

Situación Chile

1º TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE CHILE



01
Proyección de crecimiento 2017 se corrige hasta 1,6%, ante mayor debilidad observada a inicios de año

02
Tipo de cambio se aproxima a niveles de intervención

03
Se confirman acotadas presiones inflacionarias, generando espacios para recortes de la TPM hasta 2,5%

04
Situación fiscal de mediano plazo se complejiza y requerirá un ajuste que deberá definir el próximo gobierno

Índice

1. Editorial	3
2. Crecimiento global	4
3. Crecimiento 2017 con vientos pocos favorables	6
4. Tasas de interés de mercado en nuevos mínimos	8
5. Inflación repuntaría en la segunda mitad de 2017	11
6. Se ha iniciado el proceso de recortes en la tasa de instancia	13
7. Política fiscal: sin espacio	15
8. Mayores riesgos externos e internos para el crecimiento	19
9. Tablas	20

Fecha de cierre: 6 de febrero de 2017

1. Editorial

El entorno global mejoró en los últimos meses de 2016 y continúa haciéndolo a principios de 2017. A pesar de esta aceleración, las perspectivas para 2017 y 2018 están plagadas de incertidumbres. La principal está asociada a la política económica de la nueva administración estadounidense, todavía por definir en buena parte. El crecimiento global debería aumentar ligeramente del 3% en 2016 al 3,2% en 2017 y 3,3% en 2018.

Proyectamos que la economía chilena crecerá 1,6% este año, una cifra no muy distinta de lo observado en 2016. Un débil inicio de año, nuevamente con crecimiento inferior a 1% a/a, hace muy difícil alcanzar una cifra más cercana a lo que estima el consenso.

El desalineamiento cambiario nominal se hace evidente y el tipo de cambio real se aproxima a niveles de intervención. Además del aumento del precio del cobre que consideramos transitorio, esta evolución se explica por el arribo de posiciones de arbitraje en búsqueda de retornos y repatriación de capitales de inversionistas institucionales (AFP) en respuesta a las decisiones de sus cotizantes. Por su parte, las tasas de interés *benchmark* alcanzan mínimos debido a expectativas de un mayor estímulo monetario y descompresión de premios por plazo explicada principalmente por una mayor demanda de las AFP.

Los datos en el margen confirman las muy acotadas presiones inflacionarias que enfrenta la economía. Proyectamos que la inflación cerrará el año en 3,2% en un escenario en que el Banco Central recorta la tasa de referencia en total en un punto porcentual, hasta 2,5%, durante el primer semestre. Sin un estímulo monetario como este y la depreciación del peso que ello generaría, veríamos la inflación fluctuando en la parte baja del rango de tolerancia, con relevantes riesgos de desanclaje de expectativas. Si bien el Banco Central anunció en diciembre solo dos recortes de 25 puntos base en la tasa de instancia, las tasas de mercado y las encuestas anticipan un estímulo mayor. Esperamos que el IPoM de marzo sea el momento para reconocer la necesidad de un mayor estímulo.

Los mayores riesgos al escenario fiscal están en el mediano plazo. Estimamos que las holguras fiscales de los próximos tres años serían negativas por US\$ 2.960 millones (0,9% del PIB) y que la deuda pública bruta subirá a 35% del PIB en 2021. El reciente cambio de *outlook* introducido por Fitch y S&P hace muy probable un *downgrade* a la clasificación de deuda soberana en los próximos meses. La forma de corregir la inexistencia de holguras es compleja por cuanto requerirá recortes de gasto, incumplimiento del compromiso de convergencia al balance estructural y/o nuevas alzas de impuestos. Por cierto, esta decisión recaerá sobre el próximo gobierno.

El balance de riesgos internos y externos para este año sigue siendo negativo. Desde el punto de vista interno, no se ha disipado el riesgo que implicaría una respuesta tardía e insuficiente de la política monetaria. Otro elemento de riesgo que se suma este año son las elecciones presidenciales, las cuales ya están generando un amplio debate político en torno a reformas relevantes para diversos sectores y para la economía como un todo. Por su parte, la inversión tendrá un crecimiento acotado en el escenario base y no está exenta de riesgos, dados por la posibilidad de que no se recupere la confianza de los empresarios y por el riesgo implícito en la concreción de proyectos en desarrollo, particularmente en el sector energía. El riesgo de un cambio de clasificación de riesgo soberano se ha elevado significativamente y en caso de concretarse, tendría consecuencias adversas sobre el costo de financiamiento, dificultando aun más cualquier proceso de recuperación.

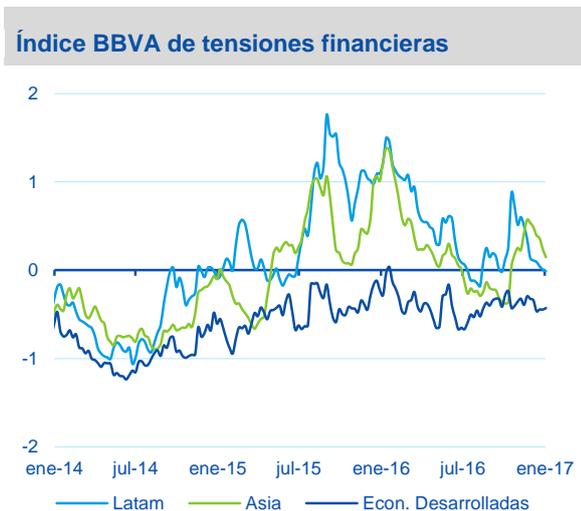
2. Crecimiento global

Entorno global: más crecimiento, incertidumbre más elevada y riesgos a largo plazo

El entorno global mejoró en los últimos meses de 2016 y continúa haciéndolo a principios de 2017. El crecimiento mundial se aceleró en el último trimestre de 2016, las confianzas han mejorado claramente en todas las áreas, y los indicadores del sector industrial están creciendo junto a una incipiente mejora del comercio global.

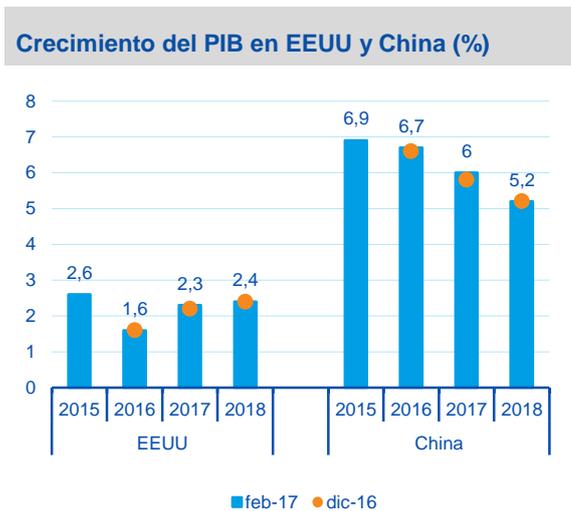
A pesar de esta aceleración, las perspectivas para 2017 y 2018 están plagadas de incertidumbres. La principal está asociada a la política económica de la nueva administración estadounidense, todavía por definir en buena parte. Se han anunciado medidas de estímulo fiscal y desregulación en diversos sectores, lo que fue recibido positivamente por los mercados en las economías desarrolladas, pero no así en las emergentes, que registraron salidas de capitales y depreciación en sus divisas, reflejado en un aumento de las tensiones financieras a finales de 2016 (Gráfico 2.1). Sin embargo, los anuncios de medidas proteccionistas pueden dañar gravemente el comercio internacional a mediano y largo plazo y afectar a la confianza en un futuro más cercano, sobre todo fuera de EE.UU. Asimismo, las incertidumbres aún pendientes sobre las políticas económicas en EE.UU. parecen estar moderando el optimismo de los mercados desde inicios de año.

Gráfico 2.1



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2



Fuente: BBVA Research

La magnitud de las presiones inflacionarias es otra incógnita que se abre a nivel global. Los precios de las materias primas (en particular, el petróleo) han repuntado en los últimos meses algo más de lo previsto, tras el acuerdo de la OPEP y la mejora de la actividad. Si a ello se une el tamaño de los balances acumulados por los bancos centrales de los países desarrollados en los últimos años por los programas de expansión

cuantitativa y las perspectivas de estímulos fiscales, el resultado es que los riesgos de deflación de hace pocos trimestres han sido sustituidos por presiones inflacionarias en las economías desarrolladas, lo que genera interrogantes sobre la reacción de sus políticas monetarias.

En principio, la Reserva Federal mantiene una actitud cauta y sigue apuntando a una normalización de tasas relativamente lenta. Nuestra previsión es que se produzcan dos subidas de tasas este año y otras dos en 2018. Por su parte, esperamos que el BCE comience el proceso de retirada del QE a principios de 2018 y decida la primera subida de tasas de interés a finales de ese año.

En conjunto, nuestras proyecciones de crecimiento para 2017 en las principales economías no se han revisado sustancialmente, aunque están sometidas a un mayor grado de incertidumbre de lo habitual. El efecto base de un mayor crecimiento a finales de 2016 y su efecto inercial, junto al impulso fiscal esperado en EE.UU., nos hacen revisar muy ligeramente al alza las previsiones de EE.UU. y Europa, y algo más en China, mientras que las previsiones para los países latinoamericanos se ven revisadas a la baja principalmente por factores idiosincráticos. En particular, en EE.UU. anticipamos un crecimiento de 2,3% y 2,4% en 2017 y 2018 (Gráfico 2.2). En China esperamos un crecimiento del 6% en 2017, que se reduciría a 5,2% en 2018, dadas las vulnerabilidades a las que se enfrenta la economía y una política económica más orientada a garantizar la estabilidad financiera que a mantener el crecimiento. De este modo, el crecimiento global debería aumentar ligeramente del 3% en 2016 al 3,2% en 2017 y 3,3% en 2018.

El crecimiento mundial aumentará de 3% en 2016 a 3,2% en 2017 y 3,3% en 2018

Los riesgos están sesgados mayoritariamente a la baja y se ven dominados por la mencionada incertidumbre ligada al proteccionismo en EE.UU., una actitud menos amigable hacia la inmigración y al peligro de que las políticas de estímulo fiscal no tengan efectos sobre el crecimiento y generen inflación, o que la desregulación anunciada en diversos sectores no sea bien gestionada. A esto se añade la

posible reacción de otros países o regiones a estos impulsos proteccionistas. Un aumento inesperado de la inflación puede llevar al endurecimiento de la política monetaria de los grandes bancos centrales, con consecuencias globales. A largo plazo, los riesgos de acumulación de desequilibrios en China, junto a la falta de reformas estructurales en las empresas públicas, pueden tener un impacto sobre sus flujos de capital, su moneda y llevar a un ritmo brusco de desaceleración. En Europa, el riesgo político es elevado, en un año cargado de citas electorales. Y, en general, los riesgos geopolíticos continúan siendo elevados.

3. Crecimiento 2017 con vientos pocos favorables

Decepcionante inicio de año hace difícil crecer 2% como estima el consenso

El crecimiento de 4T16 decepcionó ampliamente las expectativas al acumular una variación interanual de solo 0,5% y caer en términos desestacionalizados respecto del trimestre anterior. Con estas cifras, el año pasado cerró con una expansión de solo 1,5%, un peldaño más abajo en el proceso de desaceleración que experimenta la economía.

Si bien en 2016 el país no experimentó una recesión técnica, hubo dos trimestres no consecutivos de contracción trimestral de la actividad (Gráfico 3.1). El bajo ritmo de crecimiento ha dejado a la economía en una situación vulnerable que la podría llevar con facilidad a una contracción más nítida ante nuevos shocks de oferta. Por su parte, la dinámica trimestral del crecimiento observada en 2016 fue apoyada por la trayectoria del gasto público que registró una fuerte expansión en los primeros tres trimestres del año y que debió frenarse en el último cuarto para cumplir con la autorización del Presupuesto. Otro elemento que deja en evidencia el cierre de 2016 es un debilitamiento generalizado de la actividad y, en consecuencia, pierde fuerza el argumento del sector minero como responsable del bajo crecimiento. Por último, haber terminado el año con un crecimiento tan débil está teniendo consecuencias en la velocidad de expansión con la que la economía enfrenta el inicio de este año y, por lo tanto, está afectando de forma negativa las proyecciones de crecimiento para 2017 y 2018.

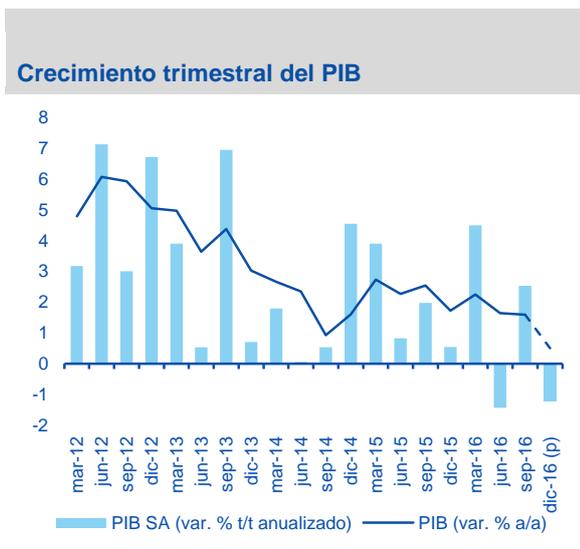
Estimamos que este año será muy difícil crecer 2% como estima el consenso partiendo con un primer trimestre de crecimiento menor a 1%. Proyectamos que en 2017 la economía crecerá alrededor de 1,6%, cifra que no difiere significativamente de lo observado en 2016. Esta proyección considera que en el último cuarto del año la economía estaría creciendo cerca de su potencial estimado en torno a 3% y que en 2018 crecería en torno a 2,4%.

El primer factor que estimamos reducirá su impacto en la demanda interna este año será el gasto público, el cual ha agotado su espacio de crecimiento y deberá moderarse significativamente, tras expandirse 5,7% real anual en los últimos tres años. Por cierto, el aspecto positivo de este retiro del impulso público es el espacio que se abre para un mayor estímulo monetario que estimamos no debería ser inferior a 100 puntos base en este ciclo que se inició en enero. Los efectos de este mayor estímulo monetario sobre la demanda y la actividad los veremos con mayor claridad durante la segunda parte de este año y en 2018.

En cuanto al consumo privado, si bien en el margen observamos una muy tenue recuperación, proyectamos que el año terminará con una expansión no muy distinta de lo observado en los últimos tres años, es decir, en torno a 2%. Esta proyección es compatible con salarios que se mantienen creciendo de forma acotada, con un bajo ritmo de creación de empleos asalariados y una tasa de desocupación que se eleva en

promedio y que supera 7% durante el invierno. También considera que las expectativas de los consumidores –que en el margen han mejorado de la mano de la menor inflación- se mantienen en terreno pesimista durante gran parte del año. En sentido contrario operarían las condiciones de crédito que se harían algo más favorables en un escenario en que se confirman 100 puntos base de recortes de tasas de interés durante el primer semestre.

Gráfico 3.1



(p): proyección.
Fuente: BCCh, CBC, BBVA Research

Gráfico 3.2



Fuente: BCCh, BBVA Research

Por su parte, proyectamos que la inversión fija crecerá 1% este año, aunque esta proyección tiene riesgos a la baja, asociados principalmente a la concreción de los proyectos en carpeta del sector energía. A nivel de componentes, la construcción se encuentra en un ciclo de contracción que estimamos recién comienza y que se prolongará durante todo el año (Gráfico 3.2), mientras que maquinaria y equipos, si bien ha dejado de caer con la intensidad observada en 2013-2015, no está contribuyendo al crecimiento de la inversión. Por su parte, la inversión pública sufrirá una caída de acuerdo con los montos aprobados en el Presupuesto. En sentido contrario podrían aportar los inventarios, cuya desacumulación contribuyó muy negativamente al crecimiento de la demanda interna en 2016 y que proyectamos tendrían una leve recuperación este año. Adicionalmente, las menores tasas de interés generarán condiciones de financiamiento más favorables para las compañías, pero mientras no observemos una recuperación nítida y sostenida de la confianza empresarial, el aporte en el margen de mejores condiciones de crédito a la inversión será más bien acotado.

Finalmente, las exportaciones no han logrado ser un factor relevante para apoyar el crecimiento económico, lo que tiene un solo responsable: la insuficiente depreciación del peso. La proyección presentada en este informe considera que el tipo de cambio real sube sobre sus promedios históricos, lo que consideramos como una condición mínima necesaria para que las exportaciones ganen protagonismo y contribuyan al redireccionamiento de los recursos hacia sectores exportadores distintos de la minería.

4. Tasas de interés de mercado en nuevos mínimos

Tipo de cambio bajo valores explicados por fundamentos se acerca a niveles de intervención

La incertidumbre sobre la evolución de la economía china sigue vigente, aunque la recuperación del precio del cobre de los últimos meses ha mejorado en algo los términos de intercambio. Como contrapartida, el peso chileno ha mantenido una fortaleza que consideramos impide un proceso más rápido de ajuste toda vez que desincentiva inversiones en sectores transables, aunque también contiene ajustes adicionales en los recortes de inversión en el sector minero. En ese contexto, la bolsa ha experimentado recuperaciones, especialmente en el último mes (Gráfico 4.1).

TCR se mantiene bajo promedios históricos, acercándose a niveles de intervención

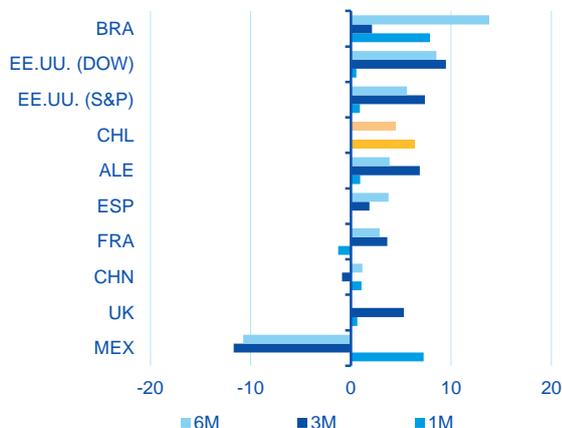
A pesar del alza de tasa por parte de la Fed y noticias respecto a un relevante estímulo fiscal en EE.UU. que ha apreciado el dólar respecto a monedas de otras economías desarrolladas, el peso se mantiene transando en torno a \$640, he incluso se ha apreciado respecto a los niveles observados previos a la votación del Brexit (Gráfico 4.2). Esta evolución ha coincidido el alza del precio del cobre y con el arripe de

operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carry trade*), dando cuenta del apetito de inversionistas globales por recuperar en alguna medida la exposición a los mayores rendimientos nominales, que ofrecen tasas de interés superiores localmente. Aquello también se observa con el real brasileño (Gráfico 4.3), aunque con una mayor volatilidad en lo más reciente.

Asimismo, inversionistas institucionales locales –particularmente AFPs- han repatriado capitales como respuesta a las decisiones de sus cotizantes que se han movido a fondos más conservadores, lo que ha generado un aumento en la oferta de dólares apoyando cierta presión apreciativa (Gráfico 4.4).

Gráfico 4.1

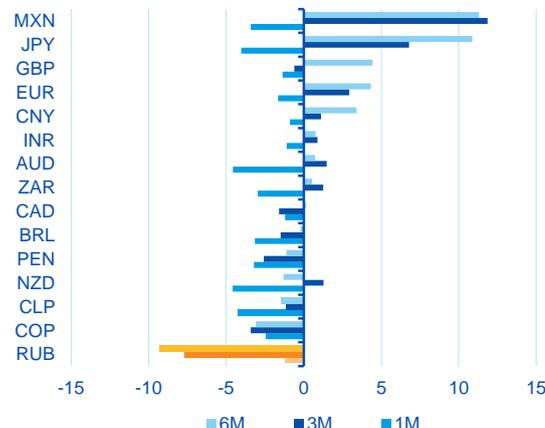
Bolsas de valores del mundo (USD, var. %)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 4.2

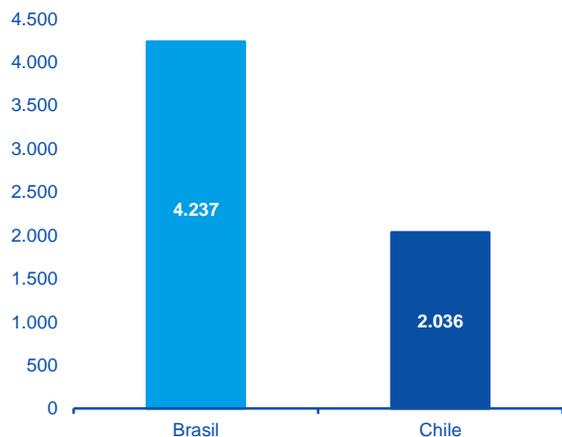
Paridades (moneda local por dólar, porcentaje)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 4.3

Aumento en posición larga Peso chileno y Real brasileño*

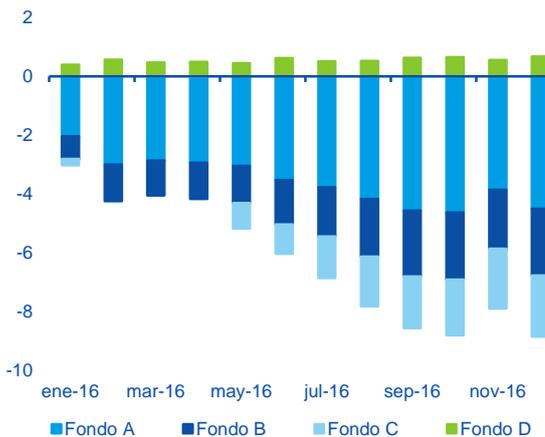


* Contratos estandarizados para Brasil por un monto de USD 50.000. Incremento observado entre el 2 de diciembre de 2016 y el 3 de febrero de 2017.

Fuente: Banco Central de Chile, BM&F Bovespa, BBVA Research

Gráfico 4.4

Trasposos netos de recursos al fondo E (cambio en participación durante 2016, %)



Fuente: Superintendencia de Pensiones, BBVA Research

De nuestra evaluación de desalineamiento nominal, observamos evidencia de que el peso se encuentra en niveles inferiores a los que sugieren los términos de intercambio y otros factores de corto plazo (Gráfico 4.5). De igual forma, el tipo de cambio real se ubica bajo sus promedios históricos lo que no facilita la reasignación de recursos hacia sectores exportadores y aproximándose a niveles de intervenciones previas (Gráfico 4.6). La política monetaria, justificada ciertamente en los impactos desinflacionarios de mediano plazo que implicaría este fortalecimiento del peso, ha comenzado a actuar. Nuestro escenario base contempla una depreciación del peso en el horizonte de proyección, de la mano de recortes en la tasa de política monetaria que permitirían ubicar el dólar sobre \$700 a mediados de este año.

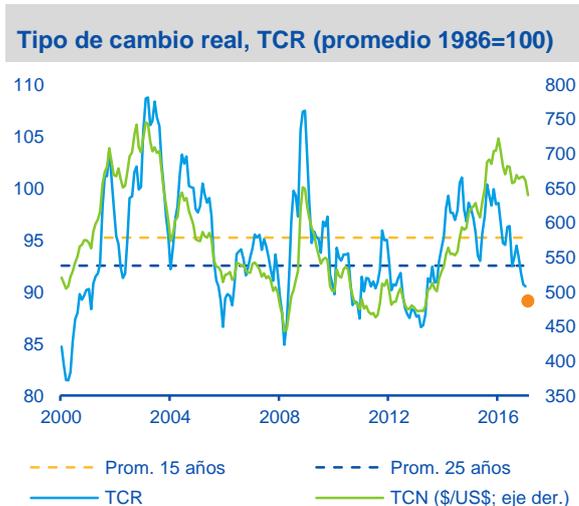
**Tasas de interés bajas
conducidas por caída
del premio por plazo y
mayor estímulo
monetario esperado**

Gráfico 4.5



*Modelo de determinación del Tipo de cambio nominal en base a evolución del Precio del cobre, Confianza empresarial, *Dollar Index* y el diferencial de tasas entre Chile y EE.UU.
Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

Gráfico 4.6



* Punto naranja muestra TCR al cierre estadístico (89,1).
Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

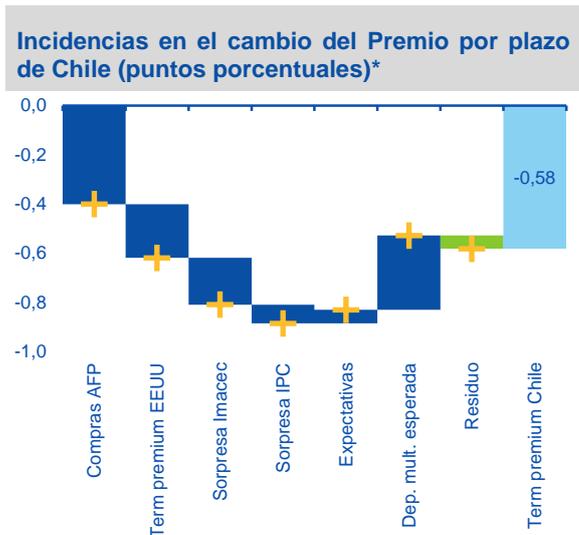
Las tasas de interés *benchmark* experimentaron una fuerte alza posterior a la elección presidencial en EE.UU., pero al cierre estadístico de este informe, las tasas nominales a plazos sobre 5 años se ubican en niveles históricamente bajos, mientras que las tasas indexadas a la inflación también han revertido parte importante (Gráfico 4.7). Realizamos un análisis de la importancia del premio por plazo (*term-premium*), concluyendo que parte importante de lo ocurrido con las tasa de mercado estaría vinculado al comovimiento de los premios por plazo local y externo, pero también al incremento/demanda de estos instrumentos por parte de agentes institucionales (Fondos de Pensiones- AFPs), que han colaborado en la compresión del premio por plazo dada la migración de sus cotizantes hacia fondos menos riesgosos (Gráficos 4.4 y 4.8).

Gráfico 4.7



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4.8



* Cambio desde junio 2015 a noviembre 2016.
Term Premium estimado según metodología de Adrian et al. (2013). Descomposición del *Term Premium* en base a un modelo de forma reducida de determinantes del premio por plazo para Chile.
Fuente: BBVA Research

5. Inflación repuntaría en la segunda mitad de 2017

Proyectamos inflación de 3,2% para diciembre 2017, condicional a depreciación prevista del tipo de cambio

En los últimos meses de 2016 la inflación siguió sorprendiendo a la baja, convergiendo más rápido que lo anticipado por el mercado y confirmando nuestra visión de bajas presiones inflacionarias generalizadas. La inflación subyacente, medida por el IPC sin alimentos y energía (IPC SAE), ha seguido retrocediendo con fuerza en los últimos meses, de la mano no sólo de una menor inflación de bienes vinculados al tipo de cambio, sino también de una clara desaceleración en la inflación de servicios (Gráfico 5.1). La incidencia anual de bienes SAE sobre el IPC prácticamente ha desaparecido, luego de varios registros mensuales negativos, en la parte baja del rango estacional. En diciembre, la inflación de bienes SAE se redujo a 1,0% anual, con una caída mensual de 0,5%, el registro más bajo para el mes desde el año 2010.

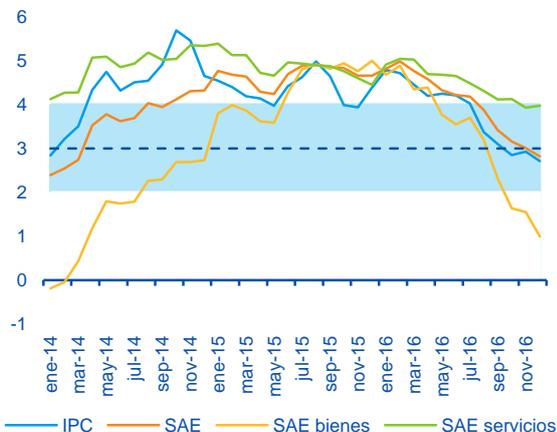
Inflación SAE seguiría desacelerándose hasta mediados de año

Junto con esto, la inflación de servicios, componente con un mayor grado de indexación e inercia dentro del IPC, ha seguido desacelerándose en los últimos meses, en línea con el bajo dinamismo interno que sigue ampliando las brechas de capacidad y una persistente debilidad del mercado laboral. En diciembre, la inflación anual de servicios SAE se ubicó en 4,0%, levemente bajo su promedio de los últimos 15 años (4,2%), y en valores similares a los observados el año 2014, en pleno proceso de desaceleración y reducciones de la TPM. Si además descontamos el efecto puntual del aumento del Impuesto de Timbres y Estampillas de enero de 2016, la inflación anual de servicios podría aproximarse rápidamente hacia valores cercanos a 3% hacia mediados de año.

Por su parte, los componentes más volátiles de la canasta, como alimentos y energía, han seguido inyectando algo de inflación en los últimos meses, en línea con los aumentos en precios internacionales. Por el lado de los alimentos, la inflación de no perecibles se mantiene estable, y a pesar de los mayores precios internacionales, su incidencia se mantendría baja. Los alimentos perecibles, en línea con la estacionalidad de frutas y verduras, han retrocedido con fuerza en los últimos meses, lo que se disiparía en los meses de enero y febrero, pero mantendrían una incidencia baja sobre la inflación anual. Los combustibles, en tanto, han inyectado inflación en noviembre-enero, en línea con el alza en el precio del petróleo y, en un principio, con la depreciación del peso. Bajo nuestro escenario base, donde el precio del petróleo (Brent) converge a valores en torno a US\$58 por barril hacia fines de 2017, estimamos que los combustibles inyectarían inflación durante todo el año, debido a efectos base.

Gráfico 5.1

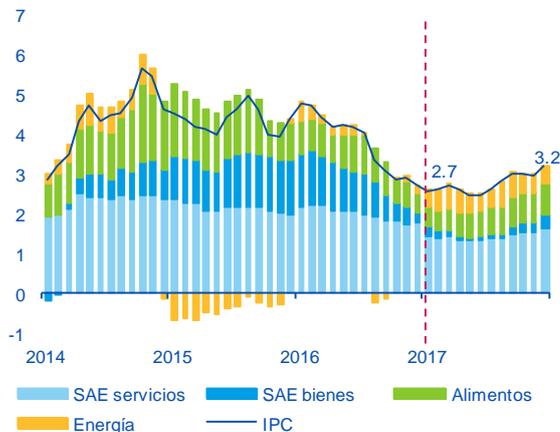
Inflación anual (porcentaje)



Fuente: INE, BBVA Research

Gráfico 5.2

Proyección de inflación anual (porcentaje)



SAE: IPC sin alimentos y energía.
Fuente: INE, BBVA Research

Anclaje inflacionario condicional, al menos, a tres recortes en 2017

Si bien la mediana de las encuestas (EEE y EOF) se mantiene anclada a una inflación de 3% en un horizonte de dos años, esto es condicional a reducciones de la TPM como las incorporadas en estas mismas encuestas, es decir, al menos tres recortes durante 2017. Si este escenario no se materializa, e incluso de no mediar sorpresas adicionales en actividad y/o inflación, por consistencia vemos riesgos de desanclaje inflacionario en el horizonte de política. Los precios de activos financieros confirman estas expectativas, incluyendo tres recortes de tasa en el año, con lo cual, el supuesto utilizado en el último IPoM (diciembre), de recortar sólo 50 pb, parece ya no ser suficiente para el mercado. Al cierre estadístico de este informe, la inflación anual se ubica en 2,7% a/a (diciembre 2016), siguiendo un claro proceso de desaceleración, incluso más rápido que el previsto por el mercado, luego de permanecer más de dos años por encima del techo del rango de tolerancia del Banco Central.

En nuestro escenario base para el año 2017, que considera que el tipo de cambio supera los \$700, proyectamos una inflación de cierre de año de 3,2%, aunque manteniéndose gran parte del año bajo 3%. En la medida que se materialicen nuestros supuestos de nuevas reducciones en la TPM, de convergencia del precio del cobre y depreciación del peso, la inflación lograría repuntar durante el año de la mano principalmente de una mayor inflación de bienes (Gráfico 5.2). Sin embargo, de no darse el supuesto de depreciación cambiaria, la inflación se mantendría hundida en la parte baja del rango de tolerancia del Banco Central por un tiempo mayor al estimado, sin presiones relevantes para la inflación subyacente. Para 2018 proyectamos que la inflación se mantendrá fluctuando en torno a 3%, consistente con una tasa de política monetaria que se mantiene en 2,5% durante el primer semestre y comienza un gradual proceso de normalización en la segunda parte del año.

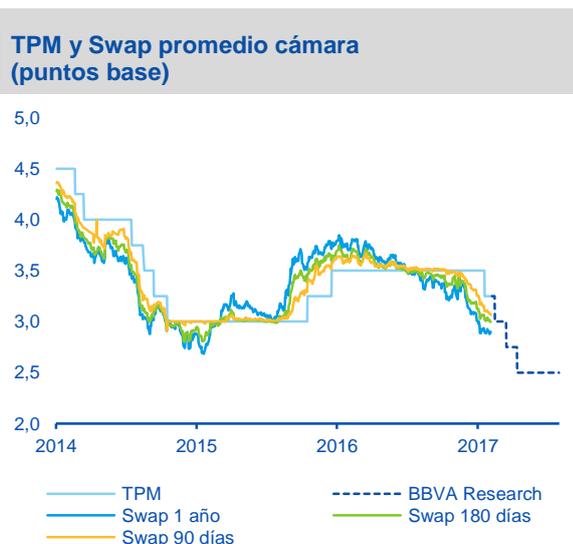
6. Se ha iniciado el proceso de recortes en la tasa de instancia

Presión desinflacionaria de mediano plazo lleva al Banco Central a iniciar proceso de recortes tal como anticipamos.

En las últimas reuniones del año 2016, sin recortar la tasa de política monetaria, el Banco Central dio pasos significativos en la línea de reconocer la necesidad de un mayor estímulo monetario y traducirlo en acciones concretas. En su informe de diciembre, el Instituto Emisor dejaba implícito que la tasa de política monetaria llegaría a 3%, luego de mantenerla en 3,5% durante todo el año. Es así como en la reunión de enero de este año ha iniciado el proceso de recortes luego de tener incluso sorpresas negativas en inflación y actividad la última parte del año, lo que nos hace prever que el recorte acumulado de 50 pb. sería insuficiente para asegurar la convergencia de la inflación al centro del rango meta.

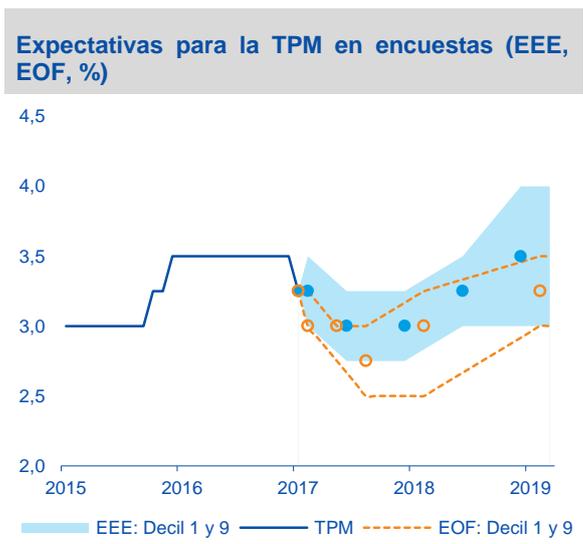
El cambio que fue teniendo el discurso oficial de política monetaria desde el Informe de Política Monetaria de junio, fue anticipado por la evolución de las tasas swap que al cierre de este informe incorporan que la TPM llegaría a 2,75% en el transcurso del año (Gráfico 6.1). De igual forma, las encuestas de expectativas económicas y de operadores financieros han comenzado a tener un creciente número de participantes que anticipan mayores recortes de los que anunció el propio Banco Central, no descartando escenarios en que la tasa se reduce hasta 2,5% (Gráfico 6.2).

Gráfico 6.1



Fuente: Banco Central, Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 6.2



Fuente: BCCh, BBVA Research

Si bien las expectativas de inflación a dos años plazo se han mantenido ancladas a la meta, lo que puede dar cierta tranquilidad al Banco Central, estas asumen que habrá al menos dos recortes adicionales de 25 puntos base en un horizonte no superior a seis meses. El cambio en el escenario base y el ajuste a la baja en el sesgo de política monetaria hacen anticipar una acción algo más decidida del Banco Central por asegurar la convergencia inflacionaria. Sin embargo, tampoco hemos observado elementos catalizadores de mayor inflación en lo más reciente, particularmente ante la relevante apreciación real del peso que dificulta el cierre de las brechas de capacidad, e inyecta presiones desinflacionarias en la parte de la canasta de precios más reactiva al tipo de cambio. En consecuencia, nuestro escenario de recortes en la TPM que consideraba recortes por “no menos” de 50 pb. desde la TPM de 3,5%, lo centramos en una TPM de 2,5%, con recortes acumulados de 100 pb. durante los dos primeros trimestres del año.

Proyectamos que un segundo recorte de tasas debería producirse no más allá de marzo de 2017, en tanto los próximos recortes se darían de manera casi consecutiva durante el resto de los meses de manera de ubicar la TPM en 2,5% a mediados de año. En nuestro escenario base la tasa de referencia se mantiene en 2,5% hasta mediados de 2018 para luego iniciar un gradual proceso de normalización durante la segunda parte de ese año alcanzando niveles neutrales solo en 4T19.

En ningún caso pensamos en que el mayor estímulo monetario es la solución para el bajo crecimiento de la economía chilena, sino que apelamos a que este opere por los canales tradicionales para mantener ancladas las expectativas de inflación. En efecto, si bien es cierto que las principales razones detrás del bajo crecimiento dicen relación con el fin del ciclo minero y con condiciones de desconfianza críticas a nivel local, también pensamos que en un contexto en que las presiones cambiarias y de demanda se mantienen muy contenidas, un mayor estímulo monetario contribuirá a reducir el costo de financiamiento para familias y empresas y, sobre todo, hará posible sostener un tipo de cambio más alto, en niveles acordes con la posición cíclica de la economía.

7. Política fiscal: sin espacio

Déficit efectivo de 2016 menor a lo previsto

El año 2016 cerró con un déficit fiscal de 2,8% del PIB, menor al déficit de 3,2% del PIB estimado por el Ministerio de Hacienda en septiembre, lo que a su vez implicó un menor uso de los Otros activos del Tesoro Público para financiamiento. Con esto, el déficit estructural fue de 1,6% del PIB, en la medición sin el ingreso por el reintegro de capitales. La principal diferencia entre el resultado fiscal al cierre de 2016 y la estimación oficial de septiembre obedeció a menores devoluciones de impuestos a las grandes empresas mineras privadas, lo que significó mayores ingresos efectivos y estructurales.

Si bien la regla fiscal fue diseñada con la idea de que el gasto público fuese independiente de las fluctuaciones cíclicas de la economía, el hecho de haber perdido el ancla fiscal durante la crisis de 2008-2009, ha dado espacio para que el gasto público sea fuertemente contracíclico, creciendo en promedio muy por sobre el crecimiento de la economía, al costo de no cerrar el déficit estructural. En los últimos tres años, la economía creció 1,9% promedio y el gasto lo hizo en 5,7% promedio.

Ingresos fiscales 2017: mayor precio del cobre compensado por menor crecimiento

Dado el crecimiento efectivo del gasto 2016 de 3,7%, las nuevas proyecciones de inflación y el mayor gasto por los incendios en el sur, el crecimiento real del gasto en 2017 sería 4,0%. Dada la emergencia, la ejecución del Presupuesto este año debiese ser superior a 100%. Respecto al componente más difícil de ejecutar, el gasto de capital, este debería crecer al menos 1,2% real, lo que constituye un piso al no saber cuánto del mayor gasto irá a inversión.

Como se observa, estamos incorporando un mayor gasto por los incendios que están afectando al sur del país. El Ministerio de Hacienda ya informó que los costos fiscales de esta catástrofe ascenderán a US\$ 333 millones. Al respecto: 1) no todo ese gasto se llevará a cabo en 2017, dado que se relaciona en gran parte con labores de reconstrucción, y 2) US\$100 millones serán financiados con reasignaciones presupuestarias, pero US\$ 233 millones con uso del FEES y otros activos. Entendemos que estas cifras son preliminares y no se sabe si se concretarán por completo este año. Pero, tomando a *face value* estas cifras, los US\$ 233 millones del FEES tienen una equivalencia directa en mayor gasto de, aproximadamente, US\$155 millones, lo que equivale aproximadamente a 0,1% del PIB.

La tabla 7.1 compara los supuestos del Ministerio de Hacienda para la Ley de Presupuestos y los de BBVA Research para este año. Mientras un menor crecimiento del PIB y de la demanda interna afectarán negativamente los ingresos efectivos este año, el mayor precio del cobre y tipo de cambio, y un rendimiento mayor de otros ingresos no relacionados al ciclo más que compensarían lo anterior. El mayor gasto que estimamos por la emergencia llevaría al déficit efectivo a cerrar en 3,3% del PIB. Dado que parte del financiamiento de este gasto se hará con FEES, se abren opciones para que el Fisco hacia finales de año no vea necesario ocupar el techo de emisión de deuda de US\$ 11.500 millones autorizados en la Ley.

Por último, al tratarse de un año electoral, no son descartables presiones por un mayor gasto, siendo aquello parte de los riesgos de nuestro escenario macro. Esto se daría en un contexto donde el aporte marginal a la recaudación de la Reforma Tributaria es menor (0,46% del PIB según el informe financiero), y el riesgo de un rendimiento por debajo de lo proyectado sigue presente, sobre todo después de dos años donde la mayor recaudación se ha sostenido en gran parte por ingresos por una vez, como fue la repatriación de capitales en 2015 y 2016, y la tasa reducida para retirar recursos del FUT en 2016.

Estrechez fiscal de mediano plazo podría llevar a nueva reforma tributaria o a no cumplir meta de convergencia a balance estructural

Los mayores riesgos al escenario fiscal están en el mediano plazo. El reciente cambio de *outlook* introducido por Fitch y S&P podría ser seguido por un *downgrade* a la clasificación de deuda soberana. Este es uno de los riesgos locales que ha aumentado de probabilidad en el margen y tendría un impacto significativo en la percepción de riesgo soberano.

El riesgo de *downgrade* ha aumentado su probabilidad en el margen

Tal como lo hemos mencionado en informes anteriores, el año 2018, al contar con la recaudación adicional proveniente del FUT junto al alza de la tasa de impuestos a las empresas, tendría holguras para un mayor crecimiento del gasto. Estimamos una expansión en torno a 4,5% y un déficit efectivo de 3,2% del PIB marginalmente inferior al de 2017, dando cumplimiento a la meta de reducción del déficit estructural en 0,25% del PIB. De ahí en adelante, el agotamiento de nuevos ingresos relacionados a la Reforma Tributaria, parámetros estructurales acotados y suponiendo que el compromiso de reducir el déficit estructural en 2019 sigue presente, llevarían al gasto a crecer apenas sobre 1% anual. El gráfico 7.1 presenta la proyección de deuda bruta, suponiendo una mantención de los parámetros estructurales en sus niveles actuales, un cumplimiento de la meta de convergencia y suma los vencimientos informados por el Ministerio de Hacienda para cada año junto a un monto para el pago de bonos de reconocimiento dando cuenta de un aumento de la deuda hasta 35% del PIB en 2021.

Tabla 7.1

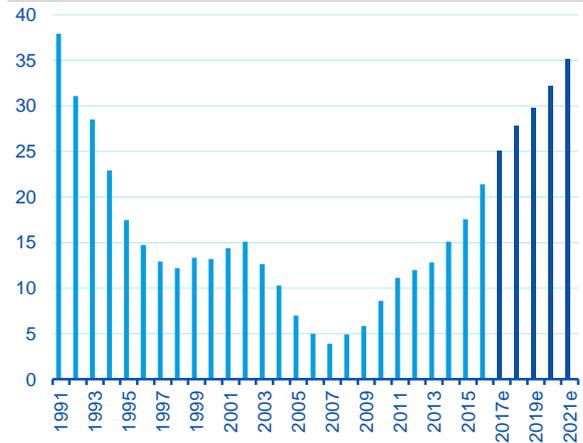
Comparación supuestos Ley de Presupuestos 2017 y estimaciones BBVA Research

	Ministerio de Hacienda	BBVA Research
PIB (var. a/a)	2,25	1,6
Demanda interna (var. a/a)	2,8	1,8
IPC (var. prom. a/a)	3,0	2,8
Tipo de cambio (\$/US\$)	700	704
Precio cobre (US\$/lb)	220	241
Gasto público (var. %)	2,7	4,0
Déficit efectivo (mm USD)	8.121	8.050
Déficit efectivo (% del PIB)	3,3	3,3
Déficit estructural (% del PIB)	1,5	1,6

Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 7.1

Deuda bruta efectiva y proyectada (% del PIB)



(e): estimación.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Con todo, los riesgos al no cumplimiento de la meta de convergencia a balance estructural son altos, y esto queda patente al proyectar las holguras de gasto con las que cuenta el Fisco en los próximos años. Cada año, la Dipres en su Informe de Finanzas Públicas (IFP) estima un escenario de mediano plazo. Allí, calcula en primer lugar un “gasto comprometido”, es decir, el total de egresos que por ley o por decreto tendrá que sí o sí desembolsar en los próximos años. Luego, calcula un “gasto compatible con meta”, el cual se refiere al nivel de gasto que cumpla con la meta de balance o déficit estructural que tenga el gobierno a mediano plazo. Así, las “holguras” fiscales se definen como la diferencia entre el gasto compatible con meta y el gasto comprometido. En los dos últimos IFP, las holguras han sido negativas, es decir, lo comprometido en gastos supera el nivel que se requiere para cumplir con la meta de convergencia a balance estructural. Dicho resultado ha sido construido con supuestos de PIB y demanda interna que, comparadas con las proyecciones de mercado, son optimistas.

Utilizando el nivel de gastos comprometidos del último IFP, en el tabla 7.2 calculamos las holguras compatibles con nuestro escenario macro-fiscal, las que totalizarían del orden de US\$ -2.960 millones (1,0% del PIB) en los próximos tres años. Como se observa, nuestros supuestos de demanda interna y tipo de cambio afectan negativamente a los ingresos estructurales, y restan aún más espacio al crecimiento del gasto acorde a la meta de convergencia. Además, proyectamos déficits efectivos mayores a los del IFP, aún con un gasto compatible con meta menor a lo estimado por la autoridad, lo cual obedece principalmente a nuestros supuestos de PIB y precio del cobre menores a los de Hacienda para el periodo. La forma de corregir esta situación es compleja para cumplir los compromisos adquiridos, por cuanto requerirá recortes de gasto, incumplimiento del compromiso de convergencia al balance estructural y/o nuevas alzas de impuestos. Por cierto, esta decisión recaerá sobre el próximo gobierno.

Tabla 7.2

Holguras fiscales				
	2018	2019	2020	Acumulado
Gastos comprometidos (mm\$ de 2017)	44,541,857	45,573,698	46,459,934	
Gastos compatibles meta (mm\$ de 2017)				
Según IFP	44,282,276	45,159,847	45,958,018	135,400,141
BBVA Research	44,217,003	44,796,702	45,750,830	134,764,536
Holguras (mmUS\$)				
Según IFP	-382	-627	-784	-1,793
BBVA Research	-492	-1263	-1206	-2,960
Balance efectivo con gasto compatible con meta (% del PIB)				
Según IFP	-2.8%	-2.1%	-1.5%	-6.4%
BBVA Research	-3.2%	-3.0%	-2.8%	-9.0%

Fuente: Dipres, BBVA Research

8. Mayores riesgos externos e internos para el crecimiento

Factores políticos se suman a nuevos riesgos económicos generando un balance negativo

Aunque el Banco Central recortó la tasa en su reunión de enero, no se ha disipado el riesgo que implicaría una respuesta tardía e insuficiente de la política monetaria. El estímulo monetario no debería ser menor a 100 puntos base y concretarse durante el primer semestre para tener efectos relevantes y en el menor plazo posible sobre la competitividad del sector exportador y sobre el crédito.

Otro elemento de riesgo que se suma este año son las elecciones presidenciales, las cuales ya están generando un amplio debate político en torno a reformas relevantes para diversos sectores económicos. *A priori*, no es posible conocer si el efecto final de este debate será positivo o negativo para la economía, pero sí sabemos que generará ruido, al menos hasta conocer las propuestas concretas de los candidatos, pero que incluso podría prolongarse hasta el resultado de las elecciones en diciembre.

Como mencionamos, la inversión crecerá poco en el escenario base y no está exenta de riesgos, dados por la posibilidad que no se recupere la confianza de los empresarios y por el riesgo implícito en la concreción de proyectos en desarrollo, particularmente en el sector energía. Por ahora nuestro escenario central sigue contemplando niveles neutrales de confianza en la parte final de este año o, a más tardar, a inicios de 2018.

Tras el cambio de *outlook* hecho por Fitch y S&P, el riesgo de un cambio de clasificación de riesgo soberano se ha elevado significativamente y no descartamos que ocurra en el transcurso del primer semestre. De concretarse estos cambios, las consecuencias serían adversas sobre el costo de financiamiento dificultando aun más cualquier proceso de recuperación.

En el ámbito externo, el principal riesgo de mediano plazo para Chile sigue siendo el desempeño de la economía china, que puede sorprender con un ajuste desordenado que tendría efectos relevantes sobre *commodities*, ingresos fiscales, exportaciones, inversión y, a última línea, sobre el crecimiento. Un deterioro de la economía china tendría también impactos relevantes en otros países emergentes, transmitiéndose tanto por canales financieros como reales.

En el corto plazo se agrega la alta incertidumbre en el ámbito político y económico que significa por un lado la elección de Donald Trump como presidente de los EE.UU. y, por otro lado, el nutrido proceso de elecciones que tendrá Europa este año. Si bien las políticas de Trump podrían tener efectos de corto plazo positivos sobre la economía americana, el impacto de las medidas proteccionistas en el comercio internacional y la posibilidad de que la Fed deba acelerar su proceso de normalización monetaria, son elementos que sesgan a la baja el balance de riesgos para las economías emergentes, incluyendo Chile.

9. Tablas

Tabla 9.1

Previsiones Macroeconómicas						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a)	4,0	1,9	2,3	1,5	1,6	2,4
Inflación (% a/a, fdp)	3,0	4,6	4,4	2,7	3,2	3,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	530	613	704	667	706	665
Tasas de interés (% fdp)	4,5	3,0	3,5	3,5	2,5	3,0
Precio del cobre (US\$/lb)	3,32	3,11	2,50	2,21	2,41	2,34
Consumo Privado (% a/a)	5,5	2,4	1,9	2,1	1,8	3,1
Consumo Público (% a/a)	3,5	5,1	5,8	5,6	3,9	4,9
Inversión (% a/a)	2,2	-4,2	-1,5	0,4	1,0	3,4
Resultado Fiscal (% PIB)	-0,6	-1,6	-2,2	-2,8	-3,3	-3,2
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,7	-1,3	-2,0	-1,7	-1,7	-1,6

Fuente: Banco Central, BBVA Research

Tabla 9.2

Previsiones Macroeconómicas Trimestrales				
	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (%, fdp)
T1 14	2,7	3,5	563,8	4,0
T2 14	2,3	4,3	553,1	4,0
T3 14	0,9	4,9	593,5	3,3
T4 14	1,6	4,6	612,9	3,0
T1 15	2,7	4,2	628,5	3,0
T2 15	2,3	4,4	630,0	3,0
T3 15	2,5	4,6	691,7	3,0
T4 15	1,7	4,4	704,2	3,5
T1 16	2,3	4,5	682,1	3,5
T2 16	1,6	4,1	681,1	3,5
T3 16	1,6	3,1	668,6	3,5
T4 16	0,5	2,7	667,2	3,5
T1 17	0,5	2,8	698,6	2,8
T2 17	1,1	2,5	710,2	2,5
T3 17	1,6	3,0	711,8	2,5
T4 17	3,1	3,2	705,7	2,5
T1 18	2,4	3,0	691,2	2,5
T2 18	2,7	3,0	682,1	2,5
T3 18	1,8	3,0	670,9	2,8
T4 18	2,7	3,0	664,6	3,0

Fuente: Banco Central, BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Chile

Economista Jefe de Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Hermann González
hgonzalezb@bbva.com
+56 2 29391354

Cristóbal Gamboni
cristobal.gamboni@bbva.com
+56 2 29391034

Waldo Riveras
wriveras@bbva.com
+56 2 23931495

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

China

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research Chile. Avenida Costanera Sur 2710, Las Condes, Santiago de Chile - bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com