamos con una expansión de 4%, se sustentará en mayor crecimiento mundial, relevante impulso fiscal, normalización del ciclo de inventarios y efectos de bajas en la TPM. Sin embargo, la materialización de riesgos sobre la inversión y en el plano internacional sobre la economía china, podrían impactar a la baja estas previsiones.

El déficit de cuenta corriente ha dejado de ser un problema para la concreción de recortes en la TPM, más aún ante la acelerada depreciación real y nominal del peso, y la desaceleración ya evidente del consumo privado. Más aún, en nuestro escenario base contemplamos menor dinamismo del empleo y salarios, con consecuencias de primer orden sobre la expansión del consumo de bienes durables.

La inflación presenta riesgos equilibrados, y mantenemos nuestra proyección del Situación anterior. Proyectamos que la inflación IPC terminaría en 2,6%. Aquello no tiene modificaciones ante la inyección inflacionaria de la depreciación del peso, contrarrestada con la algo mayor desaceleración del consumo privado que la anticipada.

En el contexto anterior, prevemos dos recortes adicionales en la TPM que consideramos consistentes con el escenario base planteado en este informe. El primer recorte se concretaría en febrero, en tanto el segundo podría continuar tan pronto como en marzo. Sin embargo, el *timing* del segundo recorte es más condicional a las condiciones externas y cifras de corto plazo, pudiendo postergarse para los meses siguientes. Con todo, la TPM permanecería luego en 4% todo el resto del 2014.

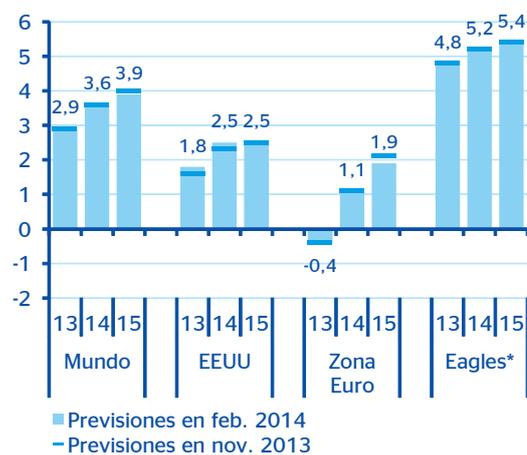
## 2. Escenario Internacional: mayor crecimiento y riesgos más equilibrados

### El ciclo económico global mejora y se despejan algunas incertidumbres de la política económica

El ciclo económico global se ha fortalecido durante los últimos meses de 2013. Según nuestras estimaciones, durante el último semestre de 2013 el PIB global se habría acelerado hasta niveles cercanos al 1% trimestral, dejando atrás la moderación iniciada en 2012 y que alcanzó un mínimo a comienzos de 2013, cuando apenas creció el 0,5%. A esta mejora ha contribuido la aceleración de las economías avanzadas, en especial EE.UU., pero también la zona euro, que empieza a crecer moderadamente. En las economías emergentes la situación es más diversa, pero algunas de ellas como China mantienen tasas de crecimiento relativamente estables.

La mejor valoración del entorno global es el resultado también de las novedades registradas en el ámbito de la política económica, en la medida en la que contribuye a reducir la incertidumbre. Por una parte, en EE.UU. se ha alcanzado un acuerdo en materia fiscal de más recorrido de lo esperado. Además, la mejora en la actividad ha permitido que la Reserva Federal dé comienzo a principios de 2014 a la ralentización de su programa de expansión monetaria (*tapering*). En Europa, se han dado pasos adicionales para la construcción de una unión bancaria, lo que junto a la determinación del BCE para atajar riesgos, debería eliminar el lastre que supone la fragmentación financiera. El panorama global estaría más despejado, si no fuera por el efecto que el *tapering* está teniendo sobre los mercados financieros de las economías emergentes, y que podría terminar afectando al crecimiento de algunas de las economías de este grupo.

Gráfico 2.1  
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



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

Gráfico 2.2  
EEUU: Futuros sobre el tipo de interés de los fondos federales y tipos de largo plazo (%)



Fuente: BBVA Research

De este modo, el PIB mundial, que en 2013 se habría desacelerado hasta el 2,9%, crecerá en 2014 y 2015 un 3,6% y 3,9% respectivamente (Gráfico 2.1), cifras prácticamente iguales a las de hace tres meses. El previsible aumento del crecimiento mundial no resta importancia a la existencia de riesgos bajistas sobre la previsión. Aunque los riesgos que se visualizan están lejos de tener el carácter sistémico que tenían en el pasado, algunos eventos se han hecho presentes, como las recientes caídas de los precios de los activos y las depreciaciones de los tipos de cambio de las economías emergentes.

## EEUU empieza a desprenderse del impulso monetario

El PIB de EEUU ha mantenido una senda de aceleración durante todo 2013 que, a finales de año, ha permitido que la Reserva Federal dé los primeros pasos en la retirada de los estímulos monetarios. Asimismo, en diciembre se alcanzó un acuerdo que supone un importante paso adelante para eliminar la incertidumbre sobre la financiación de la actividad del gobierno en 2014-15, además de reducir el ajuste fiscal inicialmente previsto para ese periodo.

Las perspectivas de la política monetaria también se han aclarado recientemente, en línea con lo esperado. Como consecuencia de una aceleración de la actividad con expectativas de inflación bien ancladas, la Fed ha decidido comenzar a disminuir el ritmo de compras mensuales de activos financieros, de forma que en el cuarto trimestre de 2014 el aumento de balance del banco central haya terminado. Nuestro escenario base también incluye que la primera subida de tipos de interés se producirá en la segunda mitad de 2015, al tiempo que se continuará insistiendo en el *forward guidance* para anclar las expectativas de tipos. Precisamente el esfuerzo que la Fed ha hecho en los últimos meses para explicar su estrategia de salida ha sido relativamente exitoso en evitar episodios de volatilidad como los registrados a comienzos del segundo trimestre del 2013. Tanto los tipos de interés a largo plazo, como las expectativas sobre la senda de los fondos de la Fed se mantienen en niveles no superiores a los registrados en ese periodo (Gráfico 2.2). Esto es significativo en tanto que parte de la recuperación de la actividad en EE.UU. se debía a sectores sensibles al tipo de interés, particularmente el sector inmobiliario.

En este contexto, revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento de EEUU en 2014 hasta el 2,5%, cifra que se estima también para 2015 (Gráfico 2.1). Tras este ajuste, se encuentran tanto la fortaleza que la economía americana ha mostrado en la segunda parte de 2013 como el impulso adicional que supondrá el menor drenaje fiscal resultado del acuerdo fiscal alcanzado a finales de 2013. Cabe señalar que la previsión tiene riesgos al alza, si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación por parte de las empresas.

## La retirada del estímulo monetario en EEUU puede complicar el panorama de algunas economías emergentes

El cambio de orientación de la política monetaria de EE.UU. tiene, como es habitual, un impacto global. Las economías emergentes se están viendo sometidas a una reducción de los flujos de entrada de capital y depreciaciones en sus monedas, intensificadas en algunos casos por eventos domésticos que aumentan la incertidumbre sobre la gestión de sus respectivas políticas económicas. Además, continúa produciéndose una diferenciación entre economías de acuerdo a sus fundamentales: mayores déficits externos y mayor peso de una financiación a corto plazo y en moneda extranjera están asociados con mayor vulnerabilidad a salidas de capital y depreciación del tipo de cambio (Gráfico 2.3).

Las tensiones recientes no alteran nuestras previsiones de crecimiento del conjunto de las economías emergentes, pero sí que suponen un riesgo bajista reseñable. Este riesgo sería mayor en aquellas economías con más peso en las carteras de los inversores globales y que tengan vulnerabilidades como las señaladas más arriba. Este sería el caso, sobre todo de Turquía, Brasil, Indonesia o India. El tensionamiento monetario que algunas de ellas están emprendiendo para frenar el deslizamiento del tipo de cambio y de las expectativas inflacionistas tendrá un impacto bajista en el crecimiento. Con todo, la diversidad dentro del grupo de economías emergentes supone que se mantienen las favorables perspectivas en áreas de Sudamérica como el conjunto de las economías andinas, Asia emergente o México, algunas de las cuales beneficiadas por el impulso cíclico de la economía de EE.UU. (Gráfico 2.4).

## El crecimiento en China se mantiene en el entorno del 7,5%, pero las vulnerabilidades se hacen más evidentes

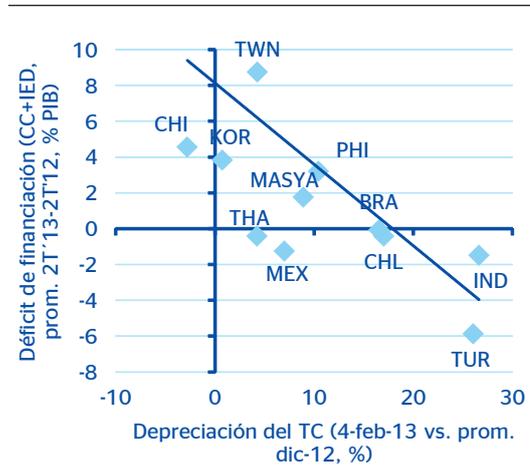
Durante el último trimestre la economía china se ha mostrado con claridad en su doble vertiente de soporte de la economía global y de potencial factor de riesgo. Por una parte, las dudas existentes a comienzos de año sobre la sostenibilidad del crecimiento chino y la posibilidad de un “aterizaje brusco”, se han disipado en el corto plazo. La economía se ha recuperado en la segunda mitad de 2013 (Gráfico 2.4) y mantiene un buen tono, aunque algunos de los datos más recientes de confianza y expectativas de actividad manufacturera hayan vuelto a situarse debajo de lo esperado.

Además se han anunciado cambios de fondo en la política económica. En el Tercer Plenario del Partido Comunista Chino, las autoridades han reafirmado su compromiso con el mantenimiento de altas tasas de crecimiento, al tiempo que han propuesto medidas que reforzarán el papel del mercado en la asignación de recursos y el rebalanceo hacia un mayor peso del consumo de las familias desde un modelo de inversión y exportaciones. Estos son pasos en la dirección adecuada, pero su efectividad dependerá de su implementación y no están exentos de riesgos.

Por ejemplo, en lo que se refiere al sector financiero, las autoridades se siguen mostrando comprometidas con atajar las vulnerabilidades existentes, ligadas fundamentalmente al rápido crecimiento del crédito. Así, se están produciendo tensiones de liquidez en el mercado interbancario que afectan sobre todo a la denominada “banca en la sombra”<sup>1</sup>, aunque no se ha logrado moderar el ritmo de crecimiento del crédito.

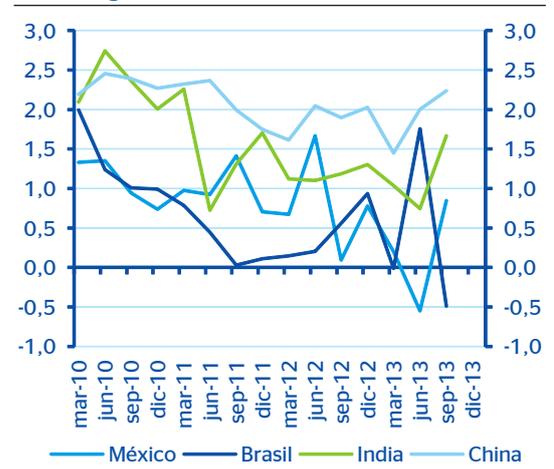
En todo caso, nuestras previsiones de crecimiento en 2014 y 2015 para la economía china se mantienen (en 7,6% y 7,5%, respectivamente), confiando en el margen y la capacidad de actuación de las autoridades.

Gráfico 2.3  
Depreciación del tipo de cambio (%) y brecha de financiación externa (CC + Balance IED, % PIB)



Fuente: BBVA Research en base a EPFR data

Gráfico 2.4  
Economías emergentes: crecimiento del PIB (% t/t, corregida estacionalmente)



Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

## La zona euro prosigue su lenta recuperación, con el apoyo del BCE y con la unión bancaria en el punto de mira

Tras un inicio de año en recesión, la zona euro ha conseguido mantener una senda de expansión moderada a lo largo de la segunda parte del año, tal y como preveíamos en BBVA Research. Así, los datos del cuarto trimestre apuntan hacia un crecimiento interanual del 0,4%, que aunque leve, es el mayor desde finales de 2011. Detrás de esta ligera mejora, está la perspectiva del creciente papel de la demanda doméstica y la sostenida mejora de las condiciones financieras,

<sup>1</sup>: El conjunto de instituciones y vehículos financieros que escapan de la regulación del sistema bancario cumpliendo sus mismas funciones de intermediar entre los agentes económicos con exceso/déficit de ahorro para acometer decisiones de consumo o inversión.

favorecida por la determinación y el compromiso del BCE con una política monetaria expansiva, aunque el motor del crecimiento europeo en 2013 y 2014 ha sido y seguirá siendo el sector exportador.

En todo caso, no serían descartables periodos de inestabilidad conforme se acerquen eventos que puedan alterar el panorama de avances en la unión bancaria y en general de fortalecimiento de la unión monetaria en Europa. Entre estos eventos a los que hay que estar atentos, cabría destacar las elecciones al Parlamento Europeo, o novedades sobre las condiciones y los resultados de los exámenes de los balances bancarios.

Con todo, mantenemos nuestras previsiones para la zona euro en 2014 en el 1,1%, mientras que se espera un crecimiento del 1,9% en 2015. En cualquier caso, dada la continuada debilidad cíclica que proyectamos, se mantiene en el horizonte de previsión como evento de riesgo, aunque de baja probabilidad, un escenario en el que la posibilidad de deflación pueda ser relevante.

### 3. Mercados financieros locales: impactos menores ante el inicio del *tapering*.

El mercado pareció anticipar el inicio del *tapering* en EE.UU., con ajustes bursátiles, aumentos en la volatilidad y depreciaciones de monedas emergentes. Una vez concretado el anuncio de la Fed, no se han visto impactos relevantes. Las tasas de interés de largo plazo que sufrieron alzas acompañando a las tasas externas, han tenido reversiones ante el retroceso de estas últimas y los recortes concretados y previstos para la TPM en Chile.

Como comentamos en el Situación 4T13, las noticias respecto al retiro del estímulo monetario no convencional en EE.UU., habían tenido impactos relevantes en los mercados financieros globales, en un escenario de mayor convencimiento de la posición cíclica menos favorable de economías emergentes en general.

Durante los últimos dos meses se han observado castigos adicionales al riesgo país -medido por el *credit default swap* (CDS)- en Chile, fenómeno compartido por otras economías andinas. El CDS de Chile se ha estabilizado en torno a 90 puntos base, aunque no son descartables incrementos mayores ante cifras de corto plazo de actividad que acentuarán el convencimiento de un crecimiento marcadamente menor al potencial en 2014. En este contexto financiero, debemos separar el caso de Brasil del resto de Latinoamérica al presentar un casi persistente aumento en su CDS desde mediados de diciembre (Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1

Credit Default Swap Latam 5 años (Puntos base)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

En conjunto, el principal indicador bursátil chileno ha mantenido el comovimiento con sus pares de la región al ser medido en dólares, a pesar del proceso electoral y la incertidumbre empresarial asociada a la Reforma Tributaria anunciada por el Gobierno entrante (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.2

**Mercados bursátiles (MSCI en dólares, índices 30-04-2013=100)**



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

El apetito por activos accionarios locales por parte de extranjeros y agentes institucionales se ha mantenido muy apagado, situación que se confirma en los bajos montos transados en la bolsa de comercio. En efecto, la principal plaza bursátil tuvo transacciones por US\$ 45.800 millones en 2013, anotando una reducción de 1% respecto al volumen de negocios registrado el 2012. Asimismo, se observó una casi persistente venta neta de acciones chilenas por parte de los Fondos de Pensiones (AFP) y Fondos Mutuos durante el segundo semestre de 2013; renta variable local pasó de representar 13,7% del total administrado por las AFP en junio 2013 a 11,5% en diciembre 2013.

Respondiendo al proceso de desaceleración de la economía, hemos tenido recortes en la tasa de política monetaria en línea con nuestro escenario base de mediano plazo. Registros de actividad por debajo de la expectativa de consenso dan sustento a nuevos recortes en los meses venideros, y han llevado a desarme de operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carry trade*) por parte de no residentes (Gráfico 3.3). Aquellos elementos financieros se han unido a la apreciación multilateral del dólar vinculada al *tapering*, elevando significativamente la paridad peso-dólar americano aunque bastante en línea con monedas de la región (Gráfico 3.4).

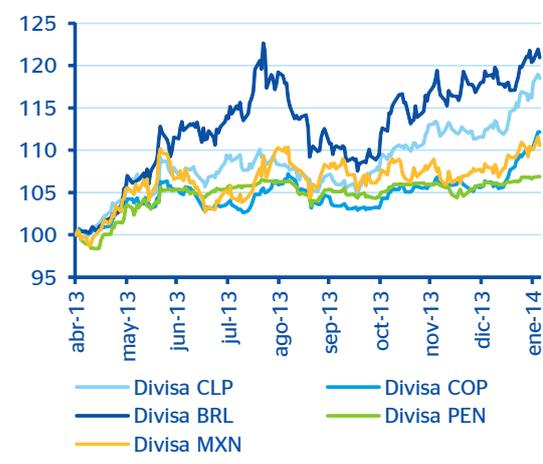
El valor que ha alcanzado el tipo de cambio es superior al explicado por sus determinantes fundamentales. La depreciación del peso desde inicios de año tiene un componente transitorio, dado por el señalado desarme de posiciones de carry trade y la preocupación generada sobre algunas economías emergentes. En la medida que los mercados diferencien a Chile por su posición más sólida y se asiente mejor la estrategia de salida de la reserva Federal, podríamos ver estabilizaciones o incluso leves apreciaciones. Sin embargo, enmarcadas en un proceso depreciativo nominal y real que estará presente particularmente en la primera parte de este año.

Gráfico 3.3  
TCN y Carry trade (\$/USD, MM USD)



Fuente: BCCCh, BBVA Research

Gráfico 3.4  
Paridades con respecto al dólar (Índices 30-04-2013=100)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Las tasas de interés de largo plazo experimentaron un alza relevante desde mediados de noviembre hasta fines de diciembre 2013, acompañando el alza experimentada por los bonos del tesoro americano. El retroceso del bono del tesoro americano desde inicios del 2014 en conjunto con mayores recortes esperados para la tasa de política monetaria en Chile han permitido retrocesos de entre 30 y 20 puntos bases para deuda soberana en pesos a plazos de 5 y 10 años entre fines de diciembre y la primera semana de febrero de 2014 (Gráfico 3.5).

Gráfico 3.5  
Tasas de interés 5 y 10 años nominal Chile y Treasury 10 años (Porcentaje)



Fuente: Asociación de Bancos e Instituciones Financieras (ABIF), Federal Reserve Bank of St. Louis, BBVA Research

Un elemento que también estaría conteniendo, al menos transitoriamente, el alza de las tasas de la deuda soberana chilena es la menor oferta relativa de instrumentos de deuda del Banco Central de Chile. En efecto, como muy pocas veces en su historia, el organismo ha optado por no emitir deuda soberana de plazos superiores a un año. Esto ha dejado la oferta de instrumentos soberanos en manos de la Tesorería que ha entregado un plan de deuda privilegiando instrumentos nominales versus indexados a la inflación (Tabla 3.1).

Tabla 3.1

**Oferta de instrumentos de renta fija soberanos**

	2012	2013	2014
Oferta total pesos y UF (millones USD)			
Tesorería	5.704	4.112	6.007
Banco Central	3.968	3.471	0
Ratios (porcentaje)			
BCCh/Tesorería	70	84	0
BCCh/Total	41	46	0
\$/UF	54	63	120
\$/UF BCCh	89	76	-
\$/UF Tesorería	37	53	120

Fuente: BCCh, BBVA Research

Esta nueva composición se encuentra acorde con los esfuerzos de nominalización de la autoridad, apoyan una contención del traspaso de alzas en las tasas de interés externas, y permiten una mayor transmisión de las bajas en la tasa de política monetaria hacia la parte media y larga de la curva de rendimiento.

## 4. Chile: De menos a más dentro del 2014, con PIB creciendo 4%. Crecimiento en torno al potencial en 2015

**PIB en 2014 se sustentará en mayor crecimiento mundial, relevante impulso fiscal, normalización del ciclo de inventarios y efectos de bajas en la Tasa de Política Monetaria (TPM). Materialización de riesgos sobre la inversión y en el plano internacional sobre la economía china, podrían impactar a la baja estas previsiones**

En 2013 la economía creció 4,0% de acuerdo con el promedio de los IMACEC publicados, con un cuarto trimestre que mostró una expansión muy débil de 2,7% a/a. A nivel sectorial el crecimiento el año pasado estuvo liderado por el comercio minorista y la minería, dinamismo que fue contrarrestado por la actividad manufacturera y por un muy débil desempeño de los sectores resto, que incluyen principalmente servicios vinculados con la inversión (Gráfico 4.1).

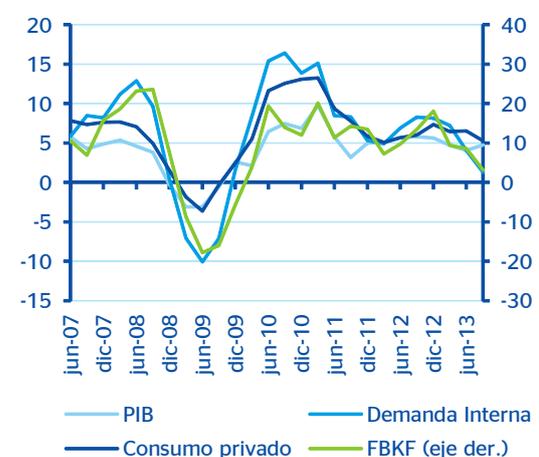
La demanda interna habría crecido 4,4% en 2013 de acuerdo con nuestras estimaciones, contribuyendo al cierre de la brecha con respecto al PIB de los años previos. En este resultado incidió a la baja la fuerte desacumulación de inventarios que se dio en el segundo y tercer trimestre, fenómeno explicado principalmente por el incremento de los envíos mineros y que, de acuerdo con nuestras estimaciones, no se habría repetido en 4T13 (Recuadro 1). La pérdida de dinamismo de la inversión en maquinaria y equipos también incidió en este menor crecimiento de la demanda interna, experimentando una desaceleración relevante en 3T13 y contrayéndose, de acuerdo con nuestras estimaciones, en 4T13. Más allá de la alta base de comparación asociada a la internación de equipos de transporte a fines de 2012, esta contracción es una muestra clara de los efectos que está teniendo sobre la economía el término del ciclo de inversión en minería. El crecimiento de la inversión en construcción también se moderó y estimamos habría cerrado 2013 en torno a 4,7%. El consumo privado se desaceleró pero a un ritmo gradual y se mantuvo apoyado por un bajo desempleo, por el crecimiento de las remuneraciones y el optimismo de los consumidores. Estimamos que este componente del gasto habría crecido 5,5% en 2013 (Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1  
**Indicadores sectoriales (var. % a/a, promedio móvil trimestral)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 4.2  
**PIB, demanda interna, consumo e inversión (var. % a/a)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

### Recuadro 1. Inventarios aportarán al crecimiento el 2014

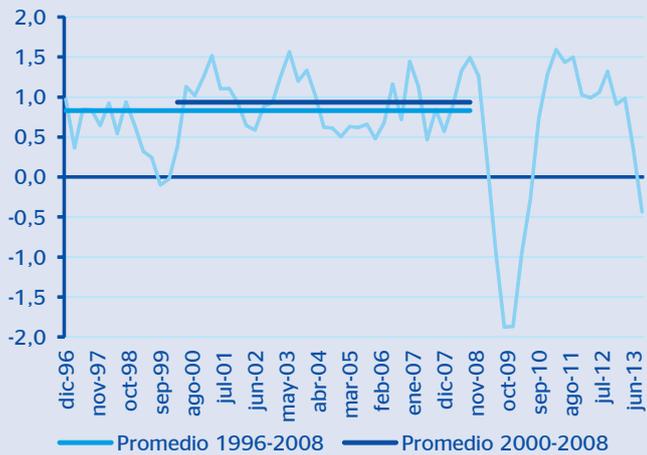
#### Desacumulación de inventarios mineros no habría continuado en 4T13

Durante el segundo y tercer trimestre del 2013 la economía experimentó una muy significativa desacumulación de inventarios. El cociente de variación de existencias a PIB llegó a -0,4% en 3T13, valor que se compara con un promedio antes de la crisis de 2008-2009 que fluctuaba entre +0,8% y +0,9% (Gráfico R.1.1). En términos proyectivos, es claro que el comportamiento de las existencias es cíclico y que la acumulación de existencias como porcentaje del PIB en el mediano plazo debe tender a una cifra positiva, de manera que lo sucedido en 2T13 y 3T13 es un fenómeno de naturaleza transitoria.

Para encontrar en la historia reciente un fenómeno de desacumulación de existencias similar al del año pasado, debemos remontarnos al período 2008-2009, sin embargo, ahora la desacumulación es menos intensa (Gráfico R.1.2) y obedece a factores distintos. En efecto, el ciclo de inventarios de 2008-2009 estuvo relacionado principalmente con el deterioro de las perspectivas de la demanda, como consecuencia del impacto que se estimaba tendría la crisis internacional sobre la economía<sup>2</sup>.

Gráfico R.1.1

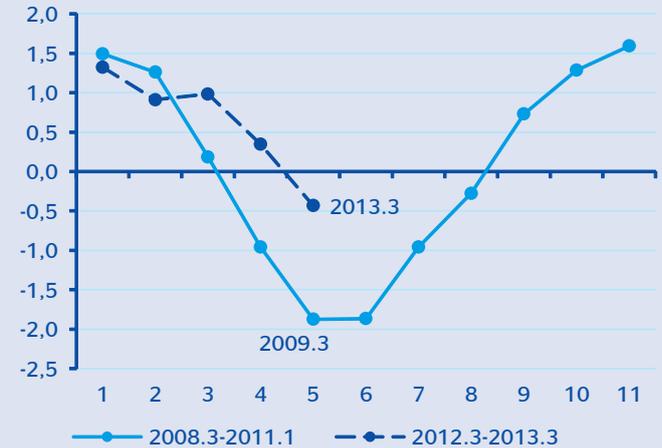
#### Razón variación de existencias a PIB (Series empalmadas, referencia 2008 como porcentaje del PIB)



Fuente: BCCCh, BBVA Research

Gráfico R.1.2

#### Razón variación de existencias a PIB 2009-2013 (Trimestres)



Fuente: BCCCh, BBVA Research

Una diferencia fundamental entre la desacumulación de existencias del año 2009 y el año 2013 es que en el caso del año pasado, el efecto fue casi completamente contrarrestado (y explicado) por un aumento de las exportaciones mineras (Gráfico R.1.3), que crecieron significativamente en los dos trimestres de desacumulación de inventarios. En ese período, si bien aumentó la producción minera, esta no fue suficiente para satisfacer el aumento de los envíos al exterior, por lo que la diferencia debió ser completada con desacumulación de existencias. Este fenómeno habría respondido a un repunte de la demanda de cobre de China, que se reflejó también en el descenso de los inventarios del metal en las bolsas mundiales.

El Gráfico R.1.4 muestra el sorprendente aumento que registraron los envíos de cobre en el segundo y tercer trimestre de 2013. La pregunta que surge es si este crecimiento de las exportaciones continuó en 4T13 y en el mismo gráfico se observa que un *proxy* del volumen de exportaciones indica que el dinamismo de las exportaciones de cobre no se mantuvo, por lo que, al menos por este factor, no deberíamos volver a ver una caída de existencias cuando se publiquen las Cuentas Nacionales de 4T13.

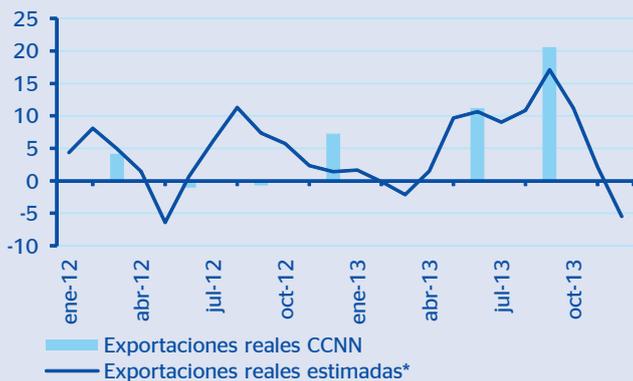
2: Cabe señalar que cuando se mide la contribución al crecimiento del PIB de la inversión en existencias, se observa que el aporte negativo del año 2009 se revirtió casi completamente el año 2010. Por otro lado, en los años 2011-2012, este componente del PIB fue más bien neutral en su contribución al crecimiento anual.

Gráfico R.1.3  
Contribución al crecimiento del PIB (Puntos porcentuales)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico R.1.4  
Crecimiento de las exportaciones de cobre (Porcentaje)



\*Diferencia entre el Valor y el Precio de las exportaciones  
Fuente: BCCh, BBVA Research

El Banco Central también argumentó en el IPoM de diciembre de 2013 que este proceso de desacumulación de existencias es esencialmente un fenómeno relacionado con el sector minero y, además, señaló que una rápida recuperación de las existencias podría ser uno de los factores que llevaría a una convergencia rápida del crecimiento de la actividad hacia tasas más cercanas a las de tendencia. ¿Qué tan probable es este escenario? En la siguiente parte de este recuadro discutimos las perspectivas para la acumulación de existencias en el mediano plazo.

**Perspectivas e impacto en el escenario macroeconómico**

Pasada la coyuntura particular por la que atravesaron los inventarios mineros, el foco de la evolución de las existencias debe estar puesto en el resto de los sectores y en los determinantes habituales de este componente de la

inversión. Un indicador muy utilizado en el seguimiento de la evolución coyuntural de los inventarios corresponde al IMCE, índice para el cual contamos con información hasta diciembre de 2013 respecto de la percepción de los empresarios sobre los niveles de existencias mantenidos. La lectura directa de estos índices señala que los inventarios del sector minero se ubican bajo el nivel deseado y el promedio histórico.

La literatura empírica que busca explicar el comportamiento de los inventarios ha abordado el tema usando dos tipos de modelos<sup>3</sup>. En primer lugar están los modelos de producto estable, según los cuales las empresas tratan de mantener la producción estable, independiente de la evolución de las ventas. Como resultado, los inventarios resultan ser contracíclicos, es decir se desacumulan en períodos de ventas crecientes y se acumulan en la fase de desaceleración del ciclo. El segundo tipo de modelos es el que se conoce como de aceleración de inventarios. De acuerdo con estos modelos, las empresas acumulan existencias cuando visualizan expectativas de demanda más dinámicas y viceversa. En este caso, las existencias tendrían un comportamiento procíclico.

Los resultados para Chile muestran que el segundo tipo de modelos es el que más se ajusta a los datos, es decir, en nuestra economía los inventarios tienen un comportamiento procíclico y por lo tanto en su evolución futura son claves las perspectivas de la demanda interna (sin inventarios). Considerando las proyecciones de este Situación, el Gráfico R.1.5 muestra la proyección de la variación de existencias como porcentaje del PIB en los próximos trimestres. Se observa que, acorde con nuestras proyecciones de crecimiento de la demanda interna y tasas de interés, veremos en el transcurso de 2014 un proceso gradual de normalización de las existencias como porcentaje del PIB, alcanzando niveles cercanos a sus promedios históricos en 2015.

Gráfico R.1.5  
Proyección variación existencias como % del PIB



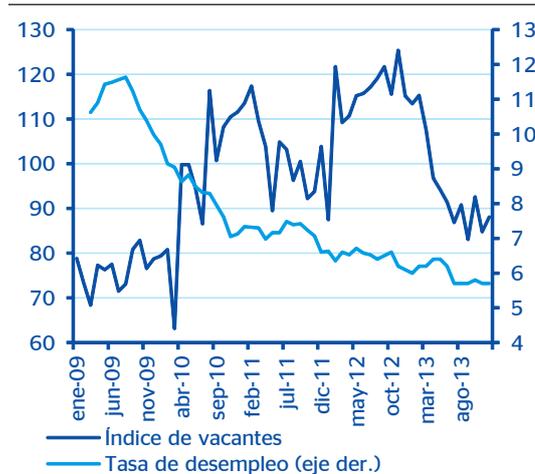
Fuente: BCCh, BBVA Research

3: Para más detalle ver Baeza, W. y R. Caputo (2005) "Estimación de Ecuaciones Trimestrales de Variación de Existencias". Revista Economía Chilena, Volumen 8-Nº3. Banco Central de Chile.

Mantenemos sin cambios la proyección de crecimiento del PIB de este año en 4,0% y proyectamos un crecimiento de la demanda interna de 4,5%, levemente por sobre lo previsto en nuestro anterior informe trimestral. En el corto plazo, vemos un inicio de año con un pobre registro de crecimiento en enero en el rango de 1,5% y 2,5% a/a, debido principalmente a los efectos del paro portuario en los envíos de cobre. Junto con los efectos que esta paralización ha tenido en la actividad agrícola, vemos impactos relevantes en los sectores transportes y servicios vinculados con el comercio internacional. En lo que respecta a la postergación de envíos, es importante señalar que parte de los efectos serán transitorios, por lo que en la medida que se depongan las movilizaciones, esperamos ver un *payback* en el IMACEC de febrero.

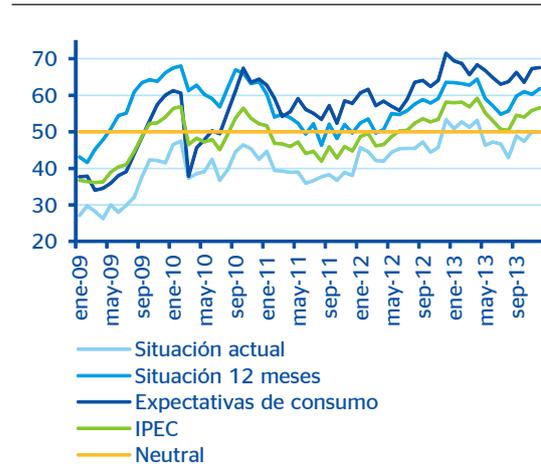
En relación con los componentes del gasto, prevemos que este año continuará la desaceleración del consumo privado, el cual crecería 4,3%, como consecuencia de un menor dinamismo del mercado laboral que se reflejará en incrementos de la tasa de desocupación y menor crecimiento de las remuneraciones, lo que incidirá negativamente en el ánimo de los consumidores (Gráficos 4.3, 4.4 y 4.5). Se suma a lo anterior, el efecto que está teniendo la depreciación cambiaria en contener las bajas de precios de bienes importados e incrementándolos en algunos casos, toda vez que en los últimos años, el consumo privado recibió un empuje importante de las bajas de precios de productos importados, que estimamos no será un factor determinante este año

Gráfico 4.3  
**Tasa de desempleo y vacantes (Porcentaje, índice total ponderado desestacionalizado promedio 1995=100)**



Fuente: INE, BCCh, BBVA Research

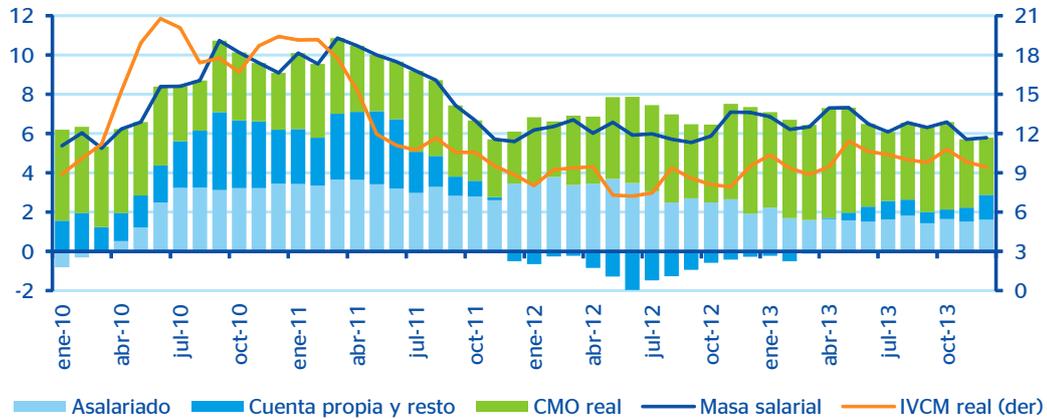
Gráfico 4.4  
**Confianza de los consumidores (Índice)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 4.5

Masa salarial y Ventas minoristas\* (Variación anual, porcentaje)

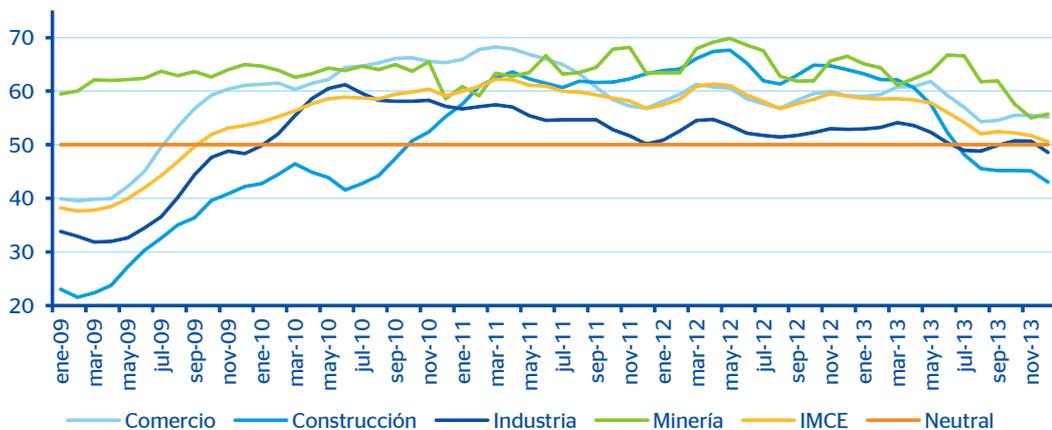


\*Variación anual del promedio móvil trimestral  
Fuente: INE, BBVA Research

En lo que respecta a la inversión, existen dosis importantes de incertidumbre en la proyección de este año. Si bien el catastro de inversión considera montos relevantes y mayores a los de 2013, muchos de los proyectos se encuentran en etapas preliminares de estudio y, por lo tanto, no necesariamente terminarán concretándose este año. En este sentido será clave, entre otros factores, la pronta comunicación de los detalles de la reforma tributaria por parte del gobierno entrante. De cualquier forma, para este año esperamos un menor crecimiento de la construcción y uno mayor de la inversión en maquinaria y equipos, principalmente por efecto de la baja base de comparación con la que este componente del gasto cerró 2013. Considerando que gran parte de esta inversión en maquinaria y equipos es en bienes importados, el impacto sobre el PIB es bastante menor. La confianza empresarial se mantiene en el agregado en niveles neutrales, pero esto es consecuencia de que la confianza del sector minero sigue en niveles elevados y de que los empresarios de comercio se mantienen optimistas, contrarrestando la baja en la confianza de la industria y la construcción que se ubican en la zona pesimista (Gráfico 4.6).

Gráfico 4.6

Expectativas empresariales por sectores (Promedio móvil trimestral)



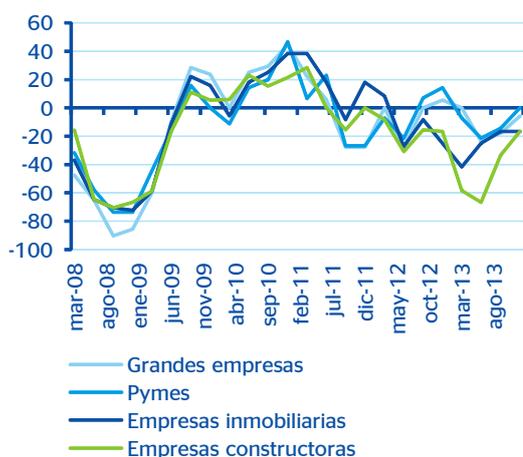
Fuente: BCCh, BBVA Research

Un componente de la inversión que jugó un rol importante el año pasado fue la variación de inventarios, variable para la cual proyectamos una gradual normalización en el curso de 2014, lo que también contribuirá positivamente al crecimiento del PIB.

En relación con las condiciones financieras relevantes para las decisiones de inversión y de consumo, especialmente de bienes durables, estas están siendo afectadas por fuerzas que se contraponen. Por un lado, las condiciones de oferta de crédito por parte de los bancos se están haciendo más restrictivas (Gráficos 4.7 y 4.8), anticipando un escenario de crecimiento más débil y un deterioro del mercado laboral y, por otro, la política monetaria está inyectando estímulo a la economía con bajas de la TPM que estimamos totalizarán 100 puntos base hacia el fin del 1T14, inicios del 2T14.

Gráfico 4.7

**Condiciones de otorgamiento de crédito bancario a empresas (Porcentaje neto de respuestas)\***



\*Estándares de Aprobación de Créditos Bancarios a Empresas. Valor positivo (negativo) menos (más) restrictivo. Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 4.8

**Condiciones de otorgamiento de crédito bancario a personas (Porcentaje neto de respuestas)\***



\*Estándares de Aprobación de Créditos Bancarios a Empresas. Valor positivo (negativo) menos (más) restrictivo. Fuente: BCCh, BBVA Research

En cuanto al gasto público, tal como desarrollamos con más detalle en la sección de política fiscal, prevemos un impulso fiscal relevante este año. Estimamos que el gasto público crecerá más de 6%, lo que representa la mayor expansión desde el año 2010 y contribuirá en alguna medida a contrarrestar la desaceleración de otros componentes de la demanda interna.

Proyectamos un impacto positivo del sector externo neto en el crecimiento del PIB, de la mano de la recuperación que están exhibiendo las economías desarrolladas, particularmente EE.UU. y la Zona Euro, así como también del mayor tipo de cambio real que contribuirá a mejorar la competitividad del sector exportador (Recuadro 2). En este sentido, el principal riesgo sigue siendo la dependencia de nuestra economía de China, puesto que la sostenibilidad de su ritmo de crecimiento es clave para mantener la demanda por nuestros productos de exportación. Actualmente los riesgos para la nación asiática están sesgados a la baja, lo que pone una nota de cautela sobre las expectativas para el precio del cobre y el volumen de exportaciones previsto para este año.

Finalmente, un tema netamente estadístico pero no por eso menos importante es que la concentración de malas noticias de actividad en la última parte del año pasado implican, todo lo demás constante, que en 4T14 por un efecto base de comparación, la economía podrá crecer en términos interanuales sin mucho esfuerzo. Esta es otra razón por la cual seguimos viendo factible el cumplimiento de nuestra previsión de crecimiento para este año.

A partir de 2015 proyectamos que, en ausencia de *shocks* externos o internos que afecten el ritmo de expansión de la economía, el crecimiento del PIB se ubicará en torno al potencial estimado en 4,5%. Contribuirán a este mayor crecimiento el impulso monetario inyectado entre 2013 y 2014; la reducción de incertidumbres que están afectando a la inversión en 2014 y un mercado laboral en que el empleo crecerá en línea con el incremento de la fuerza de trabajo y las remuneraciones, a un ritmo acorde con la meta de inflación y el crecimiento de la productividad.

## Recuadro 2. Competitividad de las exportaciones de manufactura en Chile

### Aumento de costes y apreciación del peso explican el retroceso de la competitividad manufacturera en los últimos 5 años

En términos generales, durante los últimos cinco años la industria chilena ha visto un retroceso en el proceso ascendente de ganancias de competitividad observado desde el 2002. Dicho retroceso se caracteriza por una apreciación del peso chileno —en un contexto de depreciación multilateral del dólar y favorables términos de intercambio asociados al precio del cobre— y por un aumento de costos laborales y energéticos. Sin embargo, consideramos algún grado de compensación parcial por menores costes de financiación —en particular la externa— y por una mayor profundización del mercado de coberturas cambiarias.

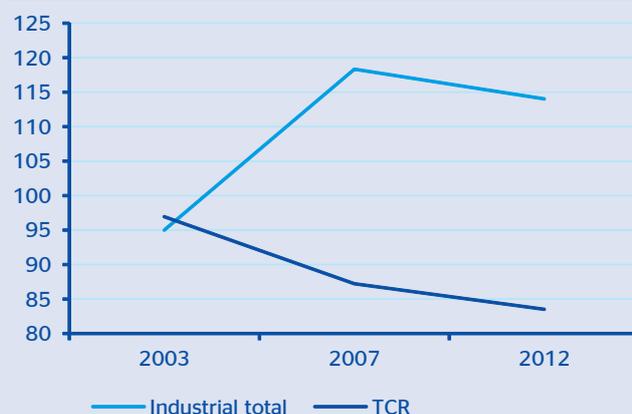
Para aproximarnos a la evolución de la competitividad en Chile hemos construido indicadores para la industria como un todo y también para diversos subsectores industriales<sup>4</sup>. Estos se basan en cifras oficiales del índice de valor unitario de exportaciones industriales —IVUX industriales medidos en USD—, en el nivel del tipo de cambio nominal, y en nuestra mejor estimación para un índice de costes laborales unitarios del sector (más detalles en próximo Observatorio Económico).

De esta forma, nuestros indicadores sugieren que en términos agregados la industria mostró una trayectoria ascendente de ganancias de competitividad durante el periodo 2003-2007 (estimamos que del orden de 24,6%), para luego contraerse parcialmente hacia el año 2012 (retroceso de 3,7% en el periodo). En este contexto, y a pesar de mostrar dificultades durante el periodo post-Lehman, la industria como un todo ha logrado aumentar su competitividad durante el periodo 2003-2012 en algo cercano a 20%, de acuerdo con nuestro indicador. Lo anterior no deja de llamar la atención y contrasta con la evolución del tipo de cambio real multilateral —utilizado como medida de la competitividad agregada de la economía—, que mostró una apreciación del 10% durante el periodo 2003-2007 y una adicional de 4,2% hacia el 2012, es decir, una caída de 13,8% para todo el periodo (Gráfico R.2.1).

En este contexto, la evolución apreciativa que mostró el tipo de cambio nominal durante los últimos años —por depreciación multilateral del dólar— habría sido el principal elemento detrás del retroceso observado en la competitividad. A lo anterior se suma un alza importante de los costes laborales producto del cambio en la composición del crecimiento local, que terminó

ejerciendo presión sobre el uso de recursos domésticos (Gráfico R.2.2). Este cambio se caracterizó por una mayor expansión de la demanda interna, impulsando sectores relativamente más intensivos en el uso mano de obra de mayor calificación. Sin embargo, debemos considerar que detrás de este cambio de composición en el crecimiento, con fuerte expansión de la inversión y del consumo privado, se oculta el efecto riqueza de unos términos de intercambio más favorables —consecuencia de un precio del cobre elevado.

Gráfico R.2.1  
Competitividad industrial agregada vs TCR multilateral (Nivel, marzo2003=100)



Fuente: INE, BCCh, BBVA Research

Gráfico R.2.2  
Costos de mano de obra agregados e industriales (Var% a/a)



Fuente: INE, BCCh, BBVA Research

4: El indicador utilizado para medir la competitividad se base en la construcción de un tipo de cambio real para diversas sub-industrias en base a la siguiente definición utilizada para Índice de Competitividad (IC):

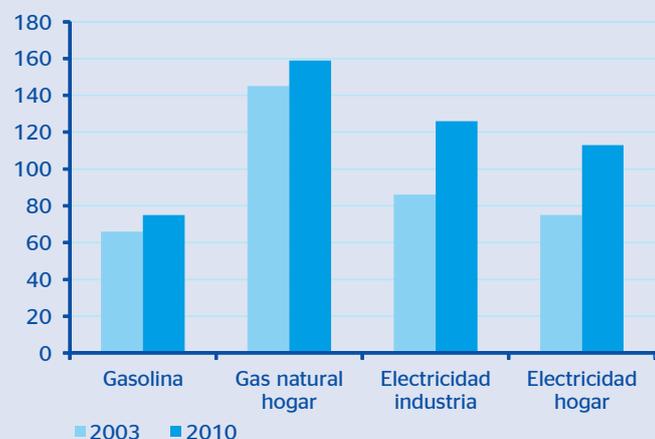
$$IC_i(t) = \frac{E(t) \times IVUX_i(t)}{CLU_{industria}(t)}$$

Donde E es el tipo de cambio nominal. Tanto para el IVUX como para el CLU de la industria se utilizan series trimestrales desestacionalizadas. Mayores detalles en próximo Observatorio Económico.

Si bien dichos factores podrían relacionarse a fenómenos transitorios, existe un elemento estructural que compromete las perspectivas para la competitividad industrial durante los próximos años, en particular, la evolución esperada de los costes energéticos (Gráfico R.2.3). Dicho sector ha visto dificultades para materializar inversiones durante los últimos años, atribuibles a elementos medioambientales que han terminado judicializando una parte importante de los nuevos proyectos.

Gráfico R.2.3

**Precios de energía en Chile (Dólares a TC de mercado, índice precio mediana OCDE=100)**



Fuente: Agencia Internacional de Energía, BBVA Research

**La economía chilena no sólo requiere un peso relativamente más depreciado, sino también persistencia del tipo de cambio en niveles más elevados. Así, parte importante de la reciente pérdida de competitividad podría verse mejorada, quedando como desafío la disminución en los costes energéticos**

Finalmente, una interpretación alternativa atribuye una parte importante de la pérdida de competitividad a causas ligadas a la bonanza en el precio de las materias primas, que llevó a una posición cíclica muy favorable para la economía —elevados términos de intercambio—, con apreciación del peso y fuerte inversión y demanda de mano de obra en la minería, que traspasó alzas de costes laborales a otros sectores exportadores no tradicionales. Sin embargo, estimamos que este fenómeno —la denominada enfermedad holandesa— se estaría mitigando.

En conclusión, independientemente de cuál haya sido la causa —depreciación global del dólar por el ciclo monetario de EE.UU. o bien apreciación del peso chileno por superciclo de las materias primas—, consideramos que, en la medida en que la pérdida de valor del peso chileno se asiente y el ciclo de inversiones en la minería llegue a su madurez, es esperable que la inversión se vuelque hacia aquellos sectores rezagados. Al respecto, consideramos que la economía chilena no sólo requiere un peso relativamente más depreciado, sino también persistencia del tipo de cambio en niveles más elevados. Así, parte importante de la reciente pérdida de competitividad podría verse mejorada y quedarían como desafíos —a propósito del reciente paro portuario— los avances en infraestructura logística (Tabla R.2.1).

Tabla R.2.1

**Desempeño logístico, principales competidores de exportaciones industriales chilenas (Puntajes de 1 al 5)**

	2007		2010		2012	
	Índice	Ranking	Índice	Ranking	Índice	Ranking
Chile	3,25	31	3,09	48	3,17	38
México	2,87	54	3,05	49	3,06	46
Argentina	2,98	44	3,10	47	3,05	48
Perú	2,77	58	2,80	66	2,94	59
Colombia	2,50	80	2,77	71	2,87	63
América Latina*	2,65		2,84		2,83	
Sudáfrica	3,53	23	3,46	27	3,67	23
Canadá	3,92	10	3,87	14	3,85	13
Australia	3,79	17	3,84	17	3,73	18
Noruega	3,81	16	3,93	10	3,68	21
Nueva Zelanda	3,75	19	3,65	20	3,42	30
Mundo	2,74		2,87		2,87	

\*América Latina corresponde al promedio simple de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela.

Nota: El punto general del Índice de Desempeño Logístico refleja las percepciones de la logística de un país basadas en la eficiencia del proceso del despacho de aduana, la calidad de la infraestructura relacionada con el comercio y el transporte, la facilidad de acordar embarques a precios competitivos, la calidad de los servicios logísticos, la capacidad de seguir y rastrear los envíos, y la frecuencia con la cual los embarques llegan al consignatario en el tiempo programado. El índice varía entre 1 y 5, donde el puntaje más alto representa un mejor desempeño. Los datos proceden de las encuestas del Índice de Desempeño Logístico realizadas por el Banco Mundial, en asociación con instituciones académicas e internacionales, compañías privadas e individuos involucrados en la logística internacional.

Fuente: Banco Mundial, BBVA Research.

## 5. Cuenta corriente alcanza niveles sostenibles

### Vulnerabilidades externas acotadas ante un escenario de *sell-off* de emergentes

En un escenario internacional con cuestionamientos respecto a la vulnerabilidad de algunas economías emergentes, evaluamos a Chile en una posición sólida. Al observar la composición de la deuda externa, la Deuda Externa de Corto Plazo Residual (DECPR) ha aumentado, pero representando una proporción menor de la Deuda Externa Total. En efecto, la DECPR representaba el 40% de la deuda total el 2007, disminuyendo a 33% el 2013. Aquello indica que gran parte del crecimiento de la deuda externa ha sido a plazos superiores a 1 año.

Por otro lado, al observar indicadores de liquidez, la razón de DECPR financiera sobre los recursos en dólares se ha recuperado post-Lehman, pero llega a niveles solo similares a los del 2007 (Tabla 5.1). Asimismo, se observa un deterioro en los indicadores de solvencia desde el 2008, pero nuevamente recuperándose hacia niveles incluso inferiores a los del 2007. En ese contexto, la evaluación es que la estructura de financiamiento externo es saludable. Además, desde una perspectiva internacional, el nivel de DECPR de Chile, como porcentaje de las reservas internacionales, se mantiene en un valor intermedio entre las economías emergentes con flotación cambiaria y otras economías avanzadas de menor tamaño. Más aún, dentro del fuerte crecimiento de los pasivos externos, ha sido la Inversión Extranjera Directa el principal responsable, de la mano del incremento del déficit de cuenta corriente que vimos post-Lehman y que ha tendido a moderarse significativamente en los trimestres previos (ver detalles en próximo apartado).

Tabla 5.1

#### Indicadores de solvencia y liquidez externa

(Miles de millones de dólares)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
(Miles de millones de dólares)							
Deuda Externa Total	76	64	72	84	99	118	121
DECPR	30	28	26	30	40	40	40
(Porcentaje del PIB)							
Stock Activos Externos	81	83	107	106	104	109	112
Stock Pasivos Externos	94	98	120	120	117	126	129
(Porcentaje del total)							
<b>Composición de los Pasivos Externos</b>							
Inversión extranjera directa	55	58	60	61	60	61	61
Portafolio Renta Variable	7	5	7	8	7	8	9
Portafolio Renta Fija	4	6	6	8	10	10	11
Otros	34	30	28	23	23	21	19
(Porcentaje)							
<b>Solvencia</b>							
Deuda Externa Total / PIB	49	32	37	37	38	42	43
Deuda Externa Total / X	133	85	112	103	104	116	128
<b>Liquidez</b>							
DECPR Financiera/ (RIN + FEES) (*)	55	45	51	55	53	56	57

(\*) DECPR financiera: excluye créditos comerciales y préstamos entre empresas por inversión extranjera directa.  
Fuente: BCCh, BBVA Research

Un elemento mitigador que debemos consignar dentro de los riesgos externos hace referencia a la entrada en vigencia de la Ley Única de Fondos. Esta ley fue aprobada en noviembre 2013 y en materia de Aportantes Extranjeros, la ley contempla nuevos incentivos. Para el caso de los contribuyentes sin domicilio ni residencia en Chile (aportantes extranjeros), se establece un impuesto sustitutivo al Impuesto Adicional, con tasa del 10% en la distribución de dividendos y en la ganancia de capital obtenida de fondos públicos y fondos mutuos. La entrada en vigencia de esta ley -probablemente durante la primera parte de este año- estará directamente vinculada a la dictación de su Reglamento, donde probablemente se establecerán una serie de regulaciones. Los riesgos son a que Chile tenga entrada de capitales extranjeros gracias al marco entregado por la LUF, pero aquello seguirá siendo condicional a la no concreción de riesgos de *sell-off* de economías emergentes vinculados a los riesgos externos presentados en la Sección 9.

### Se corrige a la baja déficit por cuenta corriente esperado para 2014, desde un 4,6% a un 3,0% del PIB. Para 2015 proyectamos un déficit de 2,8% del PIB. Corrección se explica por desaceleración de la demanda interna -principalmente inversión- y un mayor impulso externo

Hemos corregido significativamente a la baja nuestra proyección de déficit en cuenta corriente tanto para el año recién terminado como para el que comienza. La razón detrás de nuestra nueva valoración radica en un ajuste en la composición del crecimiento, con una menor contribución de la inversión y una mayor del sector externo. En consecuencia, la convergencia hacia niveles sostenibles -que estimamos en torno al 2%-3% del PIB- será más acelerada en el horizonte de proyección. Se han concretado los riesgos depreciativos de manera intensa y es más evidente la desaceleración de la demanda interna. En su conjunto, estos elementos contribuyen a levantar los riesgos de sostenibilidad de la cuenta corriente.

A lo anterior se suma un leve ajuste al alza en el precio promedio del cobre proyectado para el periodo 2014-2015 (desde USD3,00 y USD2,90 por libra a USD3,14 y USD2,98 por libra para dichos años, respectivamente), lo que dará mayor soporte al saldo de la balanza comercial. Sin embargo, mantenemos nuestra estimación de convergencia a un precio de largo plazo en torno a los USD2,90 la libra (Gráfico 5.1).

En este contexto, proyectamos un déficit de cuenta corriente de 3,0% del PIB para el 2014 (equivalente a USD8,2bn), inferior al déficit de 4,6% del PIB proyectado anteriormente, y para 2015 proyectamos una reducción adicional del déficit hacia niveles de 2,8% del PIB (Gráfico 5.2).

Gráfico 5.1

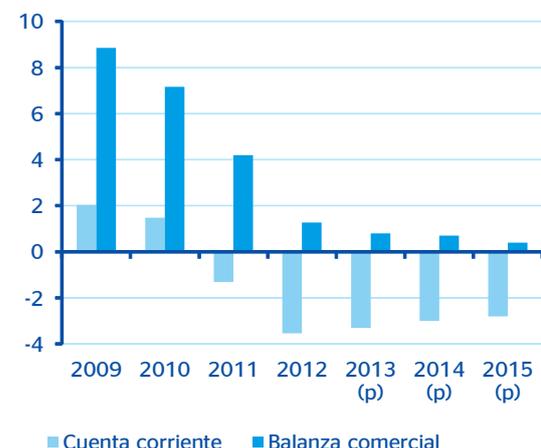
Proyección precio del cobre (US\$ por libra, promedio)



Fuente: Comisión Chilena del Cobre, BBVA Research

Gráfico 5.2

Saldo comercial y de cuenta corriente (% del PIB)



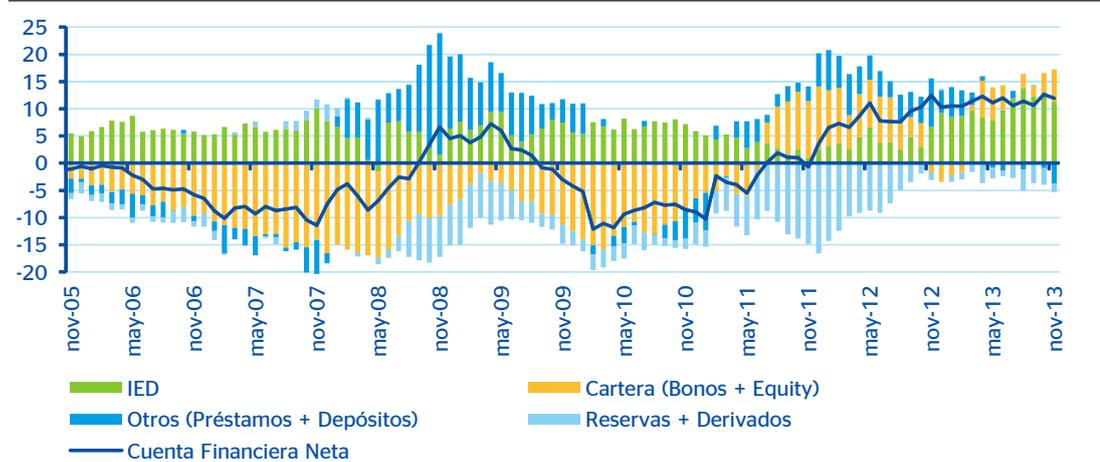
Fuente: BCCCh, BBVA Research

**Financiamiento del déficit por cuenta corriente sigue siendo principalmente desde IED. Efectos del *tapering* muestran contenidas salidas de flujo de cartera y acotados efectos en el costo de financiamiento externo. Por su parte, costo de fondeo doméstico será particularmente sensible a flujo de salida de capitales de instituciones locales**

Tras observar las cifras de la cuenta financiera, vemos que en términos netos el financiamiento se ha estabilizado en torno a una media anual de USD12bn, donde la Inversión Extranjera Directa (IED) sigue siendo la principal fuente de recursos (Gráfico 5.3). Así, la evolución del financiamiento vía IED seguirá ligado a las perspectivas de crecimiento del país, lo que -dado el mayor grado de concentración de la IED en el sector minero- hace que sea particularmente sensible a las perspectivas del precio del cobre, el cual esperamos converja suavemente a su valor de largo plazo.

Gráfico 5.3

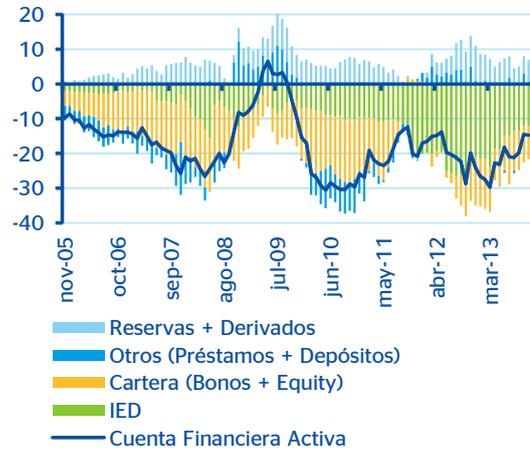
**Cuenta financiera (Media móvil anual, USD bn)**



Fuente: BCCCh, BBVA Research

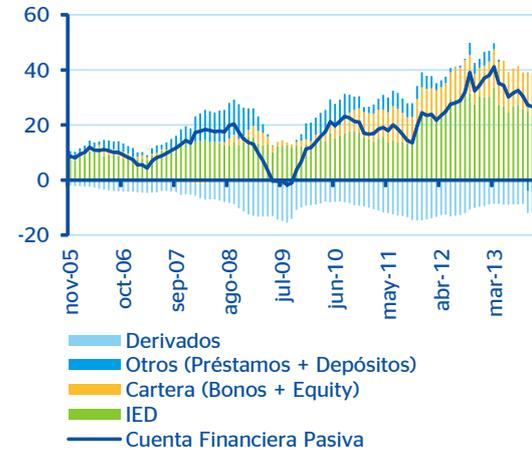
No obstante lo anterior, en noviembre de 2013 se observó una salida neta por USD 1,7bn, principalmente desde inversión de cartera (por USD 2,6bn) que fue compensada parcialmente por entrada de IED por USD 0,9bn. En este contexto, se anticipa una menor entrada de flujo no-residentes (a noviembre 2013 el flujo medio móvil anual mostró una caída de 17,8% respecto a lo acumulado a noviembre 2012) que, hasta ahora, han sido compensados por una menor salida de capitales de residentes (Gráfico 5.4 y 5.5).

Gráfico 5.4  
Cuenta financiera: flujo residente  
(media móvil anual, USD bn)\*



\*Saldo positivo (negativo) implica entrada (salida) de flujo residente.  
Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 5.5  
Cuenta financiera: flujo no residente  
(media móvil anual, USD bn)\*



\*Saldo positivo (negativo) implica entrada (salida) de flujo no residente.  
Fuente: BCCh y BBVA Research

En un escenario base de *tapering* ordenado, el patrón de menor entrada de flujos de portafolio de extranjeros podría perpetuarse, lo que sólo podrá ser contenido por una mayor depreciación cambiaria. En este sentido, la reciente depreciación del peso la interpretamos como saludable, ya que es precisamente el mecanismo de ajuste automático que nos garantiza el equilibrio en la balanza de pagos, en particular, en los flujos de cartera de corto plazo. Complementario a lo anterior, debemos considerar que los riesgos de contagio de economías más vulnerables como Brasil deben ser también considerados.

De lo anterior se desprende que las estrategias de inversión de agentes institucionales residentes jugarán un rol tanto en el financiamiento de las necesidades de inversión de las compañías locales como en el costo de financiamiento. En un escenario de salida relevante de capitales de residentes institucionales se podría generar cierta presión alcista sobre el costo de fondeo local, esto último, tomando en consideración que los agentes institucionales locales aportan el 14% de las fuentes de financiamiento de la banca.

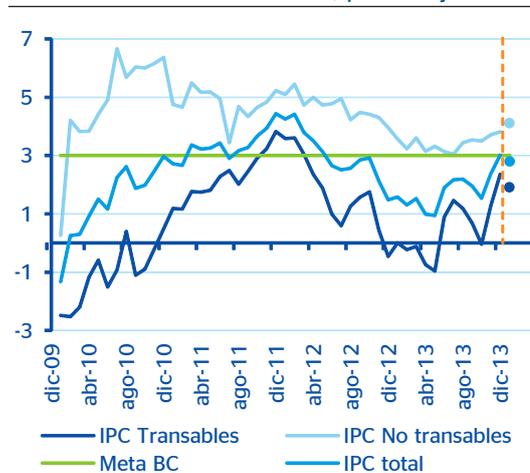
En conclusión, no vemos riesgos asociados al déficit ni en la composición del financiamiento de éste. Solo es esperable que la oferta de fondos migre hacia el exterior -en particular economías desarrolladas en recuperación sostenida-, mientras que la demanda por financiamiento, si bien algo menor por la desaceleración de la inversión, se vuelque hacia la economía doméstica. Esta configuración en la dirección de los flujos generaría una mayor presión sobre los recursos financieros locales, e inevitablemente, un alza en los costos de financiación local que sería compensado por recortes acotados de la TPM en el escenario base.

## 6. Inflación sin presiones relevantes en 2014 convergiendo a la meta de 3% en 2015

### Inflación se mantendrá contenida en 2014 por ampliación de brechas de capacidad, menores presiones salariales, traspaso acotado de la depreciación del tipo de cambio e inflación internacional contenida

El año 2013 finalizó con una inflación de 3% a/a en línea con la meta del Banco Central, pero sobre nuestras expectativas, las del mercado y las del propio Instituto Emisor (Gráfico 6.1). En efecto, solo entre noviembre y diciembre el IPC acumuló un alza de un punto porcentual, como consecuencia de shocks sobre precios específicos, que se sumaron al impacto del alza del tipo de cambio sobre los precios de los bienes y servicios importados. Tras la publicación de la inflación de noviembre y diciembre, las expectativas de inflación que habían mostrado signos de desanclaje y motivado bajas sorpresivas en la tasa de política monetaria, volvieron a converger a la meta del Banco Central (Gráfico 6.2).

Gráfico 6.1  
Medidas de inflación\* (Var. a/a, porcentaje)



\*Línea punteada indica comienzo de nueva canasta base 2013=100.  
Fuente: BCCh, INE y BBVA Research

Gráfico 6.2  
Mediana de expectativas de inflación Encuesta de Operadores Financieros (Var. a/a, porcentaje)



Fuente: BCCh, BBVA Research

La baja inflación que se registró en la primera parte del año pasado obedeció en gran medida al impacto deflacionario del componente transable. Este a su vez, hacía eco del bajo nivel del tipo de cambio, pero también de los reconocidos problemas metodológicos del IPC, particularmente en la medición de prendas de vestir y calzado. Sin embargo esto cambió en el segundo semestre como consecuencia de la depreciación del peso y también de los cambios metodológicos que introdujo el INE a la medición de prendas de vestir, lo cual se vio reflejado en una reducción de la incidencia deflacionaria de esta división en el IPC total. Así, solo entre junio y diciembre el IPC transables acumuló un alza de 2,9 puntos porcentuales (Gráfico 6.3).

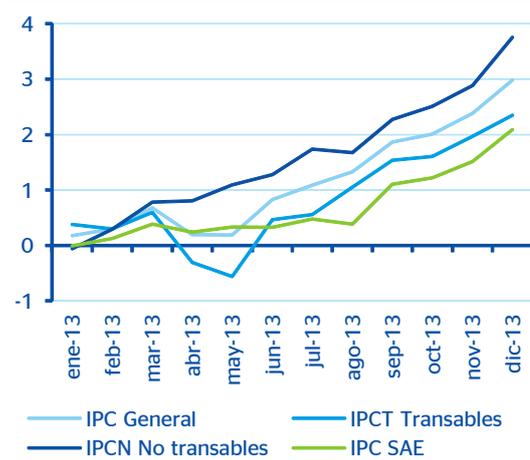
Otro aspecto a destacar de la inflación en 2013 es el repunte que registró en la segunda parte del año la inflación subyacente IPC SAE —sin alimentos y energía—, que hasta junio registraba variaciones mensuales promedio en torno a cero e incrementos en doce meses que no superaban 1%, pero que en el segundo semestre comenzó a repuntar, cerrando el año con una variación

de 2,1% a/a. El aumento de la inflación subyacente, si bien está todavía en la parte baja del rango de tolerancia de la meta de inflación, es un indicador de que el aumento de la inflación de la segunda parte de 2013 va más allá de la volatilidad habitual que introducen los precios de los alimentos y de la energía al IPC total y puede estar reflejando efectos de segunda vuelta y de recuperación de márgenes.

La información disponible para los primeros dos meses de este año indica que en enero el IPC fue impulsado por alzas de precios en gasolinas, automóviles nuevos y limones que fueron parcialmente compensadas por bajas en frutas y verduras y vestuario y calzado. En febrero, las alzas en los precios de las gasolinas y de los automóviles nuevos serán contrarrestadas por la reducción de los cargos de acceso de la telefonía móvil que comenzó a regir a fines de enero y que estimamos restará algo menos de una décima al IPC de febrero y 0,25 puntos porcentuales a la inflación del año.

En lo que resta de 2014, no visualizamos presiones inflacionarias relevantes y mantenemos nuestra proyección a diciembre en 2,6% a/a. Si bien es cierto que por efecto de una baja base de comparación veremos alzas de la inflación interanual durante el primer semestre del año, estimamos que en la segunda parte esta retrocederá bajo 3% (Gráfico 6.4).

Gráfico 6.3  
Inflación mensual acumulada 2013 (Porcentaje)



Fuente: BCh, BBVA Research

Gráfico 6.4  
Inflación a/a efectiva y proyecciones BBVA 2014\*



\*Línea punteada indica comienzo de nueva canasta base 2013=100.  
Fuente: BBVA Research

Los factores que apoyan esta visión para la inflación son variados y abarcan, por un lado, el hecho de que la economía continuará creciendo bajo su potencial, con un menor dinamismo de la demanda interna, por lo que no cabe esperar por este lado presiones inflacionarias. En esta línea, especialmente por el menor dinamismo previsto para la inversión, esperamos ver un mercado laboral menos estrecho, con una mayor tasa de desocupación y con menor demanda laboral del sector minero, lo que incidirá en una reducción adicional de las presiones salariales.

Por otra parte, consistente con nuestro escenario base para el tipo de cambio, consideramos que gran parte de la depreciación del peso se habría materializado, y si bien algo adicional de traspaso a precios del consumidor debería ocurrir en los próximos meses, en la medida que se perciba como algo más permanente la pérdida de valor del peso, se dará en un contexto de mayores holguras de capacidad. Por último, en el plano internacional, las perspectivas tanto para los países desarrollados como para la economía china apuntan a que la inflación importada se mantendrá contenida este año e incluso se han levantado riesgos deflacionarios. De no mediar shocks de oferta inesperados, el escenario macroeconómico más probable es consistente con una inflación local contenida, fluctuando en torno a la meta de la autoridad monetaria en el transcurso del año.

Para 2015 proyectamos que la inflación convergerá a la meta del Banco Central de 3% a/a. Esta proyección es coherente con la proyección de crecimiento del PIB en torno al potencial y con la conducción de la política monetaria en 2013-2014 que inyectará el estímulo necesario para cumplir con este objetivo. En este escenario, las expectativas de inflación se mantienen ancladas a la meta de 3% a/a y no se producen presiones inflacionarias relevantes ni desde el mercado laboral ni desde el entorno externo, porque la inflación internacional se mantiene contenida y porque el tipo de cambio no experimenta ajustes adicionales relevantes.

## 7. Política monetaria: mayor estímulo monetario en el corto plazo

### **Mantenemos proyección para la TPM llegando a 4%, con dos bajas de 25 puntos base, pero con un adelantamiento de los recortes de la tasa de instancia. Una de estas se concretaría en la reunión de febrero**

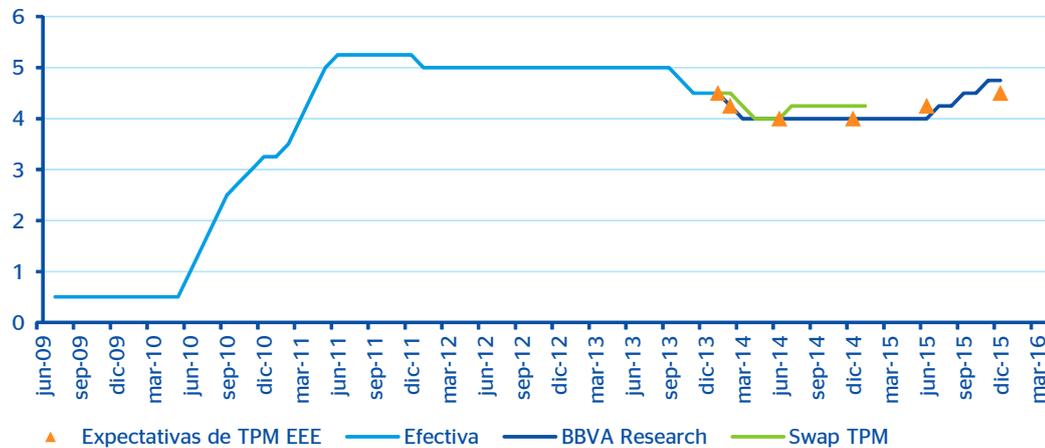
Para comprender los cambios que ha tenido la política monetaria en los últimos meses, es necesario recordar el escenario base del Banco Central plasmado en el Informe de Política Monetaria (IPoM) de diciembre. En esa oportunidad, el Instituto Emisor estimó que este año la economía crecería en torno a 4,25% (punto medio del rango de proyección) y que la TPM llegaría a 4,25%, en un contexto en que la inflación anual cerraría en 2,5%.

Las cifras de cierre de 2013 desafiaron el escenario base del Banco Central en dos dimensiones. Por un lado, los datos de actividad de los últimos meses de 2013 fueron más débiles de lo previsto y motivaron correcciones a la baja en las expectativas de crecimiento para este año y, por otro, la inflación de noviembre y diciembre fue mayor a lo esperado. La reacción del Instituto Emisor a estas noticias fue reconocer que el escenario de actividad y demanda estaba siendo más débil que lo contemplado en su escenario base y considerar que el *shock* inflacionario era de carácter transitorio. En ese contexto y considerando también un escenario de baja inflación internacional, es que el Banco Central mantuvo la TPM en la reunión de enero, pero introdujo un sesgo expansivo a la política monetaria que fue interpretado por los mercados como que la tasa de instancia llegaría bajo el 4,25% estipulado en el último IPoM.

Tal como señalamos en las secciones correspondientes, en este Informe no estamos realizando cambios en el escenario base presentado hace tres meses, ni en términos de actividad, ni de inflación de cierre de año y, en consecuencia, seguimos esperando que la TPM llegue a 4%. Sin embargo, esperamos una integral de estímulo monetario mayor al considerado en noviembre, debido a que estimamos que el Banco Central adelantará los recortes de la TPM para 1T14 (Gráfico 7.1).

Gráfico 7.1

TPM efectiva y proyección BBVA (Porcentaje)



Fuente: BCCh, Bloomberg, BBVA Research

En efecto, existe una alta probabilidad, dado lo que ha comunicado el Instituto Emisor, de que en la reunión de febrero haya un nuevo recorte de 25 puntos base. El recorte adicional podría ser tan pronto como en marzo, sin embargo, consideramos que este dependerá de los desarrollos en el plano internacional, especialmente en el ámbito de las economías emergentes y su impacto en la economía chilena. De particular relevancia será la evolución que tenga el tipo de cambio, debido a que depreciaciones adicionales del peso podrían modificar el escenario inflacionario. Por otra parte, las cifras de corto plazo con las que contará el Banco Central en esa fecha —un pobre registro de IMACEC de enero y una baja inflación IPC de febrero—, harán propicio ese mes para un nuevo recorte de la TPM. De concretarse estas previsiones, se habrá totalizado un recorte de 100 puntos base desde el inicio del ciclo expansivo de la política monetaria, cuyos efectos deberían comenzar a verse en la segunda parte de este año, dados los rezagos habituales con los que opera la política monetaria.

Cabe mencionar que la acción del Banco Central para generar un estímulo monetario que permita la convergencia de la inflación a la meta de 3% ha ido más allá de los dos recortes que ha hecho a la TPM y los anuncios de recortes adicionales. En efecto, consideramos que el anuncio realizado en enero en relación a que este año no emitirá instrumentos de deuda de largo plazo, es un aporte para contener eventuales alzas de las tasas de interés de largo plazo, en un contexto de ascenso paulatino de las tasas de interés internacionales.

Hacia delante, si bien no es descartable que se produzcan recortes adicionales de la TPM a los contemplados en nuestro escenario base, estarán condicionados a un debilitamiento adicional de la actividad económica y/o a la concreción de alguno de los riesgos levantados en este Situación, escenario que vemos con menor probabilidad de ocurrencia con la información disponible a esta fecha.

Finalmente, proyectamos que en el transcurso de 2015, la política monetaria debería iniciar un proceso gradual de normalización hacia niveles neutrales —estimados entre 5,25% y 5,75%—, en la medida que la economía converja a un crecimiento en torno al potencial y la inflación se ubique en torno a la meta del Banco Central. En este proceso será clave también el inicio del proceso de alzas de tasas de interés en EE.UU., que esperamos se inicie en la segunda parte del próximo año. En efecto, un eventual retraso en la normalización de la política monetaria en nuestra economía respecto de EE.UU. podría generar efectos indeseados sobre los flujos de capitales y el tipo de cambio que el Banco Central deberá ponderar en sus decisiones.

## 8. Política Fiscal: gasto público se encamina a crecer sobre 6% en 2014

### Importante subejecución del Presupuesto en 2013 y mayores ingresos estructurales por mayor tipo de cambio generarán espacios para que el gasto público crezca por sobre el crecimiento del PIB en 2014

Al considerar el escenario macroeconómico presentado en este Situación en lugar del escenario de la Ley de Presupuestos, los ingresos fiscales efectivos serán menores. En efecto, nuestro escenario considera un menor crecimiento del PIB y de la demanda interna que el considerado por Hacienda, lo que disminuye los ingresos. En lo reciente, el Banco Central y el consenso han migrado hacia nuestra expectativa de crecimiento para el 2014, lo que lleva a considerar algo optimistas los ingresos proyectados en octubre por el Gobierno por este concepto. Sin embargo, la reciente depreciación del peso contrarrestará significativamente el negativo impacto de la menor expansión. Los recursos que el Fisco recibe en dólares, principalmente traspasos provenientes de empresas mineras privadas y Codelco se verán incrementados de manera importante. Así, estimamos que los ingresos efectivos del gobierno en 2014 serían menores a los presupuestados en tan solo 0,1% del PIB (Tabla 8.1).

Tabla 8.1

#### Diferencias en las proyecciones de variables relevantes para los ingresos fiscales 2014

	Ministerio de Hacienda	BBVA Research
PIB (var. a/a, %)	4,9	4,0
Demanda interna (var. a/a, %)	5,4	4,5
Inflación promedio (%)	3,0	2,9
Tipo de cambio promedio (\$ por dólar)	522	548
Precio del cobre promedio (centavos de dólar la libra)	325	314
Menor recaudación efectiva respecto a Minhda (% del PIB)	-	0,1

Fuente: Ministerio de Hacienda, BBVA Research

El mayor tipo de cambio promedio esperado para 2014 incrementará los ingresos fiscales en dólares en más de US\$800 millones. Dada la actual coyuntura de depreciación del peso y el deseo de la autoridad de no generar una presión alcista adicional en las tasas de interés de largo plazo en un contexto de desaceleración económica, vemos mayor espacio para que el fisco decida tener un *mix* de financiamiento compuesto por una mayor proporción de liquidación de dólares y una menor emisión de deuda, pudiendo no ser necesario colocar la totalidad de los US\$ 6.000 millones en deuda de largo plazo anunciados a inicios de año.

Por otra parte, el gobierno que asume en marzo ha comprometido una reforma tributaria que, en estado de régimen, aumentaría los ingresos fiscales en US\$ 8.200 millones, equivalente a 3% del PIB. Aunque todavía falta información respecto de los detalles y la implementación de esta reforma, las medidas que se espera tengan un mayor efecto en la recaudación, principalmente las relacionadas con los impuestos a la renta, solo tendrán impactos a partir de 2015 o 2016 dependiendo de la forma en que se especifique en la Ley. Las medidas tributarias que podrían generar un impacto este año, como por ejemplo el aumento en el impuesto de timbres y estampillas o el cambio a los impuestos específicos del IVA, aumentarán los ingresos fiscales en una proporción menor en comparación al efecto total estimado.

Además, se debe recordar que la política fiscal chilena se guía por una regla de Balance Estructural, según la cual los movimientos cíclicos del PIB y del precio del cobre no afectan los ingresos estructurales, pero sí lo hace la inflación y en el tipo de cambio, entre otras variables. Al considerar estos efectos, estimamos que los ingresos estructurales este año serán mayores a

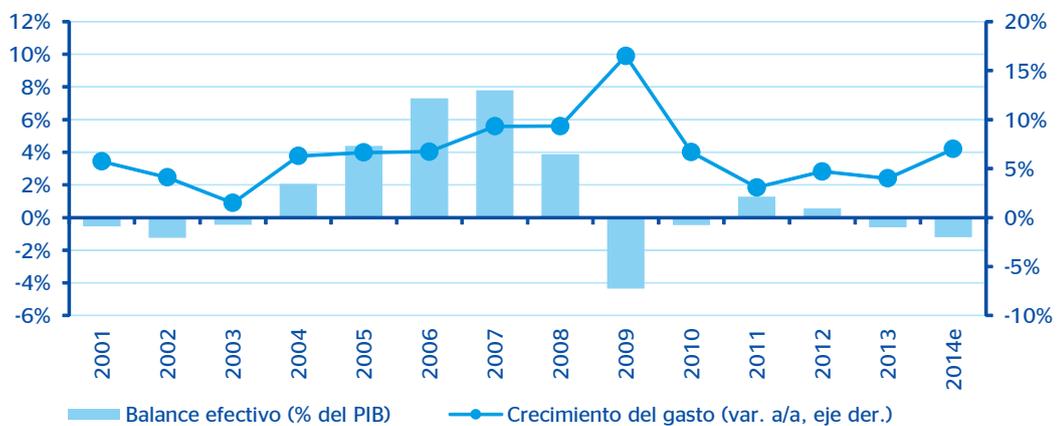
los presupuestados en un monto equivalente a 0,3% del PIB. Dada la meta de déficit estructural de 1% del PIB, estos mayores ingresos estructurales generan mayores espacios para el gasto público.

Por otra parte, el gasto público creció 4,0% real en 2013, muy por debajo del 5,9% anunciado por el gobierno en el mes de octubre, por lo que el gasto aprobado en la Ley de Presupuestos del año en curso implica, por esta menor base de comparación, un mayor crecimiento anual.

Por consiguiente, tanto por la menor base de comparación como por el espacio que entregarían los mayores ingresos estructurales, esperamos que el gasto total del gobierno central crezca más de 6% este año, la mayor expansión desde 2010. Esto a la vez supone una ejecución del 100% y la ausencia de capitalizaciones a Codelco. Así, el balance efectivo se ubicaría en -1,2% del PIB (Gráfico 8.1).

Gráfico 8.1

**Crecimiento del gasto y balance efectivo**



Fuente: Ministerio de Hacienda, BBVA Research

Como hemos planteado anteriormente, existe la posibilidad de que este año el gobierno entrante decida no cumplir con la meta de déficit estructural de 1% del PIB, decisión que no sería incompatible con el compromiso de converger a un balance estructural en 2018. De ser así, el crecimiento del gasto en 2014 podría ser aún mayor.

Finalmente, otro elemento que puede incrementar los ingresos estructurales a partir de este año y, consecuentemente, los espacios de gasto, corresponde a la introducción de cambios metodológicos a la medición del balance estructural, tanto los propuestos por el Consejo Fiscal Asesor como los que podría implementar la administración entrante.

Para el año 2015, esperamos que el gasto público siga creciendo a tasas superiores al crecimiento del producto, sin embargo una proyección más precisa dependerá de una serie de elementos que aún desconocemos. Por un lado es probable que los expertos independientes que determinan los parámetros de largo plazo, precio del cobre y PIB tendencial, corrijan a la baja sus estimaciones, lo que, *ceteris paribus*, generará menores espacios de gasto el próximo año. Sin embargo recordemos que el gobierno entrante presentará una Reforma Tributaria que comenzará a entregar recursos adicionales a partir de este año, y con mayor intensidad en los dos años siguientes, lo que dará espacios para incrementar el gasto más allá de lo establecido por los parámetros de referencia. Por otra parte, la autoridad entrante deberá definir la forma en la que convergerá al balance estructural, proceso que no descartamos incorpore déficit mayores en los primeros años y una convergencia más rápida hacia el final del período, una vez que la Reforma Tributaria esté en régimen. La posibilidad de que en los primeros años el déficit estructural sea relativamente mayor es otra forma en que la autoridad entrante puede generar mayores espacios de gasto.

## 9. Riesgos: desaceleración económica en China y caídas en las expectativas empresariales mayores a lo previsto

**El déficit de cuenta corriente se ha moderado significativamente. La desaceleración de la demanda interna ha sido el principal responsable. Una desaceleración económica mayor a la anticipada de China es el principal riesgo externo junto a efecto en expectativas de la Reforma Tributaria**

La situación en el mundo desarrollado ha continuado estabilizándose, de la mano de renovados compromisos de apoyo de las autoridades monetarias y efectivos logros macroeconómicos. En particular en Europa la situación continúa, con heterogeneidad, frente a grandes desafíos económicos de consolidación fiscal y regulatorios para el sistema bancario, pero en un ambiente financiero más propicio ante la permanencia de contención de brotes de incertidumbre y volatilidad. Los riesgos para el mundo desarrollado en el ámbito monetario son los de calibrar adecuadamente los estímulos monetarios de manera de evitar procesos deflacionarios indeseados. En ese contexto, la concreción de un riesgo deflacionario colocaría presión sobre la política monetaria local, situación que, sin embargo, no es inconsistente con el camino previsible que esperamos para la TPM en el mediano plazo.

Por otra parte, la economía china ha disminuido los riesgos de *hard landing*, pero permanece el riesgo de una desaceleración mayor a la contemplada en nuestro escenario base. Un crecimiento marcadamente inferior vinculado al excesivo endeudamiento de las empresas podría tener consecuencias sobre el precio del cobre. Asimismo, permanece la necesidad de avanzar en la recomposición de las fuentes de crecimiento y resolver algunas vulnerabilidades de su sistema financiero. Finalmente, eventuales restricciones adicionales a la sobrecapacidad productiva pueden también tener implicancias de primer orden sobre la demanda por cobre. En su conjunto, China permanece como el principal riesgo externo para la economía chilena. Una caída abrupta y superior a la contemplada en el precio del cobre afectaría, entre otros, la contribución al crecimiento del sector externo, el mercado laboral directa e indirectamente vinculado al sector transable minero, las cuentas fiscales y externas, podría colocar en jaque la entrada neta de capitales y empeoraría las condiciones financieras externas relevantes para Chile.

En Chile ha emergido un riesgo idiosincrático que no era totalmente visible en el Situación anterior. Luego del triunfo de Michelle Bachelet a mediados de diciembre pasado, el nuevo Gobierno implementaría una Reforma Tributaria cuyos principales elementos fueron comentados en Recuadro 1 del Situación 3T13. Dado que parte importante de la recaudación tributaria vendría de la eliminación parcial o total, gradual o inmediata, de los beneficios del crédito tributario a las utilidades retenidas por las empresas (denominado FUT), ha emergido justificadamente la incertidumbre respecto al impacto sobre la inversión privada. Aquello se ha dado en un escenario de desaceleración de la inversión minera que experimentó un boom histórico en años recientes (Observatorio "*Un histórico boom de inversión en Chile*"). En ese contexto, el riesgo es que la elección de implementación y temporalidad de la Reforma Tributaria, cuyos detalles se desconocen al cierre de este informe, tengan un impacto superior sobre la inversión al contemplado en este escenario base.

## 10. Tablas

Tabla 10.1

## Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013	2014	2015
PIB (% a/a)	5,9	5,6	4,0	4,0	4,5
Inflación (% a/a, fdp)	4,4	1,5	3,0	2,6	3,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	517	477	529	552	556
Tasas de interés (% fdp)	5,25	5,00	4,50	4,00	4,75
Consumo Privado (% a/a)	8,9	6,1	5,5	4,3	6,3
Consumo Público (% a/a)	3,0	4,2	3,6	4,8	4,6
Inversión (% a/a)	14,7	12,3	3,8	3,8	4,7
Resultado Fiscal (% PIB)	1,4	0,6	-0,6	-1,2	-0,9
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,3	-3,5	-3,3	-3,0	-2,8

Fuente: BBVA Research

Tabla 10.2

## Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés (%, fdp)
T1 12	5,1	3,8	485,4	5,00
T2 12	5,7	2,7	505,6	5,00
T3 12	5,8	2,8	475,0	5,00
T4 12	5,7	1,5	477,1	5,00
T1 13	4,7	1,5	472,5	5,00
T2 13	4,0	1,9	502,9	5,00
T3 13	4,7	2,0	504,6	5,00
T4 13	2,7	3,0	529,5	4,50
T1 14	3,1	2,8	554,0	4,00
T2 14	3,9	2,9	542,0	4,00
T3 14	4,1	2,8	549,0	4,00
T4 14	4,7	2,6	552,0	4,00
T1 15	4,8	2,7	551,6	4,00
T2 15	4,3	2,8	553,2	4,00
T3 15	4,4	2,9	554,8	4,50
T4 15	4,6	3,0	556,1	4,75

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

**BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.**

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

**BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.**

## Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Chile:

---

*Economista Jefe Chile***Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

**Hermann Gonzalez**

hermannesteban.gonzalez@bbva.com

**Fernando Soto**

fsotol@bbva.com

**Cristóbal Gamboni**

cristobal.gamboni@bbva.com

**Aníbal Alarcón**

aalarcona@bbva.com

## BBVA Research

---

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

**Carlos Serrano**

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@bbva.com

*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@bbvacompass.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.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

## Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Latam**

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Teléfono: +56 26791000

E-mail: [bbvaresearch@bbva.com](mailto:bbvaresearch@bbva.com)[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)