

# Situación Chile

2° TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE CHILE



01 Ajuste a la baja en la proyección de crecimiento 2017 ante concreción de riesgos que moderan la pendiente de recuperación

02 La inflación convergerá a 3% en 2H16 y fluctuará bajo ese nivel en el escenario base sin cambios en la TPM

03 Política monetaria migraría hacia un sesgo neutral, dejando abierta la posibilidad de recortes de la TPM

04 Los mayores desafíos fiscales se ven a partir de 2019. ¿Será necesaria una nueva reforma tributaria?

## Índice

1 Editorial	3
2 Crecimiento global frágil y supeditado a China	5
3 Corrección a la baja en la proyección de crecimiento de 2017 ante ausencia de relevantes impulsores	7
Recuadro 1. Hechos estilizados sobre indicadores de confianzas: neutralidad recién a fines del 2017	10
4 Déficit de cuenta corriente estable como porcentaje del PIB y sin representar un riesgo macroeconómico	13
5 La inflación podría retroceder más fuerte de lo anticipado por consenso y se ubicaría bajo 3% en 2017	15
Recuadro 2. Bienes de consumo importados en la inflación	17
6 Pronto sesgo neutral abriría espacio para recortes de la TPM, pero una mantención prolongada es por ahora el escenario más probable	19
7 Señales de austeridad fiscal y menor contribución del gasto al crecimiento del PIB	21
8 Demasiada apreciación del peso no sería saludable para la recuperación	23
9 Balance de riesgos para la actividad sesgado a la baja, predominando China como la principal amenaza	26
10 Tablas	27

**Fecha de cierre: 29 de abril de 2016**

# 1 Editorial

**Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman nuestros pronósticos de estabilización del crecimiento de la economía mundial en tasas reducidas pero ligeramente superiores a las de finales de 2015.** El refuerzo de las políticas de estímulo por parte de las autoridades chinas ha contribuido a suavizar los efectos del ajuste del sector manufacturero sobre la producción agregada y, por tanto, sobre los flujos comerciales del país con el resto del mundo. Por su parte, el peso otorgado por los agentes al deterioro del entorno internacional en la función de reacción de la Fed explica el retraso en las expectativas sobre la próxima subida de tasas de interés.

En la medida en que los bancos centrales desarrollados mantengan la dirección de política monetaria de los últimos meses, las autoridades emergentes dispondrán de mayor margen de maniobra para priorizar, entre sus objetivos, la recuperación económica. Con todo, la mejora relativa del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil y supeditada, a corto plazo, tanto a la evolución de la economía china como al proceso de normalización monetaria en EE.UU. y a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa.

**Internamente, proyectamos que este año la economía crecerá 1,7% y el próximo año crecerá 2%, con sesgo a la baja.** La información recibida desde nuestro anterior informe trimestral revela que ciertos riesgos bajistas se han concretado y, como consecuencia, la velocidad de recuperación de la economía será menor a lo previsto en nuestro anterior informe. Estimamos que la economía habría concluido gran parte del ajuste macro que requería para acomodarse al nuevo contexto de condiciones externas e internas, pero no vemos motores de crecimiento relevantes que permitan alcanzar tasas de expansión superiores a 2% el próximo año. Considerando la duración promedio de los ciclos de confianza de un amplio grupo de países, estimamos que de no mediar *shocks* negativos adicionales, la confianza de los agentes volvería a niveles neutrales solo a fines de 2017 ([Recuadro 1](#)).

**En un contexto en que la economía mantiene holguras en el uso de la capacidad instalada y escasas presiones inflacionarias importadas, estimamos que la inflación convergerá hacia 3% en la parte final de este año y que fluctuará bajo ese nivel durante 2017.** La proyección de un tipo de cambio más apreciado y una desaceleración algo mayor de la inflación de servicios, explican en gran medida la corrección a la baja en las proyecciones de inflación en 2016-17. Además, estimamos que todavía existe un traspaso pendiente de los bajos precios internacionales de los alimentos sobre los precios locales, el que se daría de forma paulatina durante lo que resta del año, contribuyendo a la desaceleración inflacionaria hacia niveles de 3,2% a fin de este año y en torno a 2,5% a fines del próximo.

**El escenario base de este informe es consistente con una mantención de la TPM en 3,5% durante todo este año y el próximo, lo que naturalmente debiese ir anticipado por un cambio del sesgo desde contractivo a neutral, que esperamos ocurra en los próximos dos a tres meses.** Adicionalmente, postergamos la convergencia de la TPM hacia niveles neutrales sólo hacia 2018, sin descartar que previamente sea necesario hacer recortes. En efecto, pasar desde un sesgo contractivo a uno neutral implica en la práctica que existen probabilidades similares de bajar o subir la tasa y, dados los riesgos que visualizamos para el escenario base, consideramos que recortes de tasas de interés no pueden ser descartados en el transcurso de los próximos trimestres.

En el ámbito fiscal, a la subejecución del Presupuesto en 4T15 se sumó un ajuste de gasto a inicios de año, sentando las bases de un escenario de mayor austeridad y, en consecuencia, de un menor protagonismo del gasto público en el crecimiento y en la creación de empleos. Dado este ajuste, junto con la actualización del escenario macroeconómico, estimamos para 2016 un crecimiento del gasto público de 4,2% y un déficit efectivo

de 2,7% del PIB. En consecuencia, las emisiones de deuda realizadas este año serían más que suficientes para financiar el déficit fiscal, dejando incluso holuras para el próximo año. Proyectando nuevos recortes en las estimaciones de los parámetros estructurales, con un precio de referencia del cobre de US\$ 2,4 la libra junto a un PIB tendencial de 3,2%, estimamos un déficit estructural de 1,3% para este año. **Para el 2017 proyectamos un crecimiento del gasto público de 3,4% (déficit fiscal de 2,9% del PIB)** en un escenario en que el gobierno ejecuta todo el Presupuesto este año y cumple con su compromiso de reducir el déficit estructural en 0,25% del PIB anual.

Los espacios de crecimiento del gasto público a partir de 2019 se ven muy limitados, a menos que se produzca una revisión alcista en los parámetros de largo plazo que determinan el Presupuesto (cobre y PIB de tendencia). En ese contexto, **levantamos el riesgo de una nueva discusión de aumento de la carga tributaria que podría tener lugar en 2018, considerando que ese año la reforma tributaria entra en régimen y deja de aportar recursos incrementales al gobierno a partir de 2019. Tampoco es descartable la opción de postergar nuevamente la convergencia a balance estructural.**

Nuestra visión de que el CLP se ubicaba algo más depreciado respecto a fundamentales en nuestro informe anterior, fue acompañada posteriormente con una relevante apreciación multilateral. Hoy consideramos que dicha apreciación fue en alguna medida superior a lo que sugieren los fundamentales. **Consideramos que el tipo de cambio real debería permanecer en niveles sobre sus promedios históricos para facilitar la reasignación de recursos hacia sectores exportadores distintos al sector minero, y con ello, permitir la recuperación de la posición cíclica de la economía, para lo cual podría ser necesario un apoyo de la política monetaria, justificada ciertamente en los impactos desinflacionarios de mediano plazo.**

**El rango más probable de la paridad estaría entre \$650 y \$700 durante los próximos trimestres.** En el corto plazo, debido a la alta volatilidad existente en los mercados financieros globales, no descartamos depreciaciones adicionales del CLP que podrían llevar la paridad nuevamente a niveles de \$700, pero no consideramos que estarían dadas las condiciones para trabajar con esos niveles como permanentes.

**En el escenario base, las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo tanto en pesos como en dólares se ajustan al alza en el horizonte de proyección, aunque de forma acotada, de la mano del proceso de normalización monetaria en EE.UU.** Sin embargo, las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo podrían retroceder y continuar en niveles históricamente bajos tras la moderación del sesgo contractivo para la política monetaria en Chile y una mayor prudencia en la normalización de tasas de interés por parte de la Fed.

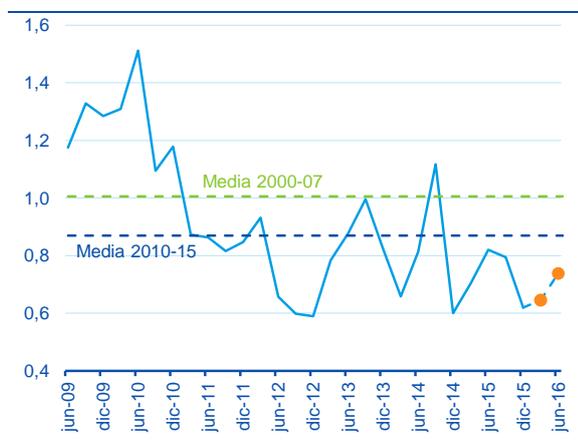
En relación con los riesgos que presenta el escenario macroeconómico descrito en este informe, en el ámbito local, persiste el riesgo de que la pendiente de recuperación de las confianzas sea más lenta de lo previsto en este informe que considera neutralidad hacia fines del 2017. También es un riesgo local que el peso presente una fortaleza mayor a la adecuada para apoyar la recuperación cíclica decantando en caídas mayores en la inflación de mediano plazo, con una reacción tardía de la política monetaria. Externamente, se concreta un escenario global de menor crecimiento que era un riesgo levantado en nuestro informe anterior, pero persisten riesgos financieros y reales en la economía china que tendrían consecuencias negativas sobre el precio del cobre y el crecimiento económico, entre otras variables.

## 2 Crecimiento global frágil y supeditado a China

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman nuestros pronósticos de estabilización del crecimiento de la economía mundial en tasas reducidas pero ligeramente superiores a las de finales de 2015. El indicador BBVA-GAIN<sup>1</sup> estima el aumento trimestral del PIB mundial en 0,6% (2,6% anualizado), bien por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2015 (Gráfico 2.1). Un ritmo de crecimiento que podría acelerarse ligeramente en el segundo trimestre si se consolidan las señales de menor deterioro que arrojan los indicadores disponibles de producción, comercio y confianza empresarial, pero que todavía resulta insuficiente para que el avance anual de la economía mundial se sitúe en torno al 3,2% (nuestra previsión para el conjunto de 2016).

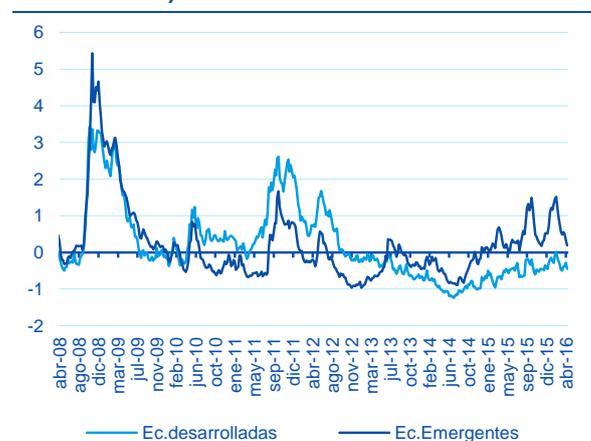
El fuerte aumento de la volatilidad financiera observado entre diciembre de 2015 y febrero de 2016, además de responder a la propia desaceleración de la actividad global, amenazaba con acentuarla si persistía con la misma intensidad y terminaba por traducirse en una contracción de las decisiones de gasto. El balance mejor de lo esperado de los indicadores económicos de China, junto con las menores presiones bajistas sobre la cotización del yuan, la recuperación de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tasas de interés por parte de la Fed, ha sido clave en la remisión de las tensiones financieras a partir de entonces y en la reducción, a su vez, de la probabilidad de ocurrencia de un escenario de estrés de dimensión global a corto plazo.

Gráfico 2.1  
**PIB mundial, % t/t. Previsiones 1T y 2T para 2016 en base a BBVA-GAIN**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)**



Fuente: BBVA Research y Haver

### China: menores riesgos a corto plazo, pero más dudas a largo plazo

El refuerzo de las políticas de estímulo, tanto monetario como fiscal, por parte de las autoridades chinas ha contribuido a suavizar los efectos del reajuste del sector manufacturero sobre la producción agregada y, por tanto, sobre los flujos comerciales del país con el resto del mundo. A corto plazo, la implementación de medidas contra-cíclicas puede facilitar una desaceleración de la economía más gradual de lo esperado; sin embargo, si ello trae aparejado un retraso en la corrección de desequilibrios fundamentales como el elevado apalancamiento del sector corporativo o el exceso de oferta en algunas ramas de la industria y la construcción, la vulnerabilidad financiera de China ante *shocks* como el observado a comienzos de año se

1: Véase <https://www.bbvarresearch.com/en/publicaciones/global-gdp-growth-remains-stuck-at-2-6-yoy-in-q1-less-cloudy-outlook-but-the-same-risks/>

estaría incrementando y, con ello, su potencial desestabilizador sobre el resto del mundo. Tomado en conjunto, estos factores nos llevan a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento en China en 2016, hasta el 6,4% en 2016, y mantener un crecimiento de 5,8% en 2017.

## El entorno internacional condiciona las decisiones de la Fed y contribuye a aliviar las presiones sobre los emergentes

El peso otorgado por los agentes al deterioro del entorno internacional en la función de reacción de la Fed explica el retraso en las expectativas sobre la próxima subida de tasas de interés. Frente a los dos aumentos que pronostican los miembros del FOMC para 2016, el mercado ha trasladado el siguiente incremento a principios de 2017. La respuesta del dólar, depreciándose pese al buen comportamiento relativo que sigue exhibiendo la demanda doméstica de EE.UU., y la relajación de los tramos largos de la curva dólar han contribuido a aliviar las restricciones de financiación del bloque emergente, como refleja: (i) el índice BBVA de tensiones financieras para esta región, que ha corregido todo el repunte observado en los primeros meses de 2016 (Gráfico 2.2), y (ii) la reactivación de las entradas de capital extranjero, en donde se han producido entradas netas de capital en los países emergentes desde mediados de febrero debido, en parte, a la relocalización de flujos de inversión hacia instrumentos con mayor rentabilidad.

Además, en la medida en que los bancos centrales desarrollados mantengan la dirección de política monetaria de los últimos meses (refuerzo o mantenimiento de los estímulos en el caso del BCE y el Banco de Japón; prudencia en la normalización de tasas de interés por parte de la Fed), las autoridades emergentes dispondrán de mayor margen de maniobra para priorizar, entre sus objetivos, la recuperación económica. La gradualidad esperada para la Fed (factor de soporte a los flujos de capital hacia la región) y la recuperación reciente de las divisas (contención del posible aumento de la inflación por encarecimiento de los bienes importados) limitan la necesidad de acometer subidas agresivas de tasas de interés.

Con todo, la mejora relativa del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil y supeditada, a corto plazo, tanto a la evolución de la economía china como a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año (de mayor o menor intensidad), en un contexto de incertidumbre elevada sobre la capacidad del bloque emergente para sortear su desaceleración y de los bancos centrales desarrollados para relanzar el crecimiento.

### 3 Corrección a la baja en la proyección de crecimiento de 2017 ante ausencia de relevantes impulsores

---

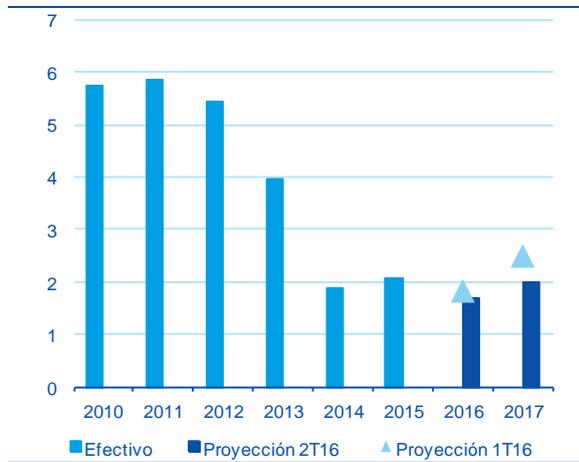
**El crecimiento en 2017 se ubicaría nuevamente en torno a 2%, por debajo de lo previsto hace tres meses ante evidencia clara de un menor ritmo de recuperación de los componentes privados de la demanda. A pesar de que nuestra proyección se ubica por debajo del consenso, estimamos que los riesgos continúan sesgados a la baja.**

El cierre del año 2015 reveló una relevante desaceleración de la actividad económica y del gasto en el último cuarto del año, incluso más allá de lo que se podía anticipar a partir de las cifras mensuales de IMACEC disponibles. Así, el crecimiento del PIB fue de solo 1,3 a/a en 4T15, el menor desde 3T14; el consumo privado creció 1,1% a/a y nuevamente se registró una contracción interanual de la inversión, la que cerró el año con una caída de 1,5%. En términos desestacionalizados, el PIB creció solo 0,1% t/t en 4T15 y la demanda interna se contrajo 1,4% t/t, después de cuatro trimestres consecutivos de aumentos trimestrales. Esta debilidad observada en la economía a fines del año 2015, se suma a la evolución prevista para los principales determinantes de la demanda y se traduce en una trayectoria de crecimiento más plana de lo previsto en nuestro anterior informe, con efectos que se extienden más allá de este año.

Así, proyectamos que el crecimiento del PIB en 2016 y 2017 se ubicará en 1,7% y 2,0%, respectivamente. La concreción de algunos de los riesgos anticipados hace algunos meses atrás, así como la reevaluación de la capacidad de crecimiento de la economía, están en la base de este ajuste a la baja en las proyecciones para este año, pero principalmente para el próximo, donde la corrección es más relevante (Gráfico 3.1). El avance de los meses ha revelado que dos de los determinantes más importantes del consumo privado, el mercado laboral y la confianza no contribuirá como se esperaba a su recuperación. Así, la confianza de los consumidores se mantiene en niveles pesimistas y, de acuerdo a la evidencia disponible, podría demorar hasta inicios de 2018 el retorno a niveles neutrales (Ver [Recuadro 1](#)).

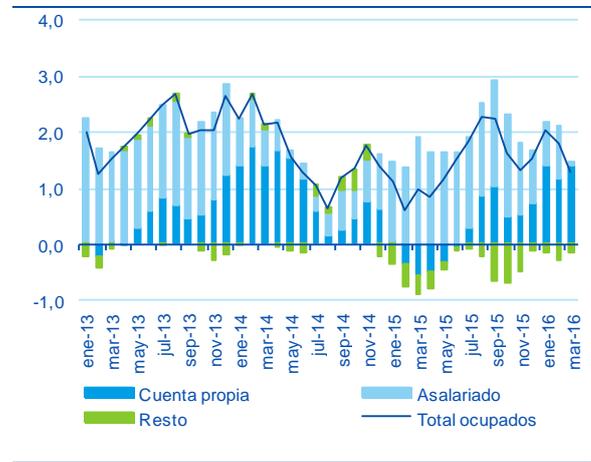
Por su parte, la tasa de desempleo ha comenzado a subir y lo ha hecho de forma relevante en las regiones mineras, así como en el Gran Santiago según cifras de la U. de Chile, sumándose a otros ajustes que han ocurrido en el mercado laboral, como una menor creación de empleo asalariado, el que ha sido sustituido por empleo por cuenta propia y la relevante desaceleración de las remuneraciones reales (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1  
Crecimiento del PIB real y proyecciones (var. % a/a)



Fuente: BCCCh, BBVA Research

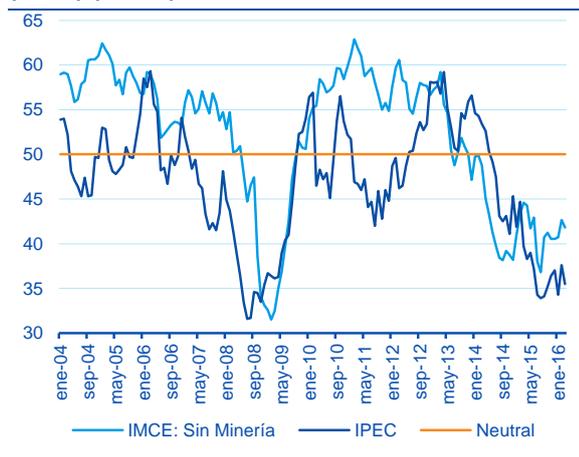
Gráfico 3.2  
Empleo por categorías (var. % anual)



Fuente: INE, BBVA Research

Como consecuencia, la masa salarial ha perdido dinamismo de forma muy significativa y si a esto sumamos condiciones de crédito menos favorables, el resultado es la desaceleración del consumo privado que estamos observando, la cual podría acentuarse en los próximos trimestres. Las proyecciones contenidas en este informe consideran una paulatina recuperación de estos determinantes, a un ritmo menor que lo previsto hace tres meses, los que nos lleva a anticipar que el consumo privado se mantendrá creciendo en torno o bajo 2% este año y el próximo (Gráficos 3.3 y 3.4).

Gráfico 3.3  
Confianza de consumidores (IPEC) y empresarios (IMCE) (índice)



Fuente: BCCCh, BBVA Research

Gráfico 3.4  
Masa salarial (var. % anual)\*



\*Puntos corresponden a proyección para el mes de marzo 2016.  
Fuente: INE, BBVA Research

Un aspecto a seguir monitoreando es el relativo buen desempeño que han tenido las ventas de automóviles nuevos en los primeros meses del año, lo que podría llevar a cerrar este año con números azules o, al menos, sin contracciones como las de los últimos dos años. Sin embargo, las importaciones de este tipo de bienes se mantienen en niveles bajos, lo que da cuenta de que los empresarios del sector se mantienen cautelosos respecto de las perspectivas de demanda durante los próximos trimestres.

En lo que respecta a la inversión, si bien estimamos que el ajuste habría finalizado tras las caídas registradas en 2014 y 2015 –muy determinadas por la contracción de la inversión minera–, el bajo nivel en el que permanecen las expectativas empresariales, las menores previsiones de crecimiento y el menor rol que tendrá a partir de este año la inversión pública, nos llevan a ser cautelosos con este componente del gasto, para el cual anticipamos un crecimiento de solo 0,9% este año y 1,5% el próximo (Gráfico 3.5). Al igual que en el caso del consumo privado, el principal ajuste a la proyección de inversión ocurre en el año 2017, para el cual anticipamos una recuperación menor que la prevista hace tres meses. El escenario base aquí presentado también asume una paulatina recuperación de las exportaciones, las que contribuirán positivamente al crecimiento especialmente en 2017, de la mano de una recuperación del crecimiento de los socios comerciales y de una estabilización de los términos de intercambio.

A nivel de sectores, más allá de la volatilidad típica de los sectores relacionados con recursos naturales, el crecimiento del PIB resto –más relevante para la medición de las holguras de capacidad- también se ha moderado, situación que no esperamos experimente cambios materiales este año ni el próximo. Así, proyectamos que la economía se mantendrá operando con holguras de capacidad, lo que es consistente con persistencia de acotadas presiones inflacionarias de demanda (Gráfico 3.6). Con todo, dichas holguras de capacidad son acotadas, toda vez que hemos reevaluado nuestra estimación de crecimiento de largo plazo hacia tasas cercanas a 3%

Gráfico 3.5  
**Incidencias en el crecimiento del PIB del consumo de gobierno y la inversión pública (pp)**



Fuente: Banco Central, BBVA Research

Gráfico 3.6  
**PIB total, RR.NN. y resto (var. % anual)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

En síntesis, consideramos que si bien la economía ya ha hecho gran parte del ajuste macro durante los últimos dos años, vemos escasas señales de recuperación en los determinantes de la demanda privada, lo que sumado a una reducción de los espacios fiscales, nos lleva a ser más cautelosos respecto del crecimiento del PIB el próximo año y a anticipar un ritmo de expansión que no será materialmente distinto al del período 2014-2016.

## Recuadro 1. Hechos estilizados sobre indicadores de confianzas: neutralidad recién a fines del 2017

### Las confianzas en persistente terreno pesimista

En este recuadro analizamos la extensión de los ciclos de confianza en una muestra amplia de países incluyendo Chile, con el propósito de medir la duración de los períodos de desconfianza y obtener estimaciones del período adecuado para estimar neutralidad<sup>2</sup>.

### Confianza de los consumidores: una lenta recuperación hacia niveles neutrales

La primera observación que es posible extraer de los datos es que efectivamente la confianza de los consumidores registra un comportamiento cíclico. En la muestra de países considerados, incluyendo el agregado de la OECD, no es posible observar períodos de permanente pesimismo u optimismo y, en la mayoría de los casos, cerca del 50% del tiempo el indicador se encuentra sobre el pivote y cerca del 50% del tiempo se ubica bajo el pivote. Esta observación es relevante por cuanto da cierto sustento a que las proyecciones consideren que la economía está pasando por un período cíclico de desconfianza, pero que este debiese revertirse en algún momento. Sin embargo, en promedio los países OECD son más optimistas que Chile.

La pregunta que surge inmediatamente es cuánto tiempo será necesario para revertir los niveles de desconfianza. Para ello es necesario establecer una métrica algo más precisa respecto de la forma de medir los ciclos. Consideramos períodos en que el índice de confianza se ubicó por al menos 18 meses bajo el umbral, para catalogar un ciclo de pesimismo. Con este criterio logramos identificar 36 fases de pesimismo desde el año 1960 hasta la actualidad, dependiendo de la disponibilidad de datos para cada país. A continuación calculamos su duración promedio y

el tiempo que demoran los indicadores en llegar desde su punto mínimo al nivel neutral.

Los resultados indican que para los países de la OECD la duración promedio de los períodos de desconfianza es de 3,7 años y que, en promedio para el agregado de estos países, la confianza tarda 2,4 años en subir desde su punto mínimo hasta niveles neutrales. En el caso de Chile los datos muestran que los ciclos de pesimismo<sup>3</sup> duran en promedio 4,7 años, con una fase de recuperación que se extiende en promedio por 3,6 años (Gráfico R.1.1). Lo anterior indica que las fases de deterioro de las confianzas en general no son simétricas, sino que los retrocesos del indicador hacia sus mínimos tienden a ser más rápidos que las recuperaciones hacia nivel neutral. Se pierden las confianzas rápidamente, pero cuesta que se recuperen.

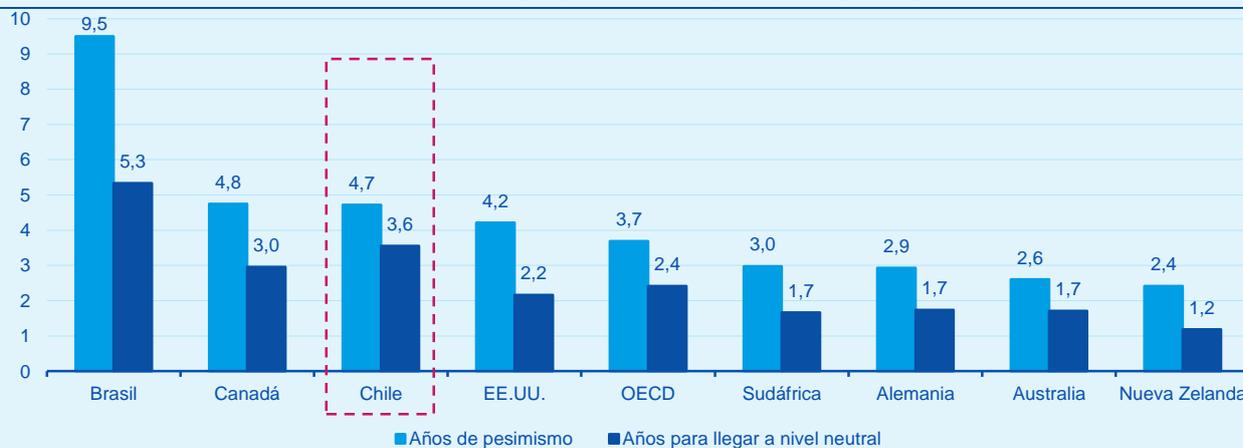
Finalmente, ante la pregunta de cuánto podría durar esta fase de pesimismo de los consumidores locales, sobre la base de la experiencia de este conjunto de países, vemos que hay espacios para que el episodio actual se extienda hasta por dos años más si tomamos como referencia el tiempo promedio, es decir, hasta el primer semestre de 2018. Este cálculo toma como referencia la duración promedio de los ciclos de pesimismo de consumidores en el agregado de países de la OECD. En estos dos años, lo que podríamos ver es ya sea períodos de deterioro adicional de la confianza, seguidos por un período de recuperación o bien, un largo período de recuperación de las confianzas hacia niveles neutrales.

2: La muestra de países incluye además de Chile a Alemania, Australia, Brasil, Canadá, EE.UU., Nueva Zelanda, Sudáfrica y países de la OECD. Estos países fueron escogidos considerando similitud en el marco de políticas o características de exportadores de materias primas, así como criterios de disponibilidad de series largas de tiempo, lo que fue especialmente relevante en el caso de los países desarrollados y en el agregado de la OECD.

3: Sensibilizamos este umbral entre 15 y 20 meses sin encontrar grandes cambios en los resultados.

Gráfico R.1.1

## Índice de confianza de los consumidores: tiempo promedio de pesimismo y recuperación



Fuente: BBVA Research en base a información de la OCDE.

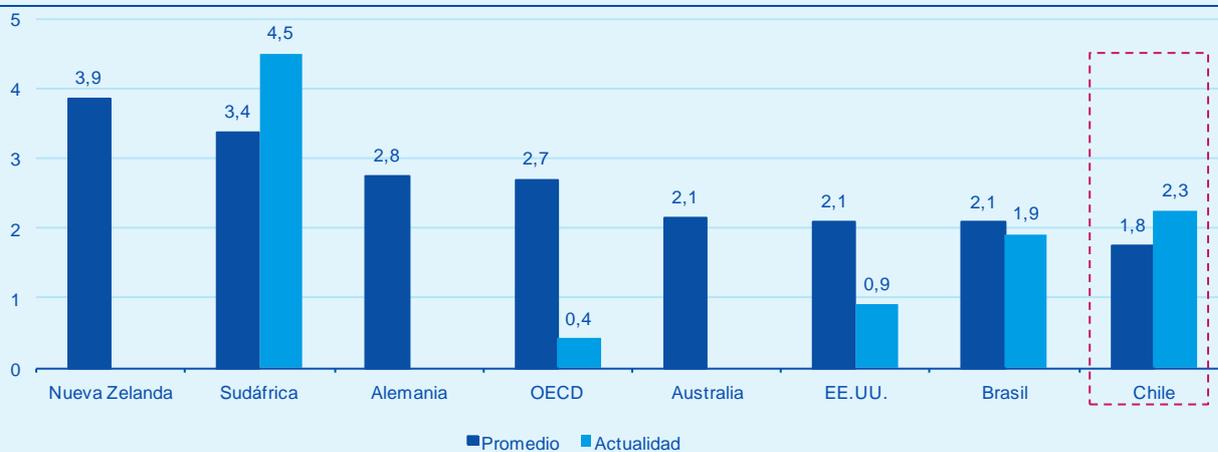
### Confianza de los empresarios: estaríamos próximos a superar el tiempo de pesimismo promedio de países OECD

Repetimos el análisis para el caso de la confianza empresarial. Nuevamente encontramos que la confianza tiene un comportamiento cíclico, con el indicador para la OECD un 51% del tiempo en terreno pesimista. Por su parte, el análisis de 40 ciclos de confianza empresarial revela que la duración de estos es menor que la duración de los ciclos de confianza de los consumidores en los países de la OECD, aunque a nivel de países existe algún grado de heterogeneidad. Así por ejemplo, en países como Nueva Zelanda y Sudáfrica, los ciclos de pesimismo empresarial tienden a ser más extensos que los de pesimismo de los consumidores<sup>4</sup>. En consecuencia, si la confianza empresarial en Chile se comportara como el promedio de la OECD, es posible esperar que esta alcance niveles neutrales algo antes que la confianza de los consumidores.

Para la OECD la duración promedio de las fases de pesimismo empresarial es de 2,7 años. Considerando que en Chile llevamos más de dos años de pesimismo, este ciclo a todas luces se extenderá por más tiempo del que puede considerarse normal o estándar. Si tomamos como referencia países como Nueva Zelanda o Sudáfrica, en los que los ciclos de pesimismo empresarial tienen mayor duración promedio, al ciclo actual de pesimismo empresarial aún le restaría entre 1 y 1,5 años de duración, es decir no finalizaría hasta bien entrado 2017 (Gráfico R.1.2).

4: Se consideran los ciclos de confianza para esta muestra de países desde el año 1950 hasta la actualidad, dependiendo de la disponibilidad de datos para cada país.

Gráfico R.1.2  
Índice de confianza de los empresarios: tiempo de pesimismo (años)



Fuente: BBVA Research en base a información de la OCDE. Actualmente la confianza empresarial en Nueva Zelanda, Alemania y Australia no se encuentra en terreno pesimista.

## 4 Déficit de cuenta corriente estable como porcentaje del PIB y sin representar un riesgo macroeconómico

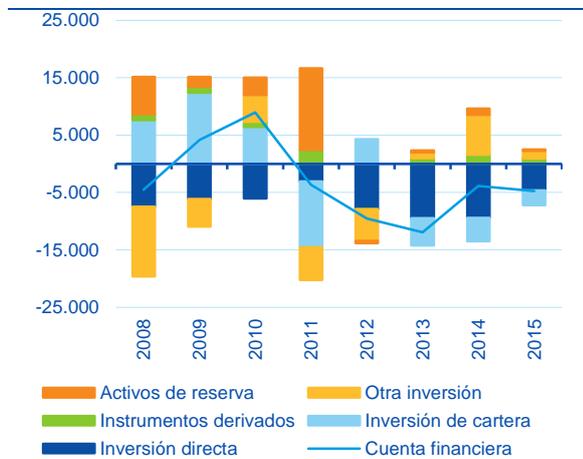
**Debilidad en demanda externa y menores términos de intercambio postergan el cierre del déficit en cuenta corriente, el que se mantendrá en torno a 2% del PIB en el horizonte de proyección, lejos de constituir un elemento de riesgo macroeconómico.**

El año pasado las cuentas externas totalizaron un saldo negativo por US\$4.761 millones, cerca de US\$1.400 millones mayor a lo proyectado hace tres meses atrás. Las sorpresas provinieron desde todos los componentes, destacando nuevos ajustes estadísticos en la balanza comercial, principalmente de bienes por un monto de US\$ 650 millones, lo que se suma a un déficit de renta mayor por cerca de US\$ 660 millones. En este contexto, la cuenta corriente alcanzó un saldo negativo de 2,0% del PIB en 2015, mayor al 1,4% del PIB proyectado a inicios del año.

Con todo, los últimos ajustes a las series estadísticas del comercio de bienes no hacen más que sincerar un débil impulso del sector externo en el PIB, a pesar del fuerte ajuste en precios relativos canalizados a través de la depreciación del peso chileno frente al dólar en los últimos años. Así, la recuperación del crecimiento de tendencia desde el sector externo pareciera requerir de un grado mayor de debilitamiento multilateral del peso, lo que no deja de ser desafiante en un entorno frágil para la economía global. En consecuencia, la dependencia al financiamiento externo continúa pero sin riesgos inminentes de insostenibilidad, impulsados por los componentes de inversión directa (IED) y en menor medida por inversión de cartera. En particular, la IED tiende a estabilizarse en niveles en torno a US\$ 20.500 millones (-8,4% respecto a 2014), siendo la mitad impulsada por mayores flujos en instrumentos de deuda, en desmedro de la participación extranjera directa en el capital y/o la reinversión de utilidades, elemento que se observa desde el año 2012 (Gráfico 4.1). Tasas externas bajas y lo que pareciera ser el fin de la mayor parte de la depreciación cambiaria, aún hacen atractiva esta forma de apalancamiento pero también asoma como la principal fuente de riesgo para el mundo corporativo ante el mayor grado de riesgo crediticio.

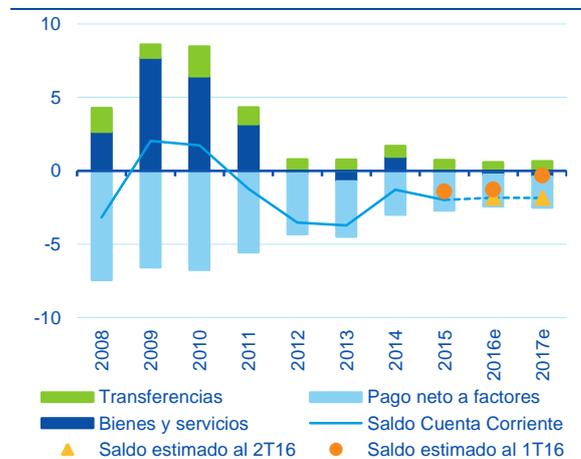
En este contexto, la valoración para el saldo en cuenta corriente durante los próximos años se mantiene caracterizada por una lenta convergencia al equilibrio. En particular, la nueva corrección a la baja en los precios de largo plazo para el cobre –de US\$ 2,60/libra a US\$ 2,50/libra debido al menor crecimiento de tendencia esperado en China- sumado a la debilidad en las perspectivas de demanda global, continuará pesando sobre el saldo en la balanza comercial de bienes y servicios. Por último, la balanza de rentas la esperamos estable pero contribuyendo al déficit anual con cerca de US\$6.000 millones por año, esto último explicado por la estabilización de remesas asociadas a una leve recuperación esperada para los márgenes corporativos –en particular en la minería- una vez concluido los efectos de la depreciación del tipo de cambio. Con todo, corregimos el déficit externo esperado para este año de un 1,3% a un 1,8% del PIB (equivalentes a cerca de US\$ 4.440 millones), mientras que para 2017 vemos un saldo externo negativo en torno a 1,9% del PIB (desde un -0,3% del PIB previo), sin avances materiales hacia el cierre del déficit, pero tampoco con riesgos de sostenibilidad (Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1  
**Cuenta financiera por fuente(USD millones)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 4.2  
**Saldo en cuenta corriente (% PIB)**



Fuente: BCCh, BBVA Research

## 5 La inflación podría retroceder más fuerte de lo anticipado por consenso y se ubicaría bajo 3% en 2017

**Corregimos a la baja nuestra proyección de inflación para este año desde 3,7% a 3,2% y para 2017 desde 2,9% a 2,5%. La proyección de un tipo de cambio más apreciado y una desaceleración algo mayor de la inflación de servicios, explican en gran medida la corrección a la baja en las proyecciones.**

Durante el primer trimestre la inflación del IPC se mantuvo por sobre el techo del rango de tolerancia del Banco Central, aunque muy influenciada por efectos puntuales sobre algunos productos de la canasta. Es así como los efectos de la Reforma Tributaria sobre los gastos financieros y los cigarrillos y efectos rezagados de la alta inflación pasada sobre tarifas eléctricas y en educación han contribuido en esta dirección. Con todo el IPC de marzo, que suele ser uno de los más altos del año aumentó solo 0,38% m/m, menos de lo previsto por los analistas y lo contemplado en el precio de los activos financieros, dando un respiro a los que temían por un nuevo repunte de las presiones inflacionarias. Tras este dato, que además incluyó una reducción de la dispersión hacia niveles más normales, se han moderado las proyecciones de inflación para el cierre del año.

Sin embargo, desde nuestro último informe la evolución del tipo de cambio nominal (\$/US\$) ha sido favorable para aliviar futuras presiones inflacionarias, toda vez que el dólar a nivel global se ha depreciado frente a las principales monedas y el precio del cobre ha incrementado su valor (más detalles en el [capítulo 8](#)). Lo anterior es un alivio para los márgenes de ganancia de las empresas que se han reducido significativamente en los últimos años. En consecuencia y dada nuestra previsión de un tipo de cambio promedio más bajo este 2016, proyectamos que la inflación de bienes comenzará a desacelerarse de manera importante a partir del segundo semestre del año, principalmente a través de aquellos bienes de consumo importados (ver [Recuadro 2](#)).

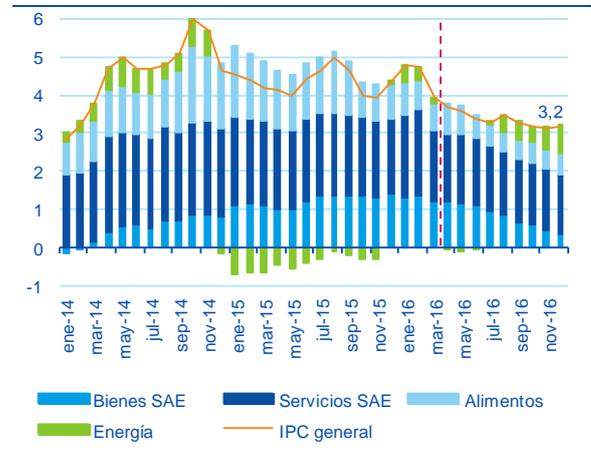
Asimismo, la inflación de alimentos en Chile ha continuado desacelerándose en el transcurso del primer trimestre, aunque de manera acotada debido a que los precios internacionales en pesos han comenzado a incrementarse respecto de su valor mínimo alcanzado hacia mediados del año pasado (Gráfico 5.1). Sin embargo, estimamos que todavía existe un traspaso pendiente de los bajos precios internacionales sobre precios locales, el que se daría de forma paulatina durante lo que resta del año. Por los factores antes descritos, corregimos a la baja nuestra proyección de inflación anual para diciembre de 2016 desde un 3,7% hasta un 3,2% (Gráfico 5.2).

Gráfico 5.1  
Precio de los alimentos (var. % a/a en pesos)



Fuente: Bloomberg, FAO, BBVA Research

Gráfico 5.2  
Proyección de inflación IPC por componentes (var. % a/a)\*



\*Información a partir de línea punteada corresponde a proyección.  
Fuente: INE, BBVA Research

Para 2017 preveamos acotadas presiones inflacionarias por factores externos, mientras que la economía continuará operando con holguras de capacidad, las que serían superiores a las estimadas en nuestro informe previo. Lo anterior es consistente con acotadas presiones inflacionarias de demanda que se observarán principalmente a través de una moderación de la inflación de servicios, que vendría a complementar el efecto desinflacionario asociado a la apreciación del peso. De esta forma, proyectamos que la inflación se mantendrá fluctuando bajo 3% en el transcurso del próximo año, para cerrar en 2,5% en diciembre.

## Recuadro 2. Bienes de consumo importados en la inflación

### Se contiene la depreciación por ahora

La depreciación cambiaria ha sido el principal factor detrás de los actuales niveles de inflación IPC sobre la meta. No obstante, y a pesar de la elevada volatilidad, en lo reciente hemos observado grados importantes de contención en el nivel de tipo de cambio incluso apreciándose en lo que va del año, lo que creemos reflejaría que gran parte del ajuste cambiario ya estaría concluido.

### Los bienes del IPC sensibles al traspaso cambiario

En este entorno, cabe preguntarse cuál sería la trayectoria más probable para los precios de un determinado *set* de bienes importados, que estimamos son los más sensibles al traspaso cambiario.

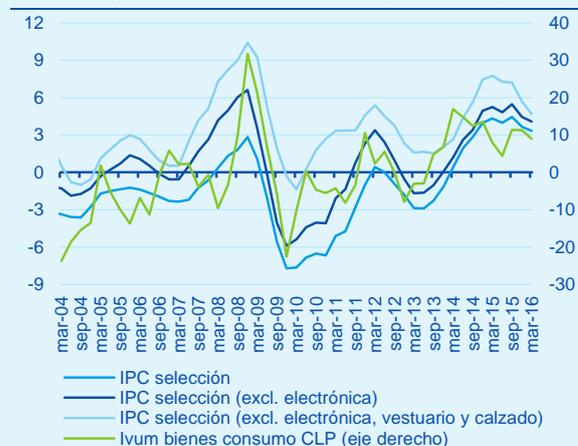
Los productos que comparten esta característica y de los cuales podemos capturar de manera agregada sus precios considera a automóviles nuevos, varios productos electrónicos –televisores, computadores y teléfonos móviles, entre otros-, electrodomésticos, vestuario y calzado, perfumes y artículos de aseo personal, bebidas alcohólicas y no alcohólicas importadas, entre otros, como alimentos elaborados y procesados.

La información de precios de estos productos la obtenemos del índice de valor unitario de importaciones (IVUM) de bienes de consumo<sup>5</sup>. Al contrastar el IVUM con un índice ponderado de precios de estos productos del IPC, vemos traspasos contemporáneos entre el IVUM de consumo y este *set* de precios en la canasta IPC (Gráfico R.2.1).

Construimos varias medidas que agregan de manera diferente estos productos para limpiar algunos efectos estructurales, como por ejemplo, la caída secular de precios de la electrónica, vestuario y calzado.

Gráfico R.2.1

#### IVUM en pesos y set bienes IPC (var. % a/a)



Fuente: Banco Central de Chile, INE, BBVA Research.

Como se observa en el Gráfico R.2.1, las medidas que excluyen estos productos dejan ver traspasos cambiarios superiores.

Cabe destacar que los productos considerados alcanzan una ponderación cercana al 27% de la canasta del IPC, por lo que su análisis y proyección permitiría obtener una buena aproximación de la contribución que estos bienes harán a la inflación en lo que resta del año.

### ¿Dejaran de inyectar inflación los bienes importados este año?

Actualmente, este grupo de bienes de la canasta del IPC se desacelera y presenta un crecimiento ponderado de precios de 3,3% a/a con una incidencia de +0,86pp en el IPC, cerca de la quinta parte del 4,5% de inflación interanual observada a marzo de 2016. De acuerdo a nuestro escenario base -tanto para los precios internacionales de los bienes importados como para el tipo de cambio peso/dólar<sup>6</sup>- esta incidencia se irá diluyendo durante el transcurso del año, y estimamos una probabilidad elevada de aportes deflacionarios entre el 4T16 y 1T17, dejando de ser un impulso relevante para la inflación IPC en el horizonte de proyección.

5: A partir de las estadísticas de comercio exterior del Banco Central de Chile. El IVUM de bienes de consumo captura el valor en dólares de estos productos, por lo que es corregido para considerar las fluctuaciones del tipo de cambio, y así obtener un IVUM de bienes de consumo en pesos.

6: Para más detalle de los supuestos ver Tabla R.2.1.

Dada la elevada volatilidad y en lo reciente sorpresas apreciativas para el peso chileno, hemos construido escenarios de riesgo para la inflación de este set de productos, que se gatillarían por trayectorias alternativas para el tipo de cambio. Para el resto de los productos de la canasta de precios consideramos las proyecciones del escenario base. Bajo distintos escenarios para el tipo de cambio, también es esperable ver efectos relevantes sobre esos productos que no son consideramos en los resultados que se presentan en la Tabla R.2.1.

De esta forma, vemos que en un escenario de mayor fortaleza para el peso chileno –de en torno aun 5% respecto al escenario base–, la incidencia de este set de productos del IPC será claramente deflacionaria, en cerca de 0,5pp respecto a un nulo aporte del escenario base a fines de 2016. Este escenario alternativo para el tipo de cambio sería consistente por ejemplo, con una menor incertidumbre para el crecimiento en China que recupere los precios de cobre más allá de lo esperado.

Alternativamente, ante un escenario de nuevos episodios de debilidad para el peso que lo lleven a estar 5% más depreciado que en el escenario base, la reducción de la incidencia inflacionaria de este set de productos en el IPC hacia fines de año sería menor que en el escenario más probable, es decir, de los actuales +0,86pp caería a algo no más allá de +0,49ppa diciembre. Esto en contraste con la nula incidencia esperada en el escenario base. Lo anterior, podría configurarse, entre otros eventos, por una postura más dura y acelerada para la normalización monetaria en EE.UU. generado nuevos episodios depreciativos de corto plazo sobre el peso chileno.

Con todo, vemos que los desvíos del tipo de cambio a fin de año respecto de lo previsto en el escenario base, llevan a que nuestra expectativa de inflación IPC para fines de 2016 se ubique en el rango de 2,7% y 3,7% a/a, y en el escenario central se ubique en 3,2% en diciembre del presente año.

Tabla R.2.1

**Proyección para la inflación IPC 2016**

	Actual (marzo 2016)*	Escenario base (a diciembre)	Riesgo apreciativo (a diciembre)	Riesgo depreciativo (a diciembre)
<b>Inflación IPC (var% a/a)</b>	4,5	3,2	2,7	3,7
<b>Inflación set bienes IPC (var% a/a)</b>	3,3	-0,1	-2,0	1,9
<b>Incidencia bienes asociados a IVUM (pp)</b>	+0,86	-0,02	-0,53	+0,49
<b>Tipo de cambio (var% a/a)</b>	7,4	-2,9	-7,7	2,0
<b>Tipo de cambio a diciembre 2016 (\$/US\$)</b>	675	684	650	718
<b>IVUM en US\$ (var% a/a)</b>	-4,6	0,2	0,7	-0,3

\* Para el caso del IVUM en US\$ la información corresponde al 4T15.

Fuente: Banco Central de Chile, INE, BBVA Research

## 6 Pronto sesgo neutral abriría espacio para recortes de la TPM, pero una mantención prolongada es por ahora el escenario más probable

Hace tres meses señalábamos que los espacios para continuar retirando el estímulo monetario se agotaban. Esto fue ratificado por el Banco Central en su IPoM de marzo y por la moderación del sesgo contractivo en la reunión de abril.

**Proyectamos que el sesgo de política monetaria se moverá de contractivo a neutral, dando paso a un prolongado período de la TPM en 3,5%. Si bien el escenario base no contempla recortes de tasas, estos no pueden descartarse *a priori*.**

En nuestro informe del primer trimestre señalábamos que los espacios para continuar retirando el estímulo monetario se estaban agotando y, contrario a la visión de consenso de esa época, inducida por la comunicación de la política monetaria del Banco Central que proyectaba dos alzas de tasas de interés este año, proyectamos solo un alza adicional la que estimábamos tendría lugar en marzo o abril de este año.

Si bien el IPoM de marzo y la moderación del sesgo contractivo en la RPM de abril confirmaron nuestra visión de solo un alza adicional en lo que resta de 2016, estimamos que aún hay espacios para un sinceramiento de la visión de tasas de interés, toda vez que seguimos viendo riesgos a la baja en la actividad especialmente en 2017, con una recuperación más lenta de la demanda privada en la segunda parte del año en relación con lo previsto por el Instituto Emisor y con una convergencia algo más acelerada de la inflación a la meta – o bajo la meta-, en el horizonte de política monetaria.

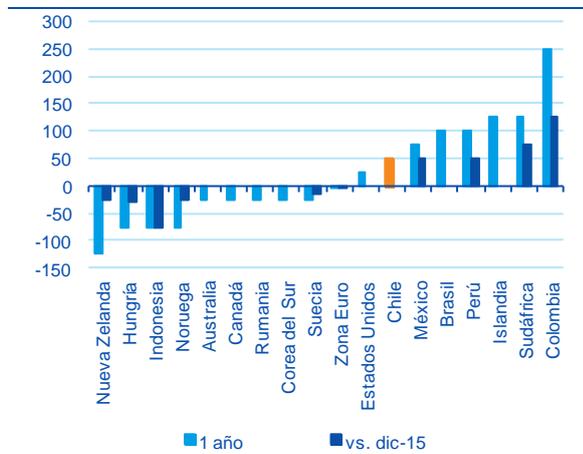
En el ámbito internacional, la política monetaria se ha vuelto más expansiva durante los últimos tres meses, con recortes de tasas de interés en algunas economías, ampliación de los estímulos cuantitativos en otros casos y perspectivas de un ritmo más lento de normalización, como ocurrió en el caso de EE.UU., aunque con notables excepciones en países de América Latina (Gráfico 6.1). Todo esto ha sucedido en un contexto de correcciones a la baja en las estimaciones de crecimiento mundial y escasas presiones inflacionarias globales, como se describe en el [capítulo 2](#) de este Informe.

Así, el escenario base de este informe es consistente con una mantención de la TPM durante todo este año y el próximo, lo que naturalmente debiese ir anticipado por un cambio del sesgo desde contractivo a neutral. Adicionalmente, postergamos la convergencia de la TPM hacia niveles neutrales sólo hacia 2018, sin descartar que previamente sea necesario hacer recortes. En efecto, pasar desde un sesgo contractivo a uno neutral implica en la práctica que existen probabilidades similares de bajar o subir la tasa y, dados los riesgos que visualizamos para el escenario base, consideramos que recortes de tasas de interés no pueden ser descartados en el transcurso de los próximos dos años.

Esta visión aún no ha sido incorporada en las expectativas de los agentes, aunque diversas encuestas y los precios de los activos financieros están postergando el momento de las eventuales próximas alzas. Así por ejemplo, la más reciente Encuesta de Expectativas Económicas proyecta un alza de 25 puntos base en los próximos 5 meses y otra alza de igual magnitud en 17 meses plazo; la Encuesta de Operadores Financieros proyecta una alza de tasas de interés de 25 puntos base en 12 meses y un nivel de 4% en 24 meses (Gráfico 6.2).

Gráfico 6.1

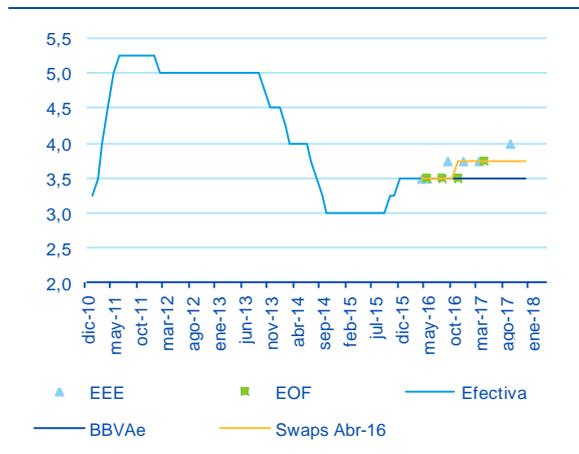
**Ajustes en tasas de política monetaria en países seleccionados (puntos base)**



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 6.2

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



\* EEE: Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central de Chile con datos a abril de 2016. EOF: Encuesta de Operadores Financieros del Banco Central de Chile con datos a la segunda semana de abril de 2016.  
Fuente: BCCh, Tradition, BBVA Research

## 7 Un nuevo ajuste de parámetros estructurales limitaría crecimiento del gasto a menos de 4% en 2017

**Proyectamos que un nuevo recorte en los parámetros de referencia más la convergencia a la meta de balance estructural acotarían el espacio de gasto en 2017, el cual crecería 3,4%. A partir de 2019, sin nuevos recursos por Reforma Tributaria, los espacios de gasto se reducen significativamente.**

El inicio del año 2016 estuvo marcado por el anuncio del ajuste fiscal que realizó el Ministerio de Hacienda a finales de febrero. Se anunció un recorte al gasto aprobado en la Ley de Presupuestos de aproximadamente 1% (USD 540 millones), concentrado en un 70% en gasto corriente y un 30% en inversión pública. Este cambio redujo aún más la ya disminuida incidencia que tendría el gasto público en el crecimiento del año, llevando principalmente la inversión pública a exhibir una leve incidencia negativa (Gráfico 3.5).

Dado el anuncio de ajuste fiscal, junto a la actualización del escenario macroeconómico, estimamos para 2016 un crecimiento del gasto público de 4,2% y un déficit efectivo de 2,7% del PIB. El menor crecimiento del gasto público respecto de lo previsto hace tres meses obedece exclusivamente al ajuste fiscal. El menor déficit efectivo en comparación con nuestra proyección anterior y a la estimación del Ministerio de Hacienda es debido al menor gasto y a mayores ingresos proyectados. Respecto a esto último, aunque el escenario de actividad se proyecta más deteriorado y el tipo de cambio más apreciado (dos *drivers* de los ingresos fiscales), las mejores perspectivas del precio del cobre e ingresos no incorporados en nuestra proyección previa que fueron incorporados en los primeros dos meses del año (traspasos pendientes de Codelco, repatriación de capitales e impuesto a los combustibles) elevan nuestras perspectivas de ingresos totales. De todas formas, estas estimaciones quedan sujetas a los resultados de la Operación Renta en desarrollo entre abril y mayo, la que constituirá un nuevo desafío para la eficacia recaudatoria del gobierno en una nueva etapa de implementación de la Reforma Tributaria. Por último, no vemos necesidad de mayor endeudamiento ni utilización de los fondos soberanos este año.

Proyectamos que, fruto de las consultas a los Comités de expertos a mediados de año, el nuevo precio de referencia del cobre disminuirá desde US\$ 2,57 la libra a US\$ 2,4 la libra. Además, estimamos que los expertos reducirían el PIB tendencial de 3,6% a 3,2%<sup>7</sup>. Esto nos lleva a estimar un déficit estructural de 1,3% para el año. Para la proyección de la situación fiscal de 2017-2020 seguimos el compromiso de convergencia del gobierno de 0,25% del PIB por año. La tabla 7.1 muestra nuestras proyecciones.

Tabla 7.1

### Proyección principales variables fiscales

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>PIB tendencial (var. a/a)</b>	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
<b>Precio del cobre de referencia (US\$/lb)</b>	240	240	240	240	240
<b>Meta de Balance Estructural (% del PIB)</b>	-1,3	-1,05	-0,80	-0,55	-0,30
<b>Balance efectivo (% del PIB)</b>	-2,7	-2,9	-2,7	-2,5	-2,3
<b>Crecimiento del gasto (var. a/a)</b>	4,2	3,4	5,0	1,7	1,8

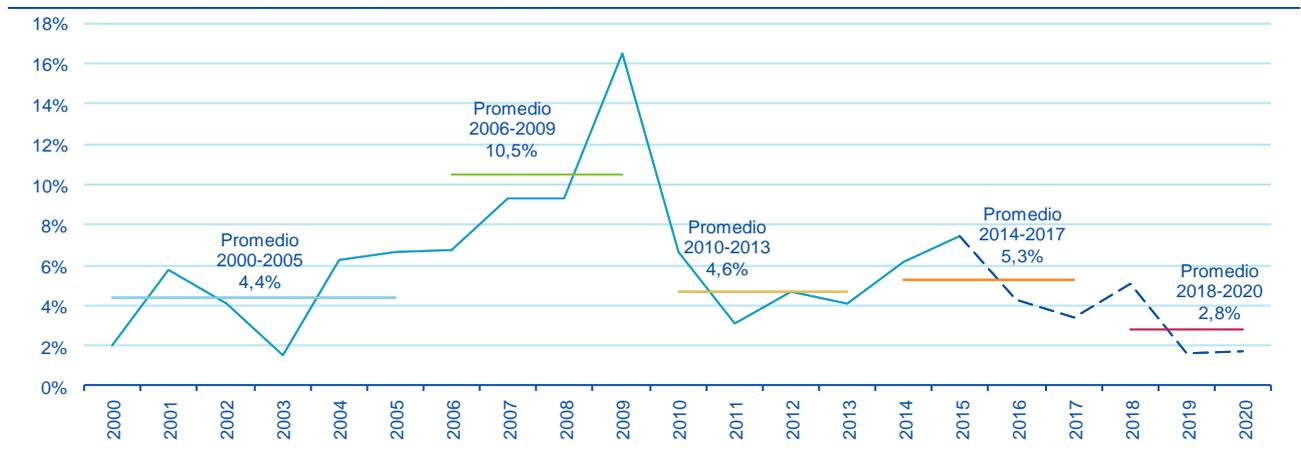
Fuente: BBVA Research

7: Como todos los años, ambas cifras serán revisadas por los expertos previo a la presentación del Presupuesto 2017.

Las nuevas cifras no cambian nuestra percepción de que 2017 será un año de escaso margen para el crecimiento del Presupuesto. Vemos un crecimiento del gasto en 3,4%. Es más, el ajuste en las perspectivas de crecimiento para el próximo año y su efecto en los ingresos haría que sea el 2017 y no el 2016 el año con el mayor déficit fiscal desde la crisis (2,9% del PIB), aún con el limitado crecimiento del gasto. Para los años siguientes, seguimos levantando el riesgo de menor crecimiento de los ingresos fiscales después de 2018 cuando la reforma tributaria entre en régimen, generando un muy limitado espacio para el crecimiento del gasto a partir de 2019 (gráfico 7.1). De esta forma, ese año se iniciaría un proceso de ajuste fiscal más profundo, donde el consumo de gobierno y, sobre todo, la inversión pública dejarán de contribuir al crecimiento de forma relevante. En el escenario que consideramos más probable, el gasto casi no tendría espacio para crecer desde 2019. Las alternativas en este contexto son las siguientes:

- Correcciones al alza en el precio de referencia del cobre y del PIB tendencial. Esto escapa del ámbito de decisión de la autoridad.
- Generar la conciencia en la población y en el ámbito político en relación a que el gasto no puede seguir creciendo indefinidamente y tal vez tenga que quedarse constante en términos reales o decrecer en algunos años. Eso implicaría renunciar a algunas reformas de gobierno (o profundización de las mismas) y dejaría muy poco margen a la próxima administración.
- Ante demandas sociales crecientes que impliquen que el gasto deba seguir creciendo al 3-4% por año como mínimo (i) renunciar al objetivo de converger al balance estructural o ii) hacer otra reforma tributaria que entregue recursos incrementarlos por algunos años más, lo que debiese discutirse y aprobarse durante 2018.

Gráfico 7.1  
Crecimiento del gasto público y promedios por periodo 2000-2020



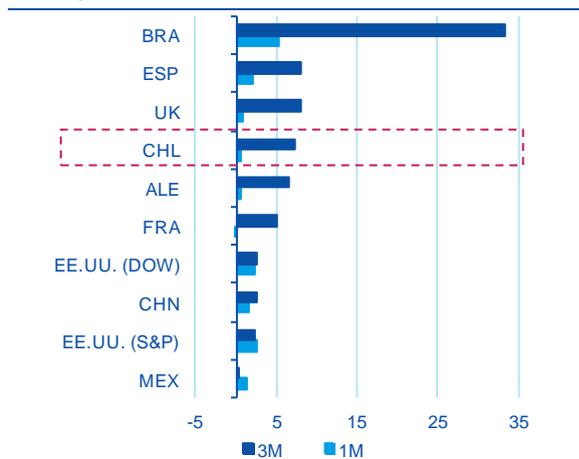
Fuente: Dirección de Presupuestos, BBVA Research

## 8 Demasiada apreciación del peso no sería saludable para la recuperación

En nuestro informe anterior proyectamos una moderada apreciación nominal del peso en el horizonte de proyección (2016-2017), coherente con una recuperación del precio del cobre y un debilitamiento multilateral del dólar. Si bien aquello se ha materializado, la intensidad ha sido superior a lo que aconseja la posición cíclica de la economía. Si bien las tasas de interés de largo plazo en pesos se han mantenido estables, el riesgo de un incremento de las tasas base asociada a una descompresión de los premios por plazo sigue vigente.

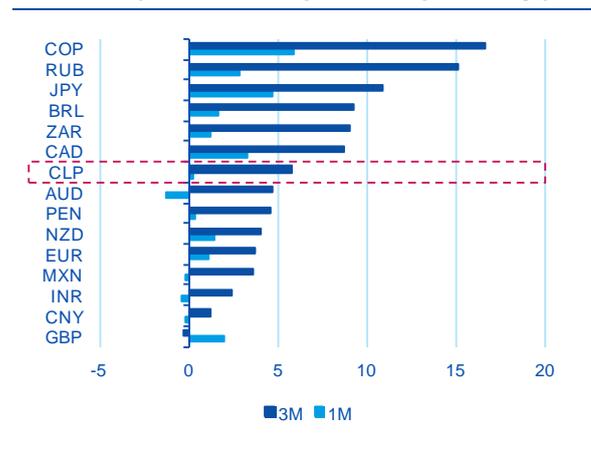
La incertidumbre sobre la evolución de la economía china persiste, aunque la recuperación en el precio del petróleo y otros *commodities* ha mitigado la aversión al riesgo y favorecido a las monedas emergentes. En ese contexto, la bolsa local acumula una recuperación de 8% medida en dólares desde fines de enero (Gráfico 8.1). Por otra parte, el ascenso del precio del petróleo ha sido un determinante fundamental en la apreciación de las monedas de diversos países exportadores de crudo, como es el caso del peso colombiano, el rublo ruso, el real brasilero y el peso mexicano (Gráfico 8.2).

Gráfico 8.1  
Principales bolsas de valores del mundo (USD, var. %)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 8.2  
Paridades (moneda local por dólar, porcentaje)\*



\*Aumento indica apreciación de la moneda local mientras que disminución significa depreciación de la moneda local frente al dólar.  
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

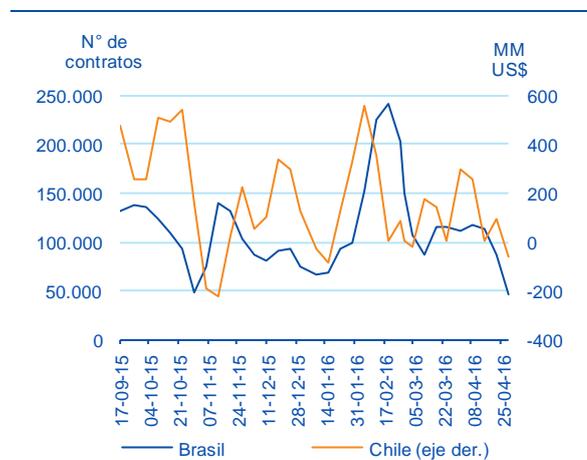
En Chile, el peso se ha apreciado desde la entrega de nuestro anterior informe alcanzando niveles bajo \$670 por dólar hacia fines de abril. Esta evolución coincidió con un relevante arde de operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carry trade*) por cerca de US\$ 2,5bn, dando cuenta de apetito de inversionistas globales por recuperar en alguna medida la exposición al riesgo Chile (Gráfico 8.3). Con todo, en la coyuntura reciente el peso chileno ha sido favorecido incluso algo más que sus socios comerciales tal como da cuenta la apreciación multilateral de la moneda, aspecto que en alguna medida también se explica por la relevante apreciación del real brasilero donde se han observado operaciones de *carry trade* en coincidencia con las del peso chileno (Gráfico 8.4).

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



PNDf corresponde a la posición neta NDF bancos locales con no residentes.  
Fuente: BCCh, Bloomberg, BBVA Research

**Gráfico 8.4**  
**Posición neta en el mercado derivado externo Chile vs. Brasil\***



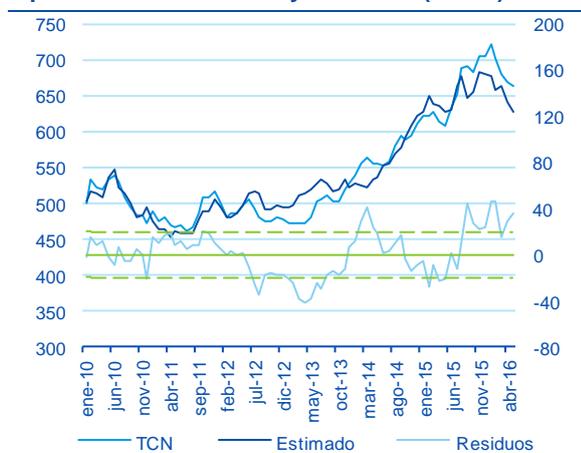
\* Promedio móvil de 2 semanas. Para Brasil corresponde al contrato de flujos diarios entre residentes y no residentes de futuros USDREAL. Para Chile corresponde a la variación del stock NDF.  
Fuente: BCCh, BM&F Bovespa, BBVA Research

Nuestra visión de que el CLP se ubicaba algo más depreciado respecto a fundamentales en el informe anterior, fue acompañada posteriormente con una relevante apreciación multilateral. De la reevaluación del desalineamiento se desprende que la apreciación ha sido significativa, aunque en alguna medida inferior a lo que sugieren los fundamentales (Gráfico 8.5). Si bien consideramos que no existiría espacio para depreciaciones fundamentales que lleven la paridad peso-dólar sobre \$700, tampoco estimamos que las condiciones cíclicas apoyen un tipo de cambio nominal consistente con un tipo de cambio real en o bajo sus promedios históricos (Gráfico 8.6).

Consideramos que el tipo de cambio debería permanecer en niveles sobre sus promedios históricos para facilitar la reasignación de recursos hacia sectores exportadores distintos al sector minero, y con ello, permitir la recuperación de la posición cíclica de la economía. Un eventual apoyo de la política monetaria, justificada ciertamente en los impactos desinflacionarios de mediano plazo, podría ser necesario. De hecho, el Banco Central ya ha manifestado que la apreciación reciente no se condice favorablemente con la recuperación económica.

En el corto plazo, debido a la alta volatilidad existente en los mercados financieros globales, no descartamos depreciaciones adicionales del CLP que podrían llevar la paridad nuevamente a niveles de \$700, pero no consideramos que estarían dadas las condiciones para trabajar con esos niveles como permanentes. El rango más probable de la paridad estaría entre \$650 y \$700 durante los próximos trimestres.

Gráfico 8.5  
Tipo de cambio efectivo y estimado (\$/US\$)\*



\* 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: BCCh, BBVA Research

Gráfico 8.6  
Índice de Tipo de cambio real, TCR (promedio 1986=100)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Las tasas de interés *benchmark* en pesos a 5 y 10 años plazo se han mantenido estables desde nuestro anterior informe, al igual que sus pares internacionales (Gráfico 8.7). En el escenario base, las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo tanto en pesos como en dólares se ajustan al alza en el horizonte de proyección, aunque de forma acotada, de la mano del proceso de normalización monetaria en EE.UU. Sin embargo, las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo podrían retroceder y continuar en niveles históricamente bajos tras la moderación del sesgo contractivo para la política monetaria en Chile y una mayor prudencia en la normalización de tasas de interés por parte de la Fed.

Gráfico 8.7  
Tasas de interés locales y externas (%)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

## 9 Balance de riesgos para la actividad sesgado a la baja, predominando China como la principal amenaza

---

**Localmente, persiste el riesgo de que la pendiente de recuperación de las confianzas sea más lenta de lo previsto en este informe que considera neutralidad hacia fines del 2017. También es un riesgo local que el peso presente una fortaleza mayor a la adecuada para apoyar la recuperación cíclica decantando en caídas mayores en la inflación de mediano plazo, con una reacción tardía de la política monetaria.**

**Externamente, se concreta un escenario global de menor crecimiento que era un riesgo levantado en nuestro informe anterior, pero persisten riesgos financieros y reales en la economía china con consecuencias sobre el precio del cobre.**

El principal riesgo para Chile es el desempeño de la economía china. Las noticias han mostrado cierta estabilidad en la manufactura, pero el empleo y una débil demanda externa continúan inyectando presión, y pueden conllevar a ajustes abruptos en el yuan con consecuencias en el precio del cobre. Si bien seguimos esperando una desaceleración suave de la economía y hemos ajustado a la baja el crecimiento de China para los próximos años, no es posible descartar un escenario de ajuste brusco que, como hemos señalado, tendría impactos relevantes sobre *commodities*, los ingresos fiscales, las exportaciones, la inversión y a última línea, sobre el crecimiento. Este riesgo ha estado presente en las últimas versiones de este informe, y en lo más reciente no se ha hecho presente en alguna medida gracias a la pérdida de valor del dólar globalmente que ha apoyado el precio de las materias primas. Hacia delante, se mantiene la preocupación de una desaceleración más marcada ante dudas sobre la fragilidad de su sistema financiero, y el aumento generalizado en la percepción de riesgo sobre el mundo emergente. Un deterioro de la economía china tendría impactos relevantes en los países emergentes, transmitiéndose tanto por canales financieros como reales.

Otro de los factores de riesgo externo que mencionamos en informes anteriores era el efecto que tendría el inicio del proceso de normalización monetaria en EE.UU. Sin embargo, las noticias en el margen han apoyado un proceso más pausado colocando menos presión sobre la política monetaria local y, con ello, permitiendo que ésta permanezca en niveles estimulativos por más tiempo. Sin embargo, emerge un nuevo riesgo en este informe referente a una apreciación de la moneda que deje el tipo de cambio real bajo sus promedios históricos lo que consideramos podría retrasar una recuperación cíclica y limitar la reasignación de recursos hacia sectores transables no mineros. Una acción tardía de la política monetaria podría colocar no solo el tipo de cambio real en niveles apreciados sino también empujar la inflación de mediano plazo hacia niveles inferiores a los consistentes con la meta inflacionaria.

La evolución del sector minero también es un riesgo para las perspectivas de crecimiento de los próximos años, por cuanto no es posible descartar un escenario de mayor corrección del precio del cobre que implicaría nuevos ajustes de la producción minera, con efectos negativos no solo en este sector, sino que en todos los sectores que prestan servicios a la minería y aquéllos que indirectamente se beneficiaron en el pasado del *boom* del precio del cobre, como el comercio, la construcción y los servicios financieros. Por cierto que un escenario como este, también veríamos impactos más negativos sobre el empleo.

## 10 Tablas

Tabla 10.1

## Previsiones macroeconómicas

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PIB (% a/a)</b>	4,2	1,9	2,1	1,7	2,0	2,5
<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	3,0	4,6	4,4	3,2	2,5	3,0
<b>Tipo de cambio (vs. USD, fdp)</b>	529	613	704	684	658	631
<b>Tasas de interés (% fdp)</b>	4,50	3,00	3,50	3,50	3,50	4,00
<b>Consumo Privado (% a/a)</b>	5,5	2,4	1,5	1,5	1,9	2,3
<b>Consumo Público (% a/a)</b>	3,5	5,1	4,8	4,3	2,7	3,7
<b>Inversión (% a/a)</b>	2,2	-4,2	-1,5	0,9	1,5	2,5
<b>Resultado Fiscal (% PIB)</b>	-0,6	-1,6	-2,2	-2,7	-2,9	-2,7
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-3,7	-1,3	-2,0	-1,8	-1,9	-1,8

Fuente: BBVA Research

Tabla 10.2

## Previsiones macroeconómicas

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (% fdp)
T1 14	2,7	3,5	563,8	4,00
T2 14	2,3	4,3	553,1	4,00
T3 14	0,9	4,9	593,5	3,25
T4 14	1,6	4,6	612,9	3,00
T1 15	2,7	4,2	628,5	3,00
T2 15	2,1	4,4	630,0	3,00
T3 15	2,2	4,6	691,7	3,00
T4 15	1,3	4,4	704,2	3,50
<b>T1 16</b>	<b>1,5</b>	<b>4,5</b>	<b>682,1</b>	<b>3,50</b>
<b>T2 16</b>	<b>1,8</b>	<b>3,9</b>	<b>675,3</b>	<b>3,50</b>
<b>T3 16</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>680,4</b>	<b>3,50</b>
<b>T4 16</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>684,0</b>	<b>3,50</b>
<b>T1 17</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>670,0</b>	<b>3,50</b>
<b>T2 17</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>662,8</b>	<b>3,50</b>
<b>T3 17</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>657,2</b>	<b>3,50</b>
<b>T4 17</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>657,5</b>	<b>3,50</b>
<b>T1 18</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>649,7</b>	<b>3,75</b>
<b>T2 18</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>	<b>641,4</b>	<b>4,00</b>
<b>T3 18</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>636,1</b>	<b>4,00</b>
<b>T4 18</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>630,7</b>	<b>4,00</b>

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Chile

**Economista Jefe de Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

Hermann González  
hgonzalezb@bbva.com

Fernando Soto  
fsotol@bbva.com

Cristóbal Gamboni  
cristobal.gamboni@bbva.com

Aníbal Alarcón  
aalarcon@bbva.com

## BBVA Research

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

*España*

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

*Europa*

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

*Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*México*

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

*Turquía*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Coordinación LATAM*

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

*Argentina*

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

*Colombia*

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

*Perú*

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

**Área de Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

*Sistemas Financieros*

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

*Inclusión Financiera*

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

*Regulación y Políticas Públicas*

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

*Regulación Digital*

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Áreas Globales**

*Escenarios Económicos*

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

*Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

*Innovación y Procesos*

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Chile**

Avenida Costanera Sur 2710  
Las Condes  
Santiago de Chile  
E-mail: bbvaresearch\_chile@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)