

Situación Chile

Segundo Trimestre 2014
Análisis Económico

- El ciclo económico global se ha fortalecido pero con las economías emergentes mostrando mayor debilidad cíclica, con particular preocupación sobre China.
- Para Chile, proyectamos crecimiento del PIB de 3,4% consistente con recortes en la TPM hasta 3,25%. Este escenario considera una contracción de la inversión privada entre 2 y 3%, con un leve crecimiento de la inversión pública en línea con el proyectado en la Ley de Presupuesto.
- Se han visto relevantes sorpresas inflacionarias en los primeros meses del año, en gran medida vinculadas a factores transitorios y a la rápida depreciación del peso. Proyectamos que la inflación IPC 2014 terminaría en torno a 3,1%, por debajo de lo plasmado en las encuestas y precio de activos.

Índice

1. Resumen	3
2. Escenario global marcado por la desaceleración china y el tensionamiento monetario de la FED	4
3. Mercados financieros locales con mejoras generalizadas, acorde con el desempeño regional	7
4. Chile: Actividad se desacelera más de lo previsto y PIB 2014 crecería 3,4%.....	10
Recuadro 1. El nuevo escenario del cobre y sus implicancias sobre la economía chilena	14
5. Cuenta corriente ha alcanzado niveles sostenibles como anticipamos	18
6. Inflación: sorpresas del primer trimestre explicadas principalmente por factores cíclicos.....	21
7. Concreción del escenario de riesgo en actividad e inflación contenida son compatibles con un estímulo monetario mayor al esperado por el mercado	25
8. Política fiscal: crecimiento del gasto sería de 8,6% en 2014, y con un promedio entre 7 y 8% en los próximos cuatro años.....	27
9. Principal riesgo continúa siendo una desaceleración mayor en China	30
10. Tablas	31

Fecha de cierre: 28 de abril de 2014

1. Resumen

El ciclo económico global se mantiene robusto al inicio de 2014. Según nuestras estimaciones, durante el primer trimestre de 2014 el PIB global se habría acelerado muy levemente hasta niveles cercanos al 0,8% trimestral y esperamos que se mantenga a este mismo ritmo durante la primera parte del año.

Tras esta senda de recuperación global sostenida se encuentra la mejora cíclica experimentada por las economías avanzadas, que ha compensado la desaceleración de algunas economías emergentes en Asia y Latinoamérica. En particular para China, las dudas sobre la fortaleza cíclica se han materializado con una desaceleración de la actividad durante el primer trimestre de 2014, si bien menor a la anticipada por el consenso de los analistas. Los datos más recientes de indicadores tanto de demanda doméstica como externa muestran la pérdida de inercia cíclica, mayor en inversión que en consumo.

Por otro lado, el PIB de EEUU ha mantenido una senda de crecimiento sostenido a principios de 2014 a pesar del impacto de unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas, y el mercado laboral ha ido mejorando. Por el lado europeo, nuestros modelos de corto plazo apuntan a un aumento del crecimiento en el primer trimestre de 2014 en el entorno del 0,5% trimestral, sin embargo el impulso del sector exterior podría verse moderado en los meses venideros por: i) la apreciación del euro; ii) la menor demanda china; y iii) riesgos geopolíticos si la crisis de Ucrania se mantiene en el tiempo. Con todo, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para la zona euro en 1,1% en 2014 y 1,9% en 2015.

En el ámbito local, proyectamos una expansión de 3,4% en el PIB, 0,6% inferior a la proyectada en el Situación anterior. Esta corrección se sustenta en la concreción de riesgos idiosincráticos vinculados a la confianza empresarial y de consumidores, en conjunto con una menor estrechez del mercado laboral que consideramos será algo más persistente ante vientos menos favorables para la inversión. En efecto, la principal corrección en nuestro escenario base está en el componente de inversión total que esperamos se contraiga 1,5% el 2014, lo que se compara con una expansión anual de 3,8% proyectada en enero pasado. Sin embargo, los factores positivos para el crecimiento permanecen vinculados al mayor crecimiento mundial, relevante impulso fiscal y de inversión pública, normalización del ciclo de inventarios y transmisión adicional de bajas en la TPM. Consideramos que los riesgos sobre actividad se encuentran equilibrados y sería consistente con un crecimiento algo sobre 4% el último trimestre.

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. En nuestro escenario base contemplamos que el menor dinamismo del empleo, caídas en salarios reales, e impactos adicionales sobre confianza de consumidores mantendrá cierta presión sobre la expansión del consumo privado que crecería en torno a 3,5%.

La inflación presenta riesgos equilibrados luego de alzas sorpresivas vinculadas a la depreciación del peso y factores de oferta que consideramos transitorios. Corregimos levemente al alza nuestra proyección anual de inflación IPC desde 2,6% a 3,1% incorporando también alzas en precios afectados por ajustes impositivos contemplados en la Reforma Tributaria que esperamos este aprobada hacia el tercer trimestre.

En el contexto anterior, prevemos tres recortes adicionales en la TPM que consideramos consistentes con el escenario base planteado en este informe. El *timing* de los recortes sería dependiente de la mitigación en las sorpresas inflacionarias y una continuación de cifras débiles de actividad. A pesar de esta condicionalidad, esperamos que la TPM se ubique en 3,25% hacia el tercer trimestre del año.

2. Escenario global marcado por la desaceleración china y el tensionamiento monetario de la FED

La recuperación global continúa, pero la mejora se frena con la desaceleración en las economías emergentes

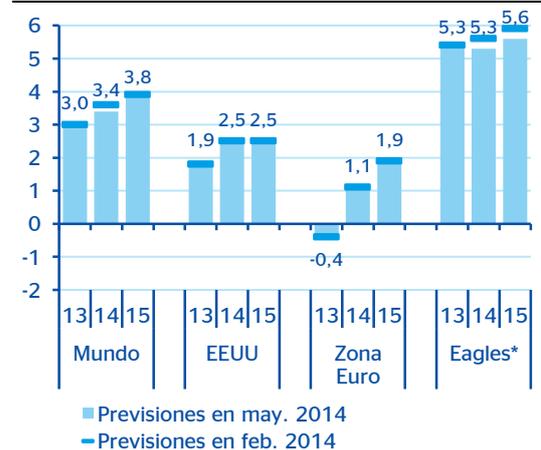
El ciclo económico global se mantiene robusto al inicio de 2014. Según nuestras estimaciones, durante el primer trimestre de 2014 el PIB global se habría acelerado muy levemente hasta niveles cercanos al 0,8% trimestral y esperamos que se mantenga a este mismo ritmo durante la primera parte del año. Tras esta senda de recuperación global sostenida se encuentra la mejora cíclica experimentada por las economías avanzadas, que ha compensado la desaceleración de algunas economías emergentes en Asia y Latinoamérica. Del mismo modo, los mercados financieros se han comportado de manera diferenciada en los últimos meses en ambas áreas y dentro de ellas, con mayor diferenciación dentro de las economías emergentes. Los flujos de capitales, precios de los activos, tasas de interés e indicadores de tensiones financieras se han movido, fundamentalmente, al ritmo de las perspectivas sobre las subidas de tasas de interés en EE.UU. y, en el caso de las economías emergentes, de acuerdo con las expectativas sobre la intensidad de la desaceleración en China y factores idiosincráticos. De este modo, en los últimos meses, y en especial en marzo y abril se ha observado una recuperación del precios de activos en las economías emergentes y una reducción de las tensiones financieras que aumentaron levemente a inicio de 2014 (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1
Índice de tensiones financieras de BBVA
Research en países desarrollados y emergentes



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
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, Turquía y México.
Fuente: BBVA Research y FMI

En resumen, nuestra valoración del escenario global registra un sesgo bajista respecto a la que hacíamos hace tres meses, lo que se refleja en los ajustes en nuestras previsiones. Tras crecer al 3,0% en 2013, el PIB global volverá a acelerarse en 2014 y 2015 en torno al 3,4% y al 3,8%, respectivamente (Gráfico 2.2), cifras que muestran tanto las variaciones en expectativas de crecimiento de diversas regiones como la mayor, aunque leve, contribución al crecimiento global por parte de las economías avanzadas. Si bien no se han producido cambios relevantes en EE.UU. o en el área del euro, las presiones a la baja en nuestras

previsiones se han materializado sobre todo en economías emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica en 2014 y 2015, al hilo de las preocupaciones por la ralentización de la economía china. En este sentido, continúan existiendo riesgos bajistas de corto y medio plazo sobre la previsión. Algunos factores de impacto global se podrían hacer presentes más intensamente de lo previsto en el escenario base en un horizonte temporal no muy lejano, como el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal, la menor demanda mundial a raíz de la ralentización de la economía china o, a una escala de repercusión macroeconómica menor (todavía), riesgos geopolíticos derivados de Europa del este.

En las economías desarrolladas, EE.UU. supera el impacto de un invierno inusualmente frío y se consolidan las perspectivas de mejora de la eurozona

El PIB de EE.UU. ha mantenido una senda de crecimiento sostenido a principios de 2014 a pesar del impacto de unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas, y el mercado laboral ha ido mejorando. Con ello, la Reserva Federal no ha dudado en implementar la anunciada moderación del ritmo de aumento de su balance. En este sentido, esperamos que el programa de compra de activos de la Fed termine hacia finales de año y que el mercado pueda centrar su atención en un posible cambio de tendencia al alza de la inflación a la hora de anticipar el inicio de las subidas de tasas de interés en un escenario de paulatina aceleración del PIB. Los indicadores de coyuntura apuntan a un inicio de segundo trimestre algo más robusto que el primero, y apoyan el mantenimiento de nuestra previsión de crecimiento de EE.UU. en 2014 en el 2,5%, cifra que se estima también para 2015 (Gráfico 2.2). La previsión tiene riesgos al alza, si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación laboral de las empresas.

Por el lado europeo, nuestros modelos de corto plazo apuntan a un aumento del crecimiento en el primer trimestre de 2014 en el entorno del 0,5% trimestral, sin embargo el impulso del sector exterior podría verse moderado en los meses venideros por: i) la apreciación del euro; ii) la menor demanda china; y iii) riesgos geopolíticos si la crisis de Ucrania se mantiene en el tiempo. Con todo, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para la zona euro en 1,1% en 2014 y 1,9% en 2015 (Gráfico 2.2), ello en un escenario de tensiones financieras contenidas y unas políticas fiscal y monetaria que no supongan frenos al crecimiento.

Finalmente, entre las economías desarrolladas, algo más de incertidumbre existe en las perspectivas de crecimiento de Japón, inmerso en un programa monetario de expansión cuantitativa desde enero de 2013 y de impulsos fiscales para volver a tener inflación y favorecer el consumo y la inversión. Revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento de 2014 en cuatro décimas, hasta el 1,1% y mantenemos el crecimiento de 2015 en el 1,3%.

En China, la desaceleración a inicios de 2014 llega para quedarse, en un entorno de inflación menor de lo esperado

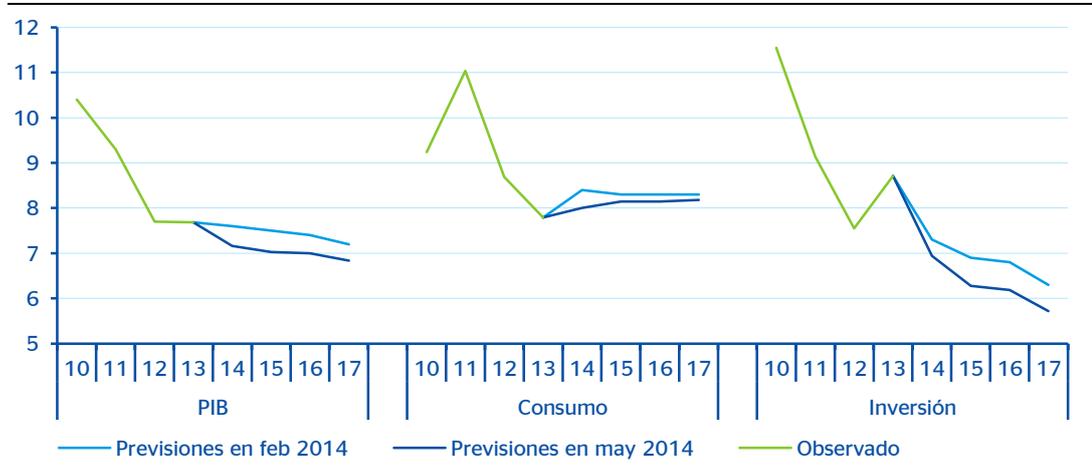
En línea con lo que adelantamos en nuestra última publicación trimestral, las dudas sobre la fortaleza cíclica de la economía china se han materializado con una desaceleración de la actividad durante el primer trimestre de 2014, si bien menor a la anticipada por el consenso de los analistas. Los datos más recientes de indicadores tanto de demanda doméstica como externa muestran la pérdida de inercia cíclica, mayor en inversión que en consumo (Gráfico 2.3), en un entorno de inflación menor de lo esperado. A la vez, las autoridades están empezando a implementar medidas para atajar las vulnerabilidades derivadas de las decisiones de política económica tomadas en los últimos años para sostener el crecimiento en el corto plazo. Ello ha supuesto posponer el desapalancamiento de gobiernos locales y empresas para seguir acumulando proyectos de infraestructura y exceso de capacidad instalada de dudosa rentabilidad, mientras que las familias ven remunerado el ahorro que financia el proceso a tasas de interés reales negativas. Una asignación de recursos ineficiente que genera además el desarrollo de sistemas financieros paralelos al más regulado y que puede ser fuente de problemas en el futuro. En este sentido, se están endureciendo las

regulaciones que afectan al sector financiero no bancario, la banca en sombra, o a la protección del medio ambiente.

Con todo, revisamos el crecimiento de China a la baja hasta el 7,2% y el 7,0%, en 2014 y 2015, respectivamente, cerca de medio punto menos de lo esperado hace tres meses (Gráfico 2.3). La importancia creciente de China como fuente de demanda mundial en los últimos años es innegable. Pero también se mantiene la diferenciación entre áreas, con exposiciones más elevadas en el sudeste asiático, algunas economías de Sudamérica o África y, entre los desarrollados, Alemania. Según nuestras estimaciones, el impacto sobre el crecimiento mundial de cada punto de caída del crecimiento chino estaría en torno a cuatro décimas, fundamentalmente, como resultado de una menor demanda desde China. En este sentido, cabe destacar también que el ajuste esperado en el escenario de China es acotado, claramente insuficiente para desencadenar episodios de incertidumbre financiera global.

Gráfico 2.3

China: Previsiones de crecimiento (%)



Fuente: BBVA Research

En resumen, dos son los factores de impacto global en el horizonte de previsión: las posibles sorpresas en el proceso de tensionamiento de la política monetaria de la Fed y el menor crecimiento de la demanda China, con unas repercusiones macroeconómicas claramente diferenciadas entre economías. Como se observó en mayo del año pasado, la súbita percepción por el mercado de la inminencia del endurecimiento monetario de la Reserva Federal con la retirada de estímulos cuantitativos, elevó la volatilidad financiera en economías emergentes, aunque con una clara diferenciación con mayor volatilidad en tipos de cambio donde la exposición a la financiación exterior de corto plazo es mayor. Por otro lado, también entre las emergentes, son las economías asiáticas las más expuestas a una reducción de la demanda china, añadiendo además a la lista algún exportador de materias primas en América del Sur. Con todo, surge a partir de aquí un mapa de vulnerabilidades en el que la diferenciación es un factor clave.

3. Mercados financieros locales con mejoras generalizadas, acorde con el desempeño regional

Los mercados financieros de la región han internalizado el retiro gradual del estímulo monetario en EE.UU. con menores premios por riesgo, apreciación de las monedas y alzas en los mercados bursátiles

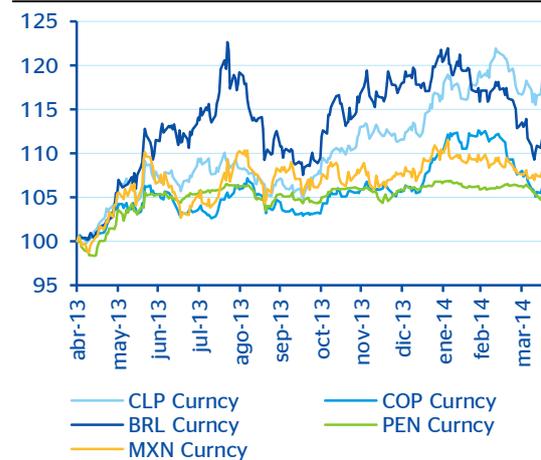
Tras superar niveles de \$570 por dólar a inicios de marzo, nivel que consideramos no estaba alineado con los fundamentos de la paridad, el tipo de cambio ha retrocedido cerrando parte de ese desalineamiento (Gráfico 3.1). Esta evolución coincide con el fortalecimiento de otras monedas de la región pero es inferior a lo observado, por ejemplo, en el caso del real brasilero y el peso colombiano (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
Tipo de cambio efectivo y estimado (\$/USD)



Nota: Modelo de determinación de corto plazo del tipo de cambio \$/USD en la línea de Cowan et al (2007).
Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 3.2
Paridades con respecto al dólar (índices 30-04-2013=100)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

El fortalecimiento del peso coincidió también con un escenario de leve recuperación del precio del cobre y de rearme de operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carry trade*) por parte de no residentes (Gráfico 3.3). Proyectamos que el tipo de cambio volverá a niveles de \$570 al cierre del año, en la medida que se concrete nuestra proyección de la tasa de instancia hasta 3,25%, que observemos un deterioro adicional de los términos de intercambio y que la Reserva Federal mantenga el ritmo de retiro del estímulo monetario. Por su parte, el anuncio de liquidación de dólares del FEES para capitalizar la minera estatal Codelco, es un elemento que contendrá eventuales presiones depreciativas adicionales. Sin embargo, mantenemos un sesgo alcista para la paridad peso-USD vinculado a una desaceleración mayor de la actividad que la contemplada en este escenario base.

Gráfico 3.3

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

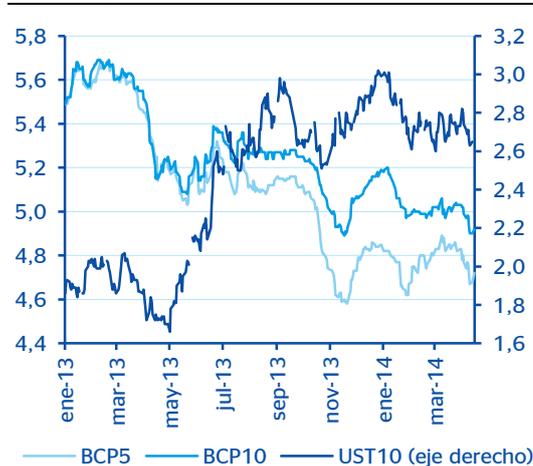


Fuente: BCCh y BBVA Research

Luego del descenso cercano a 20 puntos base que registraron las tasas de interés nominales de largo plazo durante enero –asociado al descenso de las tasas internacionales y a los mayores recortes esperados para la tasa de política monetaria en Chile– se observó un período de relativa estabilidad en el caso del BCP-10 en torno a 5% hasta principios de abril, para luego registrar un nuevo retroceso hacia niveles de 4,9%. El rendimiento del BCP-5 también se redujo en torno a 10 puntos base en abril, ubicándose en torno a 4,7% a mediados de ese mes. Todo esto ocurre al tiempo que la tasa del bono del Tesoro americano a 10 años registró un retroceso de 20 puntos base en abril, como consecuencia de información que apuntaba a una mantención del estímulo monetario en EE.UU., noticias negativas provenientes de China y aumento de la aversión al riesgo asociada a la crisis de Ucrania (Gráfico 3.4). Por su parte, aunque con vaivenes, las tasas de interés de instrumentos indexados a la inflación (BCU) a 5 y 10 años mantuvieron una trayectoria a la baja, como consecuencia de las sorpresas inflacionarias de los primeros meses del año, acumulando retrocesos de 35 y 31 puntos base, respectivamente (Gráfico 3.5). Así, la compensación inflacionaria promedio implícita en estos instrumentos se ubica, al cierre de este informe en 3% a cinco años y en 3,1% a diez años.

Gráfico 3.4

Tasas BCP 5 y 10 años y UST 10 años (porcentaje)



Fuente: ABIF, Federal Reserve Bank of St. Louis y BBVA Research

Gráfico 3.5

Tasas BCU 5 y 10 años (porcentaje)



Fuente: ABIF y BBVA Research

Un elemento que podría contener las bajas en las tasas indexadas es el anuncio del calendario de licitaciones de Tesorería, el cual podría incorporar una mayor proporción de papeles indexados en relación con lo anunciado en enero pasado. Se suma a esto, un escenario que vemos probable en el cual el Ministerio de Hacienda debería solicitar autorización para emitir más deuda que la autorizada en la Ley de Presupuestos (US\$ 6.000 millones) para financiar el mayor déficit fiscal efectivo previsto para este año.

Por su parte, el premio por riesgo soberano medido por el EMBI, se ha reducido ubicándose al cierre de este Situación 12 puntos base bajo el cierre del año anterior y 35 puntos base bajo el máximo alcanzado a inicios de febrero. Esta tendencia es similar a la que exhiben otros países de la región (Gráfico 3.6).

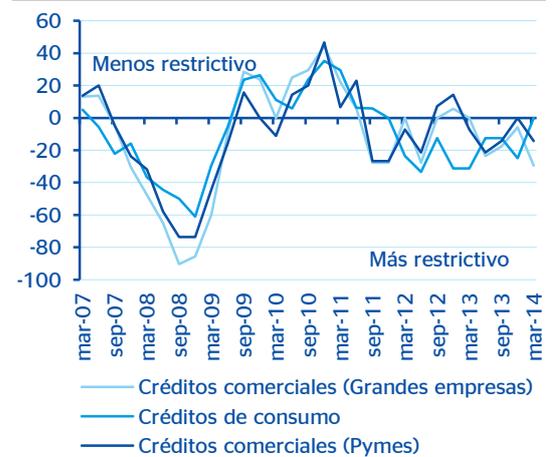
En lo que respecta a las condiciones de financiamiento internas, si bien las cifras muestran que las colocaciones bancarias muestran una relativa estabilidad, desmarcándose de la evolución de la actividad económica, la más reciente encuesta de créditos bancarios del Banco Central correspondiente al primer trimestre, da cuenta de condiciones de oferta de crédito más restrictivas para las empresas, especialmente las de mayor tamaño, así como de un debilitamiento de la demanda. En el caso de los créditos de consumo, si bien en el margen se mantienen las condiciones de otorgamiento de créditos, se percibe una demanda más débil (Gráfico 3.7).

Gráfico 3.6
EMBI Chile y LATAM (puntos base)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 3.7
Cambio en la oferta de crédito*
(porcentaje del total de respuestas)



*Corresponde a la diferencia entre el número de bancos encuestados que opinaron que los estándares de aprobación de créditos eran menos restrictivos y el número de quienes consideraron que dichos estándares eran más restrictivos, como porcentaje del total de respuestas.
Fuente: Encuesta de Crédito Bancario BCCh

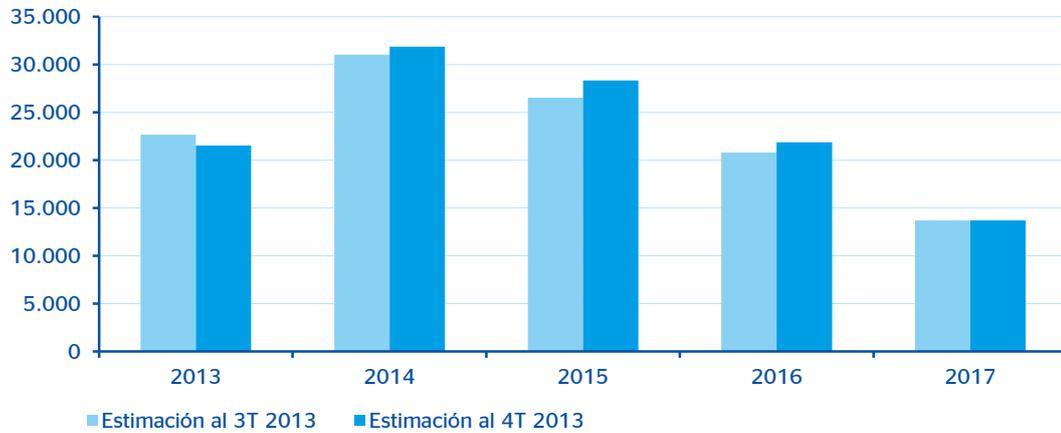
4. Chile: Actividad se desacelera más de lo previsto y PIB 2014 crecería 3,4%

Desaceleración mayor a la prevista en inversión explica nuestra corrección a la baja en crecimiento esperado 2014-2015. Sin embargo, continuamos anticipando que expansión del PIB se sustente en una mayor contribución relativa del sector externo, un relevante impulso fiscal y efectos de bajas en la Tasa de Política Monetaria (TPM). Por su parte, la mayor persistencia y magnitud de la desaceleración nos llevan a corregir a la baja crecimiento 2015 a 4,3%

Las últimas cifras de cuentas nacionales revelaron que la economía creció un 2,7% a/a en el 4T13, en línea con lo que esperábamos. Sin embargo, con la revisión al alza del crecimiento en trimestres anteriores, el PIB terminó el 2013 con una expansión del 4,1%, levemente por sobre el 4,0% que anticipamos hace algunos meses atrás.

Más allá de éste detalle, destacamos las sorpresas en la evolución de los componentes de gasto del PIB. En particular, la inversión ha mostrado una desaceleración más pronunciada de lo previsto, cayendo un 12,3% a/a en el 4T13 y consolidando una pobre expansión de sólo 0,4% en el 2013. Lo anterior ha sido impulsado principalmente por una menor acumulación en maquinarias y equipos, pero que también se ha observado desde construcción en obras, que mostró una nula variación en el último cuarto del 2013 y cerró dicho año con una expansión moderada de tan solo 3,3%. En este contexto, hemos corregido nuestra visión sobre la inversión para el 2014, que reconoce un leve retroceso de 1,5% en la FBCF, liderada por caídas en la acumulación de maquinarias y equipos, aunque más moderadas que lo observado en el 4T13. No obstante, vemos una recuperación de la inversión a partir de la segunda parte del 2014, luego que se disipen tanto la incertidumbre sobre los detalles de la reforma tributaria como las bases de comparación más exigentes, en particular sobre maquinarias y equipos. Esta dinámica de la inversión también estará caracterizada por una mayor contribución desde la inversión pública que compensará parcialmente el retroceso en la inversión privada durante el 2014. De esta forma para 2015 vemos una recuperación de la FBCF con una expansión de 5,4% liderada tanto por acumulación de maquinas y equipos como por construcción de obras. Parte de esta visión se sustenta en las últimas figuras que se desprenden de los catastros de inversión (Gráfico 4.1).

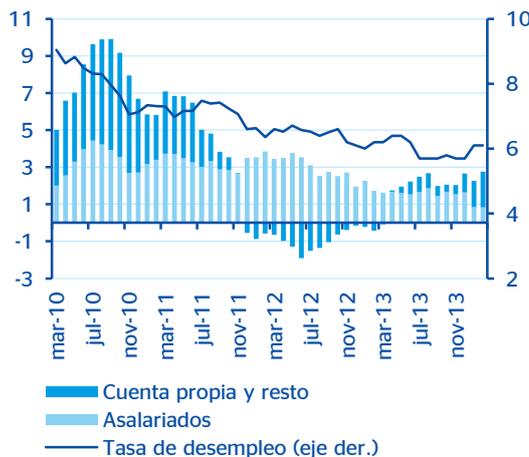
Gráfico 4.1
Estimación inversión a materializar (millones de USD)



Fuente: CBC y BBVA Research

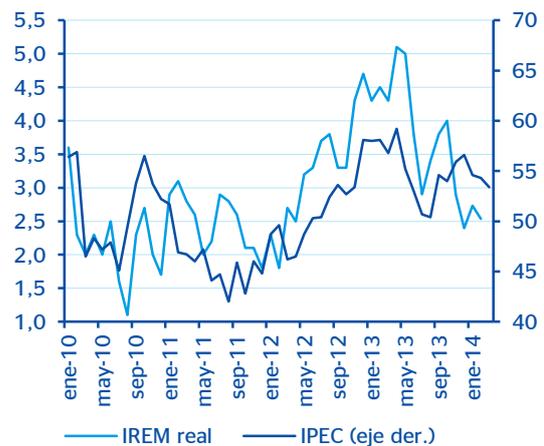
El consumo privado continúa relativamente dinámico expandiéndose un 5,6% en 2013, a pesar de mostrar síntomas de agotamiento al crecer 4,9% al 4T13. Esto último, se encuentra en línea con la moderación de la masa asalariada real que esperamos continúe profundizándose durante el transcurso del 2014, liderado por una desaceleración en la creación de puestos de trabajo. Esta última estaría caracterizada por una mayor proporción de empleo por cuenta propia en desmedro de asalariados (Gráfico 4.2), a lo que se suma una desaceleración en los salarios, impulsada tanto por el menor dinamismo de la actividad agregada como por la aceleración transitoria de la inflación que ha erosionado los salarios reales y la confianza, a pesar de que esta última aún se mantiene en niveles optimistas (Gráfico 4.3).

Gráfico 4.2
Crecimiento del empleo por categoría y tasa de desempleo (var. % a/a, %)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 4.3
Crecimiento de los salarios reales y Confianza del consumidor (var. % a/a, Índice)



Fuente: INE, BCCh y BBVA Research

En consecuencia, anticipamos una expansión del consumo privado de 3,5% en 2014 para luego recuperarse en 2015 hacia un crecimiento de 4,5%, apoyado en los recortes de la TPM y la recuperación de la actividad agregada hacia su crecimiento potencial. Esta proyección se desprende de los registros de ventas del comercio, en particular el componente durable (Gráfico 4.4).

Gráfico 4.4

Índice de Ventas del comercio al por menor y bienes durables (var. % a/a del prom. móvil trimestral)



Fuente: INE y BBVA Research

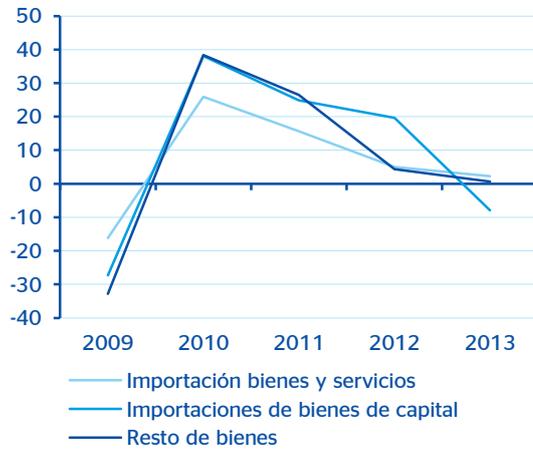
Con todo, esperamos que la demanda interna muestre una menor contribución con expansión en torno a 3,2% en 2014 (respecto al 4,4% esperado en nuestro informe previo) para luego recuperar su crecimiento hacia 4,7% durante el 2015. No obstante, el gasto fiscal compensará en algún grado la desaceleración esperada de la demanda interna. En particular, de acuerdo a lo que se desprende de la regla fiscal en Chile sumado a los efectos inmediatos esperados en recaudación producto de la reforma tributaria, anticipamos que el gasto fiscal crecerá en torno a 8% promedio en el periodo 2014-2015 (para mayor detalle ver Sección 8).

En conjunto, nuestra visión sobre la demanda local se refleja también en una fuerte desaceleración de las importaciones que esperamos se expandan un magro 2,7% este año de la mano de menores importaciones de bienes de capital (Gráfico 4.5). Esto sería consistente tanto con la menor actividad esperada para la demanda interna como por la depreciación real del tipo de cambio. Para el 2015, de la mano de la recuperación en la inversión en maquinaria y equipos y del consumo, esperamos que las importaciones anoten un crecimiento en torno a 5,4%.

Por su parte, mantenemos nuestra expectativa de crecimiento para las exportaciones en 4,5% y 4,6% para 2014 y 2015, respectivamente. Estas proyecciones obedecen principalmente al impulso que generará tanto el mayor crecimiento mundial (liderado por el rebalanceo hacia economías desarrolladas) como la depreciación esperada del tipo de cambio real sobre los sectores exportadores. A lo anterior, se suma la fuerte inversión en minería durante los últimos años que darán soporte al crecimiento del sector externo durante la próxima década. En suma, todos estos elementos compensarán el menor crecimiento relativo de economías emergentes, como China, respecto al de economías desarrolladas.

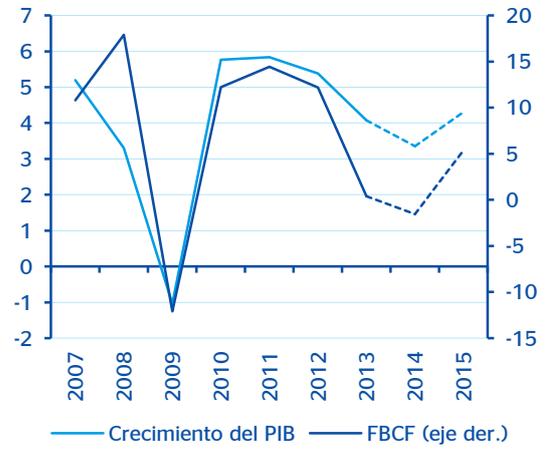
Con todo, la desaceleración mayor a la prevista en inversión explica mayoritariamente nuestra corrección a la baja en crecimiento esperado 2014 desde 4,0% a un 3,4%, mientras que para 2015 nuestra proyección apunta a un crecimiento del PIB en 4,3% (Gráfico 4.6).

Gráfico 4.5
Crecimiento de las importaciones (var. % a/a)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 4.6
Crecimiento del PIB (var. % a/a)



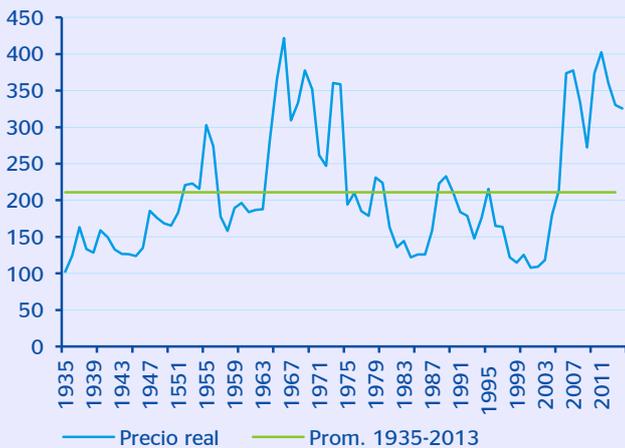
Fuente: BCCh y BBVA Research

Recuadro 1. El nuevo escenario del cobre y sus implicancias sobre la economía chilena

En los primeros meses de este año se ha registrado un marcado descenso del precio del cobre hacia niveles que se consideran próximos a sus valores de largo plazo. Los años de altos precios del cobre han quedado atrás y, en el escenario más probable, veremos que el valor del metal se mantendrá fluctuando en torno a niveles de largo plazo en los próximos años. Este recuadro explica las razones del ajuste reciente, las perspectivas de mediano plazo para el mercado del cobre y las implicancias de este nuevo escenario para la economía chilena.

El llamado súper ciclo del precio del cobre comenzó el año 2004 y llevó el valor del metal marcadamente por sobre su promedio histórico (Gráfico R.1.1). Si bien en los últimos dos años el precio ha descendido, su valor real se mantiene alto desde una perspectiva histórica.

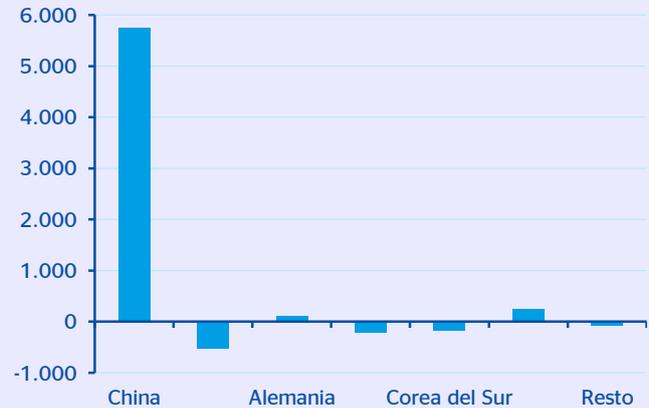
Gráfico R.1.1
Precio real del cobre 1935-2013 (centavos de dólar por libra)



Fuente: Cochilco y BBVA Research

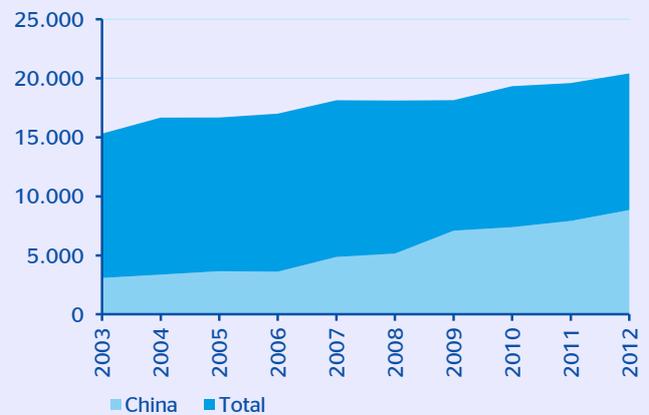
El origen de este súper ciclo ha sido ampliamente debatido, poniendo a China como el principal determinante. Entre 2003 y 2012, el gigante asiático más que duplicó su participación en el consumo mundial de cobre, pasando de representar 20% del total a 43% del total, explicando más del 100% del aumento del consumo mundial en ese período (Gráficos R.1.2 y R.1.3). Esta mayor demanda de cobre ha acompañado el crecimiento de la inversión. Sin embargo, desde 2012 el crecimiento ha comenzado a perder fuerza y, además, ha iniciado un cambio de composición hacia consumo privado y menor contribución de inversión, tendencia que debiese continuar.

Gráfico R.1.2
Crecimiento del consumo de cobre. Principales consumidores 2004-2012 (miles de TM de cobre fino)



Fuente: BBVA Research con datos de Cochilco

Gráfico R.1.3
Consumo de cobre. China y resto del mundo 2004-2012 (miles de TM de cobre fino)



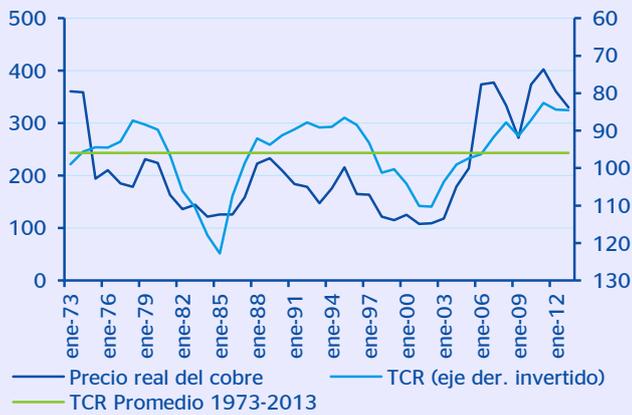
Fuente: BBVA Research con datos de Cochilco

Este cambio de composición, que es positivo desde el punto de vista de la sostenibilidad del crecimiento, no lo es tanto desde el punto de vista de la demanda de cobre. Por su parte, el creciente rol de China en este mercado, la hace altamente determinante de la evolución del precio del metal. Estimamos que China crecerá en torno a 7,2% el 2014, cifra que dista bastante del período de mayor crecimiento de la primera parte de la década de los 2000.

A este menor crecimiento de China se suma el inicio del retiro del estímulo monetario no convencional en EE.UU., que ha generado el fortalecimiento del dólar a nivel global. Estimamos que esta tendencia debería continuar en los próximos trimestres, en la medida que

las condiciones monetarias en esta economía continúen su proceso de normalización. Un dólar más apreciado se asocia, en general, con una menor demanda relativa por cobre y un menor precio, tal como lo plantean De Gregorio et al. (2005)¹. Los autores estiman que, en el largo plazo, una depreciación real del dólar estadounidense de 10% generaría un aumento de 18% en el precio real del cobre. A modo de ejemplo, si el tipo de cambio real de EE.UU. converge a su promedio histórico -12% por sobre su nivel actual-, esta elasticidad implicaría un retroceso de 22% en el precio real del cobre, lo que en cifras actuales equivaldría al paso desde US\$3 a US\$ 2,35 la libra (Gráfico R.1.4).

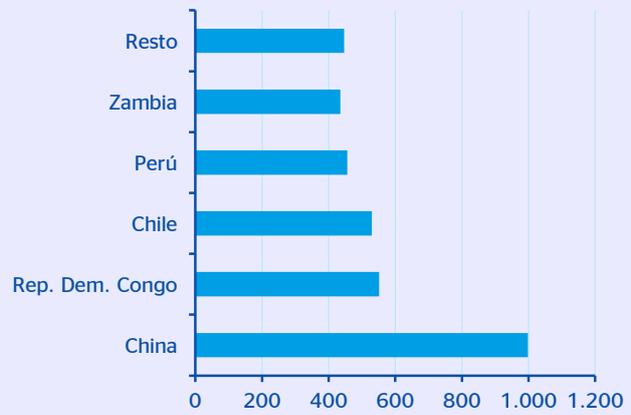
Gráfico R.1.4
Precio real del cobre y TCR de EE.UU. (cUS\$/lb, Índice)



Fuente: Cochilco, Reserva Federal de EE.UU. y BBVA Research

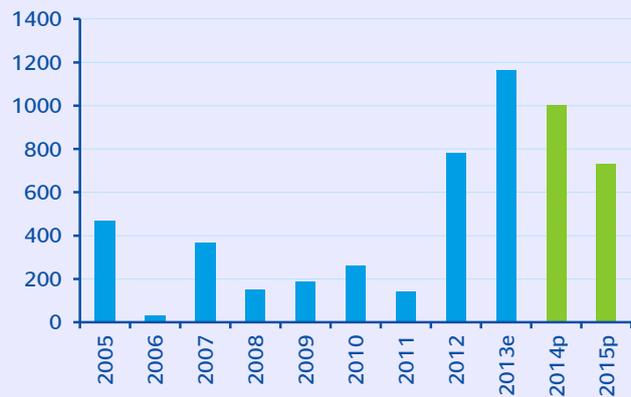
Después de varios años de alto precio del cobre, la oferta del metal ha reaccionado, contribuyendo a generar un superávit en el mercado. En el período 2004-2012, el crecimiento promedio del consumo mundial de cobre refinado fue 3,3%, mientras que el de la producción mundial de cobre de mina fue 2,5%. Sin embargo, esta tendencia ha cambiado en los últimos años. En 2012 la oferta mundial de cobre de mina creció 4,8% y las estimaciones disponibles indican que en 2013 habría crecido 6,8% a/a. Como consecuencia de ello, el año 2013 el mercado de cobre refinado habría registrado un superávit de 319 mil TM, condición que se repetiría este 2014, con una cifra del orden de las 360 mil TM y también el 2015, alcanzándose un superávit máximo de 416 mil TM². Entre los años 2018 y 2020 el mercado volvería nuevamente a una condición de déficit, debido al desgaste natural que experimentarán algunas faenas.

Gráfico R.1.5
Crecimiento de la producción mundial de cobre de mina. Principales países productores 2004-2012 (miles de TM de cobre fino)



Fuente: BBVA Research con datos de Cochilco

Gráfico R.1.6
Aumento de la oferta mundial de cobre de mina (miles de TM de cobre fino)



Fuente: BBVA Research con datos de Cochilco

Escenario de superávit reduce el precio del cobre a valores de largo plazo, pero encuentra contención en los crecientes costos de producción, en las políticas contracíclicas del gobierno chino y en el surgimiento de nuevos consumidores. Este nuevo escenario para el mercado del cobre está generando un superávit que se extenderá por los próximos cuatro años. En este contexto, las perspectivas para el precio del cobre para el periodo 2014-2015 son bajistas (desde USD3,14 y USD2,98 por libra a USD3,00 y USD2,90 por libra para dichos años respectivamente, Gráfico R.1.7), pero el aumento en los costos de producción reduce los riesgos de escenarios de

1: J. De Gregorio, F. Jaque y H. González (2005). Fluctuaciones del dólar, precio del cobre y términos de intercambio. Banco Central de Chile. Documento de Trabajo N°310.
2: Cochilco. Informe Tendencias del Mercado del Cobre. Enero 2014.

precios reales tan bajos como los observados antes del inicio del súper ciclo (Gráfico R.1.8). Descensos significativos del precio llevarían a que proyectos que están operando a costos muy elevados salgan del mercado, conteniendo de forma automática las presiones descendentes (Tabla R.1.1).

Otro elemento de contención corresponde a la capacidad del gobierno chino para implementar políticas contracíclicas, como los recientes anuncios de mayor gasto público para el desarrollo de infraestructura a partir de 2T14. Por último —con una visión más de largo plazo— está la posibilidad de que aparezcan nuevos consumidores en el mercado del cobre que permitan contrarrestar el menor dinamismo de la demanda china. Es el caso por ejemplo de India, que se estima duplicará su participación en el consumo mundial de cobre en los próximos quince años —pasando de 2,2% a 4,4%—, llegando a ser en 2030, el tercer consumidor más importante, detrás de China y EE.UU.

Gráfico R.1.7
Proyección precio del cobre (US\$ por libra, promedio)



Fuente: Comisión Chilena del Cobre y BBVA Research

Gráfico R.1.8
Costo de producción de cátodos de cobre (C3) (cUS\$ de 2011 por libra)



Fuente: BBVA Research con datos de Cochilco

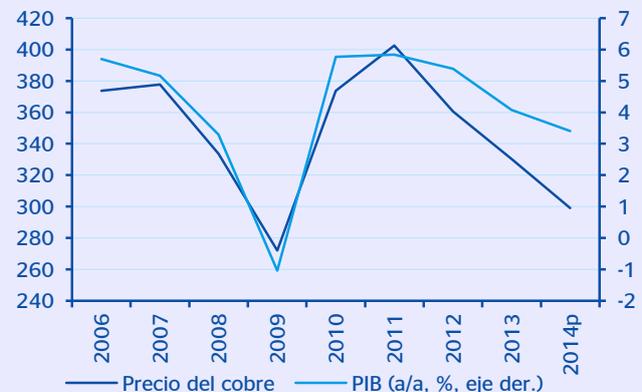
Tabla R.1.1
Costos de la Minería local (cUS\$/lb)

Operación	Costo C1	Empresa
Michilla**	322	Antofagasta Minerals
Salvador**	300	Codelco
Mantos Blancos*	274	Anglo American
Esperanza**	252	Antofagasta Minerals
El Soldado*	243	Anglo American
Lomas Bayas*	235	Glencore
Collahuasi*	208	Anglo/Glencore
Gabriela Mistral**	207	Codelco
Mantoverde*	191	Anglo American
Chuquicamata**	177	Codelco
Los Pelambres**	152	Antofagasta Minerals
Los Bronces*	145	Anglo American
El Teniente**	140	Codelco
Andina**	137	Codelco
El Tesoro**	136	Antofagasta Minerals
Radomiro Tomic**	127	Codelco

*Registro a diciembre 2012/**Registro a septiembre 2013
Costo Directo C1: Costo de mina, costo de planta, gastos generales, costo de fundición, refinación y fletes.
Fuente: Diario El Pulso en base a información de empresas

Pese a la importancia del cobre para la economía chilena, el marco de políticas económicas permitirá enfrentar de buena forma un escenario de menores precios. El cobre es una variable clave para nuestra economía, solo para poner algunas cifras sobre la mesa, el año 2013 la minería del cobre representó 11% del PIB, 52% de las exportaciones y 10% de los ingresos fiscales. Por otra parte, es notable la alta correlación que ha existido en los últimos ocho años entre el precio del cobre y el crecimiento del PIB (Gráfico R.1.9).

Gráfico R.1.9
Precio real del cobre y crecimiento del PIB (cUS\$/lb, %var a/a)



Fuente: BBVA Research con datos de Cochilco y BCCN

Estas cifras muestran que la economía chilena podría ser vulnerable a una caída abrupta del precio, sin embargo, tanto la política fiscal, como la política monetaria y un régimen de flotación cambiaria, actuarán como mecanismos de estabilización en caso de materializarse un escenario adverso para el cobre. La economía no creció a tasas del 8% o 9% como lo hizo en anteriores ciclos alcistas del precio del cobre, pero tampoco sufrirá recesiones de la magnitud de las del pasado cuando las condiciones externas se reviertan, lo cual no quiere decir que seamos inmunes a un *shock* de términos de intercambio³.

Por el lado de la política fiscal, desde el año 2001, el nivel de gasto público no depende del precio anual del cobre, sino que de su promedio esperado para los próximos diez años, lo que permite aislar el gasto de las fluctuaciones cíclicas del precio del cobre, ahorrar los ingresos extraordinarios cuando el precio está sobre su valor de largo plazo y utilizar los ahorros en períodos en que el precio cae bajo su valor de referencia.

Por su parte, en este escenario menos favorable para el precio del cobre, el tipo de cambio ha comenzado a reaccionar registrando una marcada depreciación real en los últimos meses, actuando como mecanismo automático de estabilización y mejorando la competitividad de otros sectores exportadores. Por último, la política monetaria tiene espacios para reaccionar ante un escenario adverso del precio del cobre que impacte la actividad y las perspectivas inflacionarias.

3: Para un análisis de este argumento ver De Gregorio (2006). Bonanza del cobre: impacto macroeconómico y desafíos de política. Estudios Públicos, 103.

5. Cuenta corriente ha alcanzado niveles sostenibles como anticipamos

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 ubicándose en 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

	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)							
Composición de los Pasivos Externos							
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)							
Solvencia							
Deuda Externa Total / PIB	49	32	37	37	38	42	43
Deuda Externa Total / X	133	85	112	103	104	116	128
Liquidez							
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 y BBVA Research

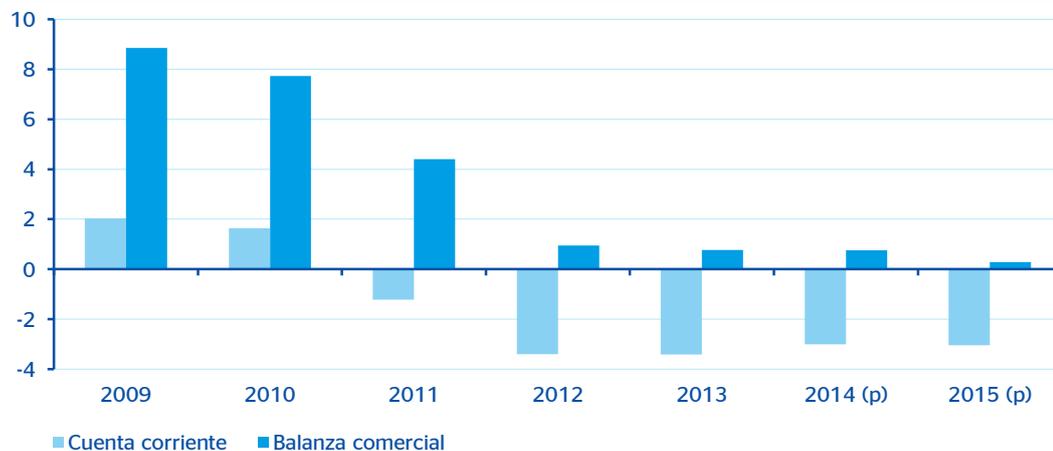
En el escenario base, esperamos que el déficit de cuenta corriente continúe convergiendo hacia niveles sostenibles

Mantenemos nuestra corrección a la baja en el déficit en cuenta corriente. 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- se confirman más aceleradas 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 mitigar los riesgos de sostenibilidad de la cuenta corriente.

A pesar de la corrección a la baja en el precio promedio del cobre proyectado para el periodo 2014-2015, la sostenibilidad de la cuenta corriente no estaría en jaque. Asimismo, corregimos a la baja nuestra estimación de convergencia a un precio de largo plazo en torno a los USD2,8 la libra (Gráfico R.1.7, Recuadro 1). En su conjunto, son consistentes con una visión de crecimiento más equilibrada para China con menor dinamismo de la inversión y mayor del consumo privado, situación que evaluamos con impactos marginalmente negativos para el precio del metal.

En este contexto, proyectamos un déficit de cuenta corriente de 3,0% del PIB para el 2014 (equivalente a USD7,9bn) muy similar al previsto en nuestro informe del primer trimestre y para 2015 proyectamos una mantención del déficit en niveles similares. A pesar del menor superávit comercial, las menores rentas y transferencias vinculadas al menor precio del cobre explican la baja en el déficit de cuenta corriente (Gráfico 5.1).

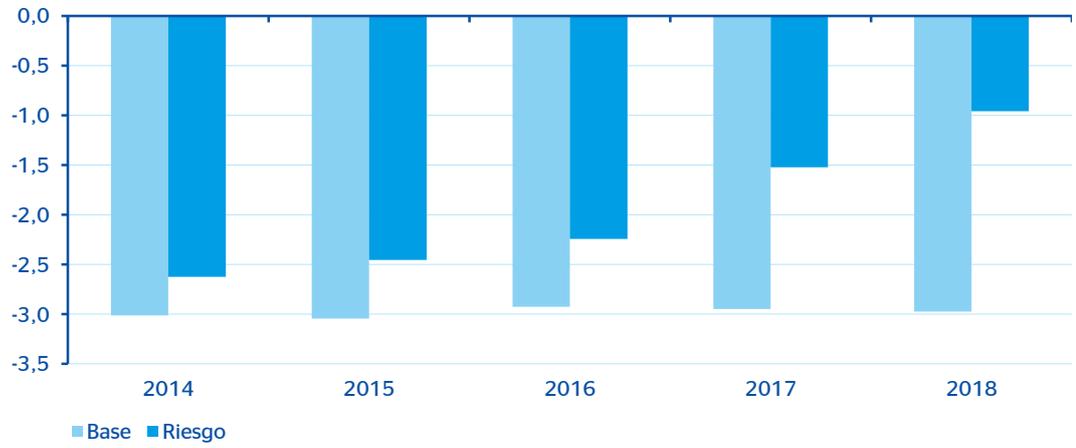
Gráfico 5.1
Saldo comercial y de cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BCCh y BBVA Research

De manera de evaluar la sostenibilidad de la cuenta corriente, realizamos un ejercicio de *stress* para el escenario de crecimiento de China bajo la premisa que es la inversión el componente de gasto que más impacta al precio del cobre. En este escenario de *stress*, consideramos que la inversión en China crece 6% promedio en los próximos años (para más detalles ver Recuadro Situación Latam). Bajo este escenario alternativo, proyectamos un déficit de cuenta corriente aún en torno a niveles sostenibles. La depreciación real de la moneda y el impulso externo que aquello generaría, con los mitigantes por el lado de la menor renta de la inversión extranjera, permitirían deterioros muy acotados en el déficit (Gráfico 5.2).

Gráfico 5.2
Escenario base y de riesgo Cuenta Corriente (% del PIB)



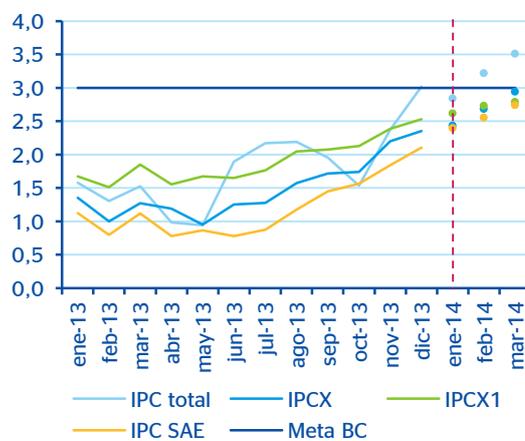
Fuente: BCCh y BBVA Research

6. Inflación: sorpresas del primer trimestre explicadas principalmente por factores cíclicos

Aún cuando en marzo la inflación anual alcanzó 3,5% con un alto grado de dispersión, esperamos que cierre 2014 en 3,1%

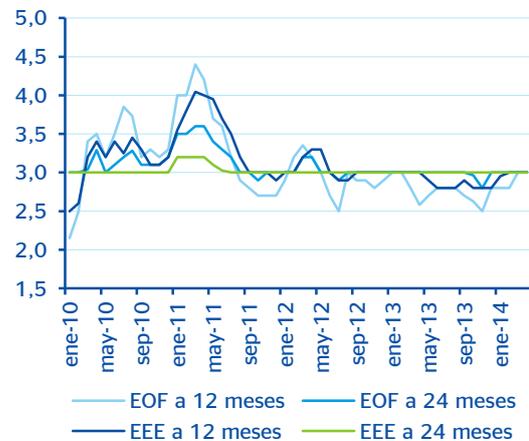
Las cifras de inflación del primer trimestre, en especial para los meses de febrero y marzo, se han ubicado por sobre nuestras expectativas y las del mercado. La acumulación de inflación entre enero y marzo del presente año ha sido de 1,5%, explicado principalmente por variaciones en productos específicos y asociados a la estacionalidad del periodo, como educación y transporte, con impactos por el aumento del tipo de cambio y los efectos de segunda vuelta, aunque cada vez más acotados. Las medidas de inflación subyacente continúan con el aumento que exhiben desde mediados del año pasado, acercándose a 3% a/a (Gráfico 6.1). Sin embargo, de acuerdo a las encuestas de Expectativas Económicas y de Operadores Financieros, los agentes del mercado siguen situando sus proyecciones en la meta del Banco Central en el periodo de 2 años (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 EOF y EEE (var. a/a, porcentaje)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Dado que los aumentos registrados en el primer trimestre del año obedecen a factores puntuales y estacionales, no debería haber un traspaso a las cifras de inflación de los próximos meses. La generación de holguras de capacidad en la economía haría moderar el registro de variaciones mensuales en el IPC en lo que resta del año, con una inflación anual ubicándose en 3,1% a finales de 2014, lo que implica una corrección al alza respecto del 2,6% proyectado en nuestro anterior Situación (Gráfico 6.3).

Cabe destacar que, aunque existen algunos focos donde podrían observarse riesgos inflacionarios, estos son reducidos, alineados con sus fundamentales, y no exigirían una respuesta de política monetaria distinta a lo que planteamos en nuestro escenario base. Un foco de riesgo podría haber sido la depreciación cambiaria. De hecho, ya se ha sentido algo de traspaso cambiario en la inflación de inicios de año, mediante los aumentos en los precios de la gasolina, carne y automóviles nuevos. Sin embargo, tanto estimaciones propias como

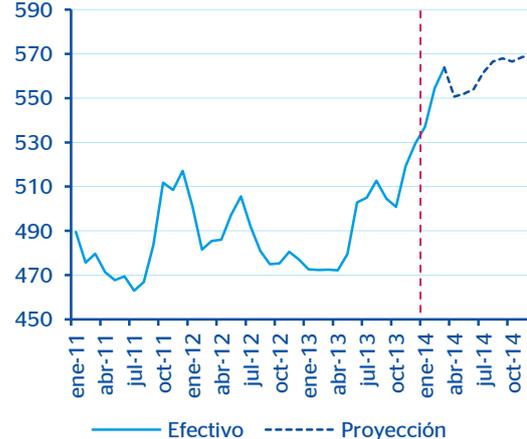
del Banco Central ubican el coeficiente del traspaso cambiario en niveles acotados⁴, y el efecto en inflación de la depreciación cambiaria que se ha observado desde mayo del 2013 a la fecha ya se ha comenzado a materializar en forma importante. Por lo demás, estimamos que el tipo de cambio transitará de los niveles actuales a un cierre de 2014 cercano a \$570, por lo que esperamos impactos adicionales acotados en inflación por esta vía (Gráfico 6.4).

Gráfico 6.3
Inflación a/a efectiva y proyecciones BBVA 2014 (porcentaje)*



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

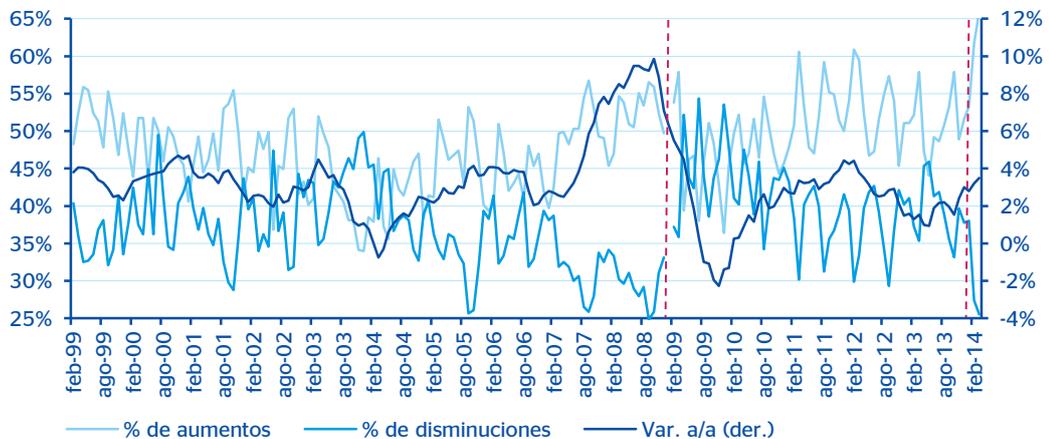
Gráfico 6.4
Tipo de cambio efectivo y proyecciones BBVA 2014 (\$/US\$)



Fuente: BCC y BBVA Research

Un segundo foco de riesgo podría ser el grado de dispersión inflacionaria que se ha alcanzado durante los últimos meses. En efecto, más de un 60% de los productos de la canasta del IPC experimentaron alzas en marzo, una cifra históricamente alta para los últimos años (Gráfico 6.5). El riesgo se encuentra en que, de generarse un *shock* inflacionario generalizado, la explicación del aumento en la inflación va más allá de unos cuantos productos específicos que estén sufriendo alzas puntuales, por lo que podría generarse una respuesta de política monetaria condicionada a este caso.

Gráfico 6.5
Productos con variación positiva y negativa dentro de la Canasta IPC e Inflación anual (porcentaje)



Nota: Para el periodo 1999-2008 se utiliza la canasta base 1998. Para el periodo 2009-2013, la canasta base 2009. Para el primer trimestre 2014, la canasta base 2013.
Fuente: INE, BCCh y BBVA Research

4: Ver el Observatorio Económico "Bajo traspaso cambiario a inflación en Chile" del 26 de febrero y el recuadro V.1 del IPoM de marzo.

Sin embargo, no observamos que esta mayor dispersión repercuta en un *rally* inflacionario. Entre las razones a esgrimir se encuentra el efecto que pudiera tener el cambio en la canasta del IPC sobre la dispersión inflacionaria, lo que se desprende de observar el Gráfico 6.5 desde una perspectiva histórica. En efecto, ante cada cambio de canasta, a un nivel de inflación anual similar, la dispersión inflacionaria del periodo parece aumentar.

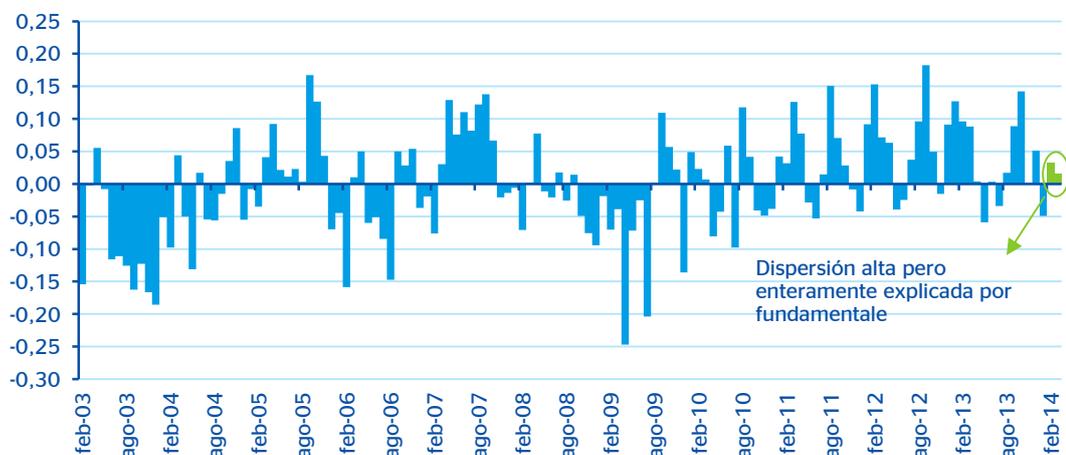
Por otro lado, el aumento en la dispersión suele estar asociada a episodios de fuerte depreciación cambiaria. Al comparar los dos periodos de depreciaciones significativas ocurridos en la última década, en ambos casos existió un aumento de la dispersión inflacionaria, aunque con distintos grados de magnitud (Gráfico 6.6). Dado esto, consideramos preciso incorporar al análisis otras variables que explican las condiciones macroeconómicas imperantes. Para eso, realizamos un análisis econométrico simple, tomando como variable dependiente una medida de dispersión/difusión inflacionaria correspondiente a la diferencia entre los porcentajes de aumentos y disminuciones mensuales, la que explicamos *in-sample* por variables que consideramos relevantes⁵. El Gráfico 6.7 muestra los residuos de dicha estimación para el periodo 2009 - marzo 2014, donde se observa que la alta y peculiar dispersión de febrero y marzo está principalmente explicada por sus determinantes.

Gráfico 6.6
Comparación dispersión inflacionaria en episodios depreciativos similares (porcentaje)



Fuente: INE, BCCh y BBVA Research

Gráfico 6.7
Residuo entre dispersión inflacionaria estimada por fundamentales y dispersión efectiva



Fuente: INE, BCCh y BBVA Research

5: Las variables incluidas fueron la depreciación en 6 meses móvil, la brecha rezagada del producto (medida como la diferencia entre el Imacec filtrado por Hodrick-Prescott y su nivel efectivo), la inflación en 12 meses y dummy para el cambio en la canasta base en 2013.

En resumen, consideramos que los principales focos de riesgos inflacionarios están controlados. No observamos un brote inflacionario, por lo que vemos con alta probabilidad que se concrete nuestro escenario base para la política monetaria, y se observen registros inflacionarios acotados para los próximos meses, sin descartar incluso algunos resultados deflacionarios en lo que resta de año dada la relevante incidencia de factores transitorios recientes.

7. Concreción del escenario de riesgo en actividad e inflación contenida son compatibles con un estímulo monetario mayor al esperado por el mercado

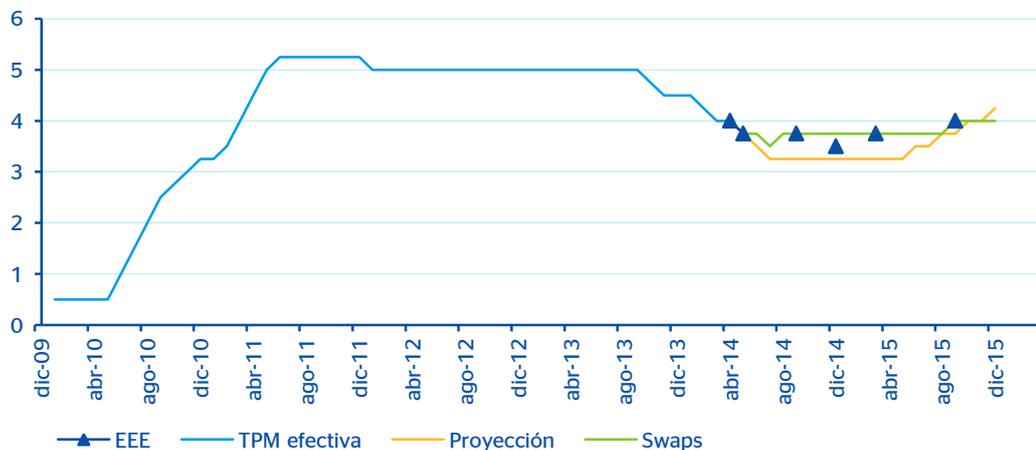
Cambios en el escenario de actividad hacen necesario un estímulo monetario mayor que el previsto hace tres meses. Proyectamos que la TPM llegará a 3,25% este año

En su Informe de Política Monetaria de marzo el Banco Central realizó un fuerte ajuste a la baja en sus proyecciones de crecimiento para este año, mayor a lo esperado por el consenso de mercado y, al mismo tiempo, señaló que serían necesarios uno o dos recortes adicionales de la TPM, es decir, que la tasa de instancia podría llegar a 3,5% este año.

A la fecha de cierre de este Situación, los mercados tienen incorporado en sus expectativas que la tasa llega a 3,5%. Por una parte, la encuesta de expectativas económicas (EEE) de abril considera que la TPM se ubicará en ese nivel a fines de 2014 y, por otra, los precios de los activos son consistentes con recortes hasta 3,5% en 3T13, aunque por un período no superior a dos meses. Posteriormente, consideran que la tasa de instancia sube a 3,75% y permanece en ese nivel por los siguientes 13 meses (Gráfico 7.1).

Gráfico 7.1

TPM efectiva y trayectorias implícitas en EEE y swaps (porcentaje)



Fuente: BCCh, Tradition y BBVA Research

Las cifras de actividad del primer trimestre y las perspectivas para lo que resta del año hacen altamente probable que, en términos de actividad, se concrete el escenario de riesgo para el Banco Central, es decir, que la economía crezca menos de 3,5% este año. De esta forma la economía completaría dos años de crecimiento por debajo de su potencial y, en consecuencia, generando holguras de capacidad. En lo que respecta a los precios, las noticias de inicio de año han movido la inflación a la parte alta del rango de referencia de la meta del Banco Central lo que, de alguna manera, ha contenido visiones más expansivas para la política monetaria. De esta forma, pese a que las perspectivas de bajo crecimiento se extienden incluso hasta 2015 (la EEE proyecta 4%), las expectativas de inflación se mantienen ancladas a la meta de 3%.

Dados los rezagos con los que opera la política monetaria, consideramos necesario que el Banco Central inyecte un estímulo monetario mayor a lo esperado por el consenso de mercado. En efecto, parte importante de la inflación de los últimos meses se vincula con alzas puntuales de precios específicos y, en muchos casos, responde a los efectos de la depreciación del peso sobre los precios de productos importados, fenómeno que no debería repetirse con igual intensidad en los meses siguientes. Es decir, no estamos en presencia de un fenómeno inflacionario generalizado y, por otra parte, las holguras de actividad que se están generando permitirán contener los efectos de segunda vuelta de la inflación reciente.

Proyectamos que la TPM llegará a 3,25% este año, nivel que el mercado no internalizará hasta convencerse de la naturaleza transitoria del *shock* inflacionario reciente. Por su parte, el proceso de normalización monetaria, que implicará llevar la TPM hacia niveles neutrales, comenzará en 3T15, acorde con un escenario en que se inicia el proceso de alzas de tasas de interés en EE.UU. y coincidiendo con una expansión de la actividad interna más cercana al crecimiento de tendencia. El nivel al cual llegará la tasa en este proceso de normalización es una pregunta abierta. Las estimaciones hechas por el Banco Central justo antes de la crisis de fines de 2008, apuntaban a que la tasa de interés neutral se ubicaba en torno a 5,75%-6,25%, sin embargo, es sabido que las condiciones económicas han cambiado de forma significativa desde entonces⁶. Por un lado, las tasas de interés internacionales no volverán en el corto plazo a los niveles pre crisis en la medida que los países desarrollados mantengan un ritmo de crecimiento moderado y baja inflación. Por otra parte, existe creciente preocupación por ajustes al crecimiento potencial de la economía chilena, lo que también es consistente con tasas reales de equilibrio menores. En sentido contrario, está el hecho de que la política fiscal será altamente expansiva en el período 2015-2018, lo que presionará al alza las tasas de interés locales. Así, consideramos más razonable como tasa de interés neutral para la economía chilena niveles en el rango de 5,00%-5,25%, los que estimamos en nuestro escenario base se alcanzarán hacia el 2016.

6: R. Fuentes y F. Gredig (2008). La tasa de interés neutral: estimaciones para Chile. Banco Central de Chile. Revista Economía Chilena, volumen 11, N°2, agosto.

8. Política fiscal: crecimiento del gasto sería de 8,6% en 2014, y con un promedio entre 7 y 8% en los próximos cuatro años

Baja base de comparación, tipo de cambio, voluntad política y la necesidad de financiar las reconstrucciones impulsarían gasto. En el mediano plazo, la reforma tributaria repercutiría en un elevado crecimiento promedio del gasto

Con el crecimiento de 4% a/a del gasto en el año 2013, la autoridad fiscal solo debe ejecutar el nivel de gasto comprometido en la Ley de Presupuesto para que el crecimiento sea 5,5% a/a en 2014. Sin embargo, la política fiscal chilena se guía por una meta de déficit estructural. Por lo que, para cuantificar el nivel de gasto que el gobierno espera alcanzar, es necesario observar cómo han variado los ingresos estructurales y la posibilidad en el año de cumplir la meta.

Respecto a los ingresos estructurales, un primer factor a considerar es que el escenario macroeconómico actual dista del utilizado para la elaboración de la Ley de Presupuestos en septiembre 2013. La desaceleración en la actividad y el menor precio del cobre contraen los ingresos fiscales efectivos de este año. Sin embargo, los resultados de PIB o precio del cobre efectivos no influyen en los ingresos estructurales, los cuales son estimados en base a parámetros de referencia. Pero la mayor inflación y el mayor tipo de cambio sí hacen aumentar dicho nivel de ingresos.

Un segundo factor a dilucidar es qué ocurrirá con la capitalización a Codelco. Las autoridades se han pronunciado a favor de este hecho, sin embargo aún no se sabe el monto (que estimamos será entre USD1.200 a 1.500 millones) ni, aún más importante, el método de financiamiento. Si se financia con fondos soberanos, es decir, con el FEES (el FRP no puede tocarse aún y el FpE está comprometido solo para necesidades en educación), ni los ingresos efectivos ni los estructurales se verían afectados. En base a las declaraciones escuchadas recientemente, trabajamos con el supuesto de que la capitalización de Codelco se realizará con recursos del FEES.

El tercer factor es que a partir de este año ya se tendría recaudación adicional gracias a la reforma tributaria, pero menos de la mitad de la proyectada por Hacienda/Dipres. Aunque el proyecto estima que durante 2014 se recibirían por la implementación de esta ley 0,29% del PIB de mayores ingresos, estimamos una tramitación más prolongada a la esperada en el parlamento, además de una menor recaudación por menor evasión, por lo que la mayor recaudación en 2014 solo sería del orden de +0,1% del PIB. Así, tendríamos mayores ingresos estructurales por cambios en el escenario macroeconómico y por la reforma tributaria, los que no se verían afectados por menores traspasos de la cuprífera estatal.

Dado lo anterior, ante la presencia de mayores ingresos estructurales, el nivel de gasto compatible con una meta de 1% del PIB en 2014 se eleva. Aunque aún no conocemos la senda de metas de balance estructural que propondrá el actual gobierno para su mandato, proyectamos que se privilegiará cumplir con una meta de -1% del PIB en vez de conformarse con alcanzar el nivel de gasto aprobado en la Ley de Presupuesto, lo que reduciría el déficit estructural a 0,3% del PIB. Por lo tanto, el crecimiento del gasto en 2014 sería 8,6% a/a. Las razones que existen para sostener esto son la voluntad política de la reciente administración de ejecutar todo el presupuesto, por lo que no deberían existir los problemas de subejecución observados en años anteriores, junto con las necesidades de recursos públicos que han generado las recientes catástrofes en Iquique y Valparaíso.

La Tabla 8.1 contiene la proyección de balance efectivo y estructural, con las principales explicaciones para las diferencias en cada ítem entre el Presupuesto y lo proyectado por BBVA Research.

Tabla 8.1

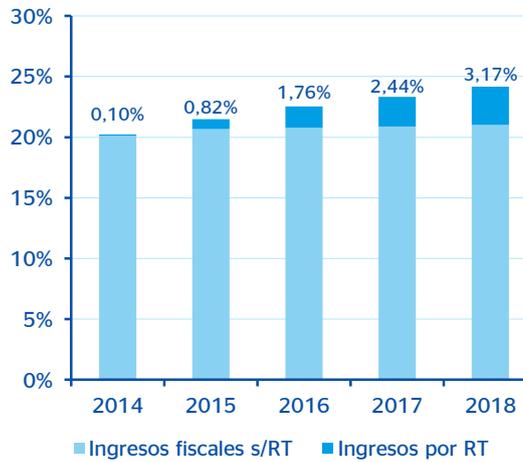
Detalle balance efectivo y estructural

Millones de pesos	2014 Minhda (a)	2014 BBVA Research (b)	(a) - (b) [mm de USD]	Principal razón para la diferencia:
Ingresos efectivos	30.840.787	30.349.696	-878	
Recaudación tributaria	24.931.494	24.339.601	-1.058	
Impuesto a la renta grandes mineras	1.151.627	987.256	-294	Menor precio del cobre
Impuesto a la renta resto contribuyentes	8.502.901	8.329.486	-310	Menor nivel de actividad
IVA	12.326.848	11.950.649	-673	Menor demanda interna
Productos Específicos	2.108.953	2.119.460	19	Nivel similar
Resto	841.165	806.049	-63	Nivel similar
Reforma Tributaria	0	146.701	262	Implementación RT en el último cuarto del año
Codelco	1.643.935	1.409.297	-419	Menor precio del cobre.
Resto	4.265.358	4.600.798	600	Mayor ejecución observada
Ingresos estructurales	30.829.660	31.736.909	1.622	Mayor tipo de cambio y RT
Gasto total	32.240.551	33.203.920	1.722	Supuesto de ejecución del 100% y aumento por mayores ingresos estructurales
Balance efectivo	-1.399.764	-2.854.224	-2.600	
% del PIB	-0,9%	-1,9%	-1,0%	
Balance estructural	-1.410.891	-1.467.011	-100	
% del PIB	-1,0%	-1,0%	0,0%	

Nota: Ambas columnas 2014 fueron llevadas a dólares con el tipo de cambio estimado por BBVA Research.
Fuente: Minhda, Dirección de Presupuestos y BBVA Research

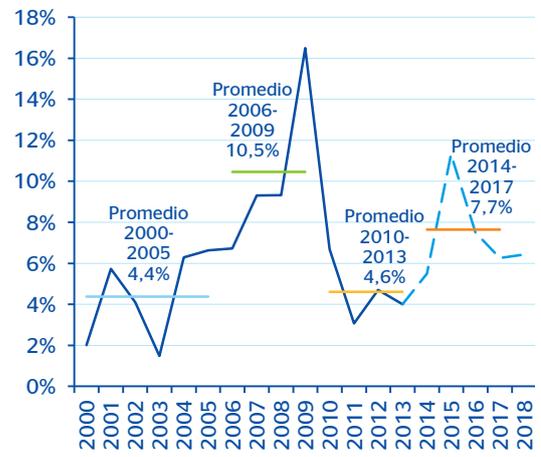
Finalmente, esperamos que el gasto público en el mediano plazo crezca entre 7-8% promedio. Aunque esperamos caídas en los parámetros de referencia del cálculo del Balance Estructural (crecimiento del PIB tendencial hacia 4,5% y menor precio de referencia del cobre tendiendo a USD 2,85 la libra), la mayor recaudación por la Reforma Tributaria hará aumentar tanto los ingresos efectivos como los estructurales, más que compensado las otras caídas. Cabe resaltar que esto será un fenómeno transitorio que durará solo hasta que la reforma tributaria esté con su recaudación en estado de régimen. Posteriormente el crecimiento del gasto volverá a estar determinado principalmente por el crecimiento del PIB tendencial y la evolución del precio del cobre de largo plazo, ubicándose nuevamente entre 4%-5% real anual.

Gráfico 8.1
Ingresos fiscales efectivos como porcentaje del PIB 2014-2018



Fuente: Dirección de Presupuestos y BBVA Research

Gráfico 8.2
Crecimiento del gasto público y promedios por periodo 2000-2018



Fuente: Dirección de Presupuestos y BBVA Research

9. Principal riesgo continúa siendo una desaceleración mayor en China

Desaceleración económica en China con implicancias negativas en el precio del cobre, superior a la contemplada en el escenario base es el principal riesgo para Chile. El principal riesgo idiosincrático estaría en retrocesos mayores en la confianza y expectativas empresariales vinculados a la Reforma Tributaria ingresada a evaluación y discusión en el Congreso

Una desaceleración económica marcadamente por sobre la anticipada para la inversión en China se mantiene como el principal riesgo externo por sus implicancias en el dinamismo del sector exportador, confianza de los agentes domésticos, flujos de capitales y cuentas fiscales. Localmente, mantenemos el riesgo de implementación de la Reforma Tributaria que podría afectar las intenciones de inversión que levantamos en el informe anterior.

En el plano externo, un primer y más importante riesgo estaría vinculado a la evolución de la economía china. 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 ha exacerbado 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 las economías emergentes los que se transmitirían 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 de segundo orden es un adelantamiento de la normalización del impulso monetario en EE.UU. que podría hacer menos favorables las condiciones financieras para Chile y el conjunto de economías emergentes. Nuevamente con una probabilidad e impacto algo menor sobre Chile, persiste el riesgo asociado a la compleja situación fiscal y financiera de la Eurozona y se agrega en lo más reciente un no descartable recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en Ucrania con efectos sobre los precios de las materias primas, así como sobre la confianza en Europa.

En el ámbito local, la inversión ha sido protagonista de la desaceleración económica con contracciones relevantes la segunda parte del 2013. Así como la inversión fue protagonista del crecimiento de la economía chilena entre el 2010 y 2012 explicando el 50% del crecimiento del PIB (Observatorio *"Un histórico boom de inversión en Chile"*), hoy ha sido este componente del gasto el que ha mostrado relevantes contracciones interanuales. El escenario base de este informe supone una recuperación paulatina pero persistente, particularmente en la segunda parte del año. Sin embargo existen riesgos idiosincráticos sobre este componente del gasto. En particular, la Reforma Tributaria podría tener un impacto negativo sobre la inversión marginal y generar postergaciones adicionales en la concreción de inversión privada en el sector minero y energético. Este aspecto se une a un riesgo de deterioro del escenario externo, que impacte el precio del cobre y afecte el cronograma de ejecución de nuevos proyectos.

10. Tablas

Tabla 10.1
Previsiones macroeconómicas anuales

	2011	2012	2013	2014	2015
PIB (% a/a)	5,8	5,4	4,1	3,4	4,3
Inflación (% a/a, fdp)	4,4	1,5	3,0	3,1	3,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	521	479	524	570	578
Tasas de interés (% fdp)	5,25	5,00	4,50	3,25	4,25
Consumo Privado (% a/a)	8,9	6,0	5,6	3,5	4,5
Consumo Público (% a/a)	2,5	3,7	4,2	4,8	4,6
Inversión (% a/a)	14,4	12,2	0,4	-1,5	5,4
Resultado Fiscal (% PIB)	1,4	0,6	-0,6	-1,9	-2,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,2	-3,4	-3,4	-3,0	-3,0

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	5,8	2,7	505,6	5,00
T3 12	5,5	2,8	475,0	5,00
T4 12	5,2	1,5	477,1	5,00
T1 13	4,9	1,5	472,5	5,00
T2 13	3,8	1,9	502,9	5,00
T3 13	5,0	2,0	504,6	5,00
T4 13	2,7	3,0	529,5	4,50
T1 14	2,4	3,5	563,8	4,00
T2 14	3,2	3,6	554,0	3,50
T3 14	3,3	3,4	568,0	3,25
T4 14	4,4	3,1	569,5	3,25
T1 15	4,6	2,5	572,6	3,25
T2 15	4,2	2,6	574,2	3,50
T3 15	4,2	2,8	576,3	3,75
T4 15	4,3	3,0	578,1	4,25

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de 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
anibal.alarcon.contractor@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

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

Análisis transversal de Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Xia Le
xia.le@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

Pensiones
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
www.bbvaresearch.com