

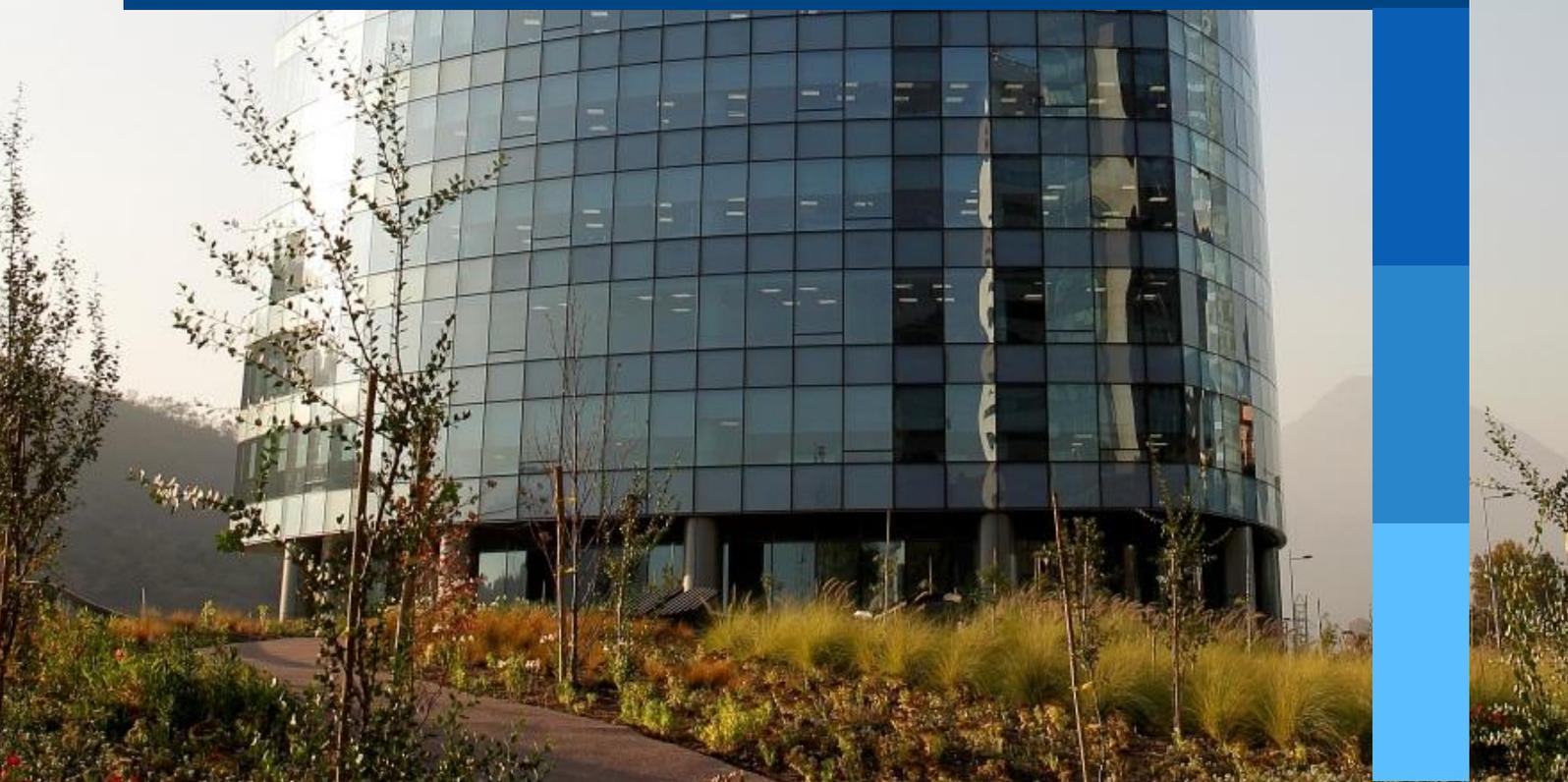


BBVA | Research

Situación Chile

3° TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE CHILE

Santiago, 11 de julio de 2017



Índice

1. Editorial	3
2. Entorno global: crecimiento estable en 2017-2018, pero con riesgos a la baja	5
3. Chile: se concretan riesgos a la baja en crecimiento 2017	7
4. Tasas de interés de mercado de plazos largos en camino ascendente	10
5. Riesgos desinflacionarios de corto plazo debilitan el anclaje de expectativas	13
6. Política monetaria: espacios para mayor estímulo	15
7. Política fiscal: 2018 es el año para acelerar la convergencia estructural	17
8. Se mantienen riesgos locales económicos y políticos	21
9. Tablas	22

Fecha de cierre: 7 de julio de 2017

1. Editorial

El crecimiento de la economía global tiende a estabilizarse en torno a tasas cercanas al 1% trimestral. La mejora, que sobre todo ocurre en las economías avanzadas, va acompañada de un cierto reequilibrio desde Estados Unidos hacia Europa. Las economías emergentes han tenido un comportamiento menos positivo y más heterogéneo, con una salida de la desaceleración más lenta de lo previsto en Latinoamérica. El tono en los mercados financieros ha sido favorable, con volatilidades en mínimos históricos a pesar de la persistente incertidumbre económica, política y geopolítica, así como de la corrección de las expectativas de impulso fiscal en Estados Unidos.

En materia de crecimiento económico local, se han concretado los riesgos detectados en nuestro informe anterior y, como consecuencia, revisamos a la baja la proyección para este año a 1,3%. Sin embargo, las condiciones están dadas para observar un crecimiento más cercano al potencial hacia la parte final de este año y crecer 2,4% en 2018.

Nuestro escenario base contempla un depreciación del peso en el horizonte de proyección, de la mano de recortes en la tasa de política monetaria y cifras magras de actividad local en el corto plazo, lo que permitiría ubicar la moneda más cerca de \$690 a fines de este año. Una eventual baja en la clasificación de riesgo también tendría efectos depreciativos en el peso, así como negativos sobre la bolsa. Por otra parte, reafirmamos nuestra visión de alzas de las tasas de interés de largo plazo, exacerbada por cambios de cotizantes a fondos de pensiones más riesgosos, algo que ya se ha iniciado.

En materia de inflación, a las crecientes holguras de capacidad de la economía se ha sumado la fortaleza del peso, una menor inflación de alimentos, especialmente perecibles, y el reciente ajuste a la baja en el precio del petróleo. Esto nos lleva a reducir las proyecciones para los próximos meses y para el cierre del año hasta un 2,6% a/a. Adicionalmente, estimamos que el balance de riesgos continúa sesgado a la baja, especialmente tras el registro de inflación de junio, por lo que es altamente probable cerrar el año más cerca de 2% que de 3%. Para 2018 ajustamos nuestra proyección levemente a la baja hasta 2,8% a/a, principalmente por menores precios de combustibles.

Los riesgos desinflacionarios surgidos recientemente amenazan nuevamente el escenario delineado por el Banco Central y debilitan el anclaje de expectativas. Volver a anclar estas expectativas de inflación a la meta requerirá un actuar más decidido del Instituto Emisor en materia de política monetaria, incluso mayor al esperado por el consenso. Solo de esta forma, se entregará una señal clara de compromiso con la estabilidad de precios. Nuestro escenario contempla un recorte adicional de 25 puntos base como dosis mínima de mayor estímulo monetario. Considerando los rezagos con que opera la política monetaria, estos recortes debiesen ocurrir lo antes posible, estimamos no más allá de agosto.

En materia fiscal, estimamos que este año nuevamente el déficit terminará siendo inferior a lo proyectado por el gobierno, como consecuencia de ingresos mayores a los previstos. Esto, sin embargo, no cambia el escenario crítico

de escasez de recursos por el que atravisan las finanzas públicas. Para el próximo año, si bien los mayores recursos que entrega la fase final de la Reforma Tributaria permitirían tener un crecimiento del gasto superior a 4%, consideramos que una señal correcta sería aprovechar esta situación para avanzar más rápido en el proceso de consolidación fiscal. Por otra parte, estimamos que el Presupuesto 2018 deberá considerar entre US\$ 660 y US\$ 800 millones de libre disposición para el próximo gobierno que asume en marzo. Entre 2019-2021 el espacio de crecimiento del gasto compatible con una trayectoria de convergencia del déficit estructural, se reduciría a solo 1,4% promedio anual, lo que ha abierto nuevamente la discusión sobre la forma de allegar recursos frescos a las arcas fiscales con una nueva reforma tributaria.

El balance de riesgos continúa sesgado a la baja. Destaca el riesgo de que el estímulo externo proveniente del mayor crecimiento de socios comerciales genere menor tracción sobre la economía chilena por factores más estructurales originados en un ambiente tributario y laboral más desafiante generado por las reformas implementadas estos años. La insuficiente depreciación del peso, así como los resultados de las elecciones presidenciales, también constituyen un riesgo para el escenario macroeconómico delineado en este informe. El riesgo de una degradación de clasificación de riesgo soberano se ha elevado significativamente y no descartamos que ocurra en lo muy próximo.

En el ámbito externo, el principal riesgo de mediano plazo para Chile sigue siendo el desempeño de la economía china, aunque nuevamente se ha mitigado en el margen. Por último, mantenemos como riesgo global un endurecimiento de las políticas proteccionistas provenientes desde la nueva administración de Donald Trump y el riesgo de una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed que podría sacar a los mercados financieros internacionales de la inusitada calma en que se encuentran.

2. Entorno global: Crecimiento estable en 2017-18, pero con riesgos a la baja

La economía global se ha estado acelerando en los últimos trimestres y se ha acercado a tasas de crecimiento del 1% trimestral, pero tiende a estabilizarse (Gráfico 2.1). Los datos de confianza a nivel global son claramente positivos, sobre todo en las economías avanzadas, y parecen haberse instalado en valores elevados. El comercio mundial se ha recuperado rápidamente desde niveles muy débiles a mediados del año pasado. Todo ello ha llevado también a una recuperación de la actividad industrial y de la inversión a nivel global.

Esta dinámica positiva responde al principal factor de la expansión reciente -los estímulos de política económica de la economía China- que han impulsado su economía y han arrastrado con ello a otros países de Asia y al resto de la economía mundial. Otros soportes del buen comportamiento cíclico, como unas políticas monetarias extremadamente acomodaticias en la mayoría de los países avanzados, una política fiscal que ha sido neutral o expansiva recientemente, o los precios de las materias primas relativamente moderados, han ayudado a la recuperación global, en un toro de mercados financieros tranquilos.

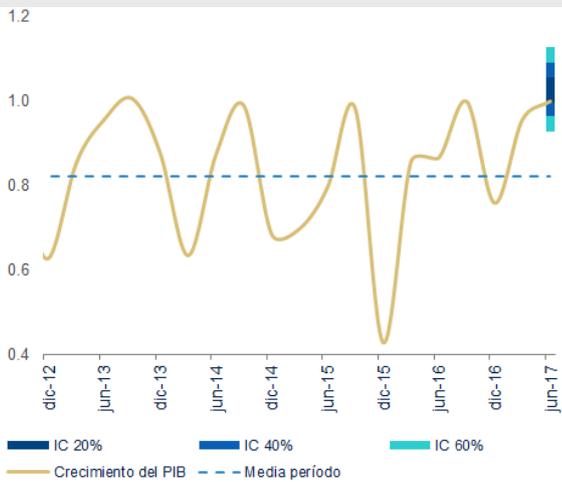
La mejora, que sobre todo ocurre en las economías avanzadas, va acompañada de un cierto reequilibrio desde Estados Unidos hacia Europa. Las economías emergentes, por su parte, han tenido un comportamiento menos positivo, y más heterogéneo, con una salida de la desaceleración más lenta de lo previsto en Latinoamérica, y un comportamiento diferenciado en función de la dependencia de los ingresos por materias primas.

El tono en los mercados financieros ha sido positivo, con volatilidades en mínimos históricos, a pesar de la persistente incertidumbre económica, política y geopolítica, así como de la corrección de las expectativas de impulso fiscal en Estados Unidos. Con ello, las tasas de interés de largo plazo se han mantenido ancladas, corrigiendo parte de las subidas de los trimestres previos y la apreciación del dólar se ha frenado. La gran pregunta es si los mercados están siendo demasiado complacientes, sobre todo teniendo en cuenta que los principales bancos centrales están avanzando en el proceso de normalización. El tono de la política monetaria sigue siendo acomodaticio, pero en el último trimestre, en paralelo con la mejora económica, se han dado pasos adicionales en dicho proceso.

Nuestras nuevas previsiones implican que el crecimiento a nivel global se mantiene en 3,3% para 2017 y en 3,4% para 2018. En China, revisamos al alza el crecimiento en alrededor de 0,2pp en 2017-18, con lo que se alcanzaría el objetivo de las autoridades del 6,5% en 2017, aunque continuamos esperando una desaceleración en 2018 hasta el 6% (Gráfico 2.2). También en Europa hemos revisado la previsión de crecimiento al alza en tres décimas en 2017, hasta 2%, de la mano de las exportaciones y la inversión, con una cierta desaceleración para 2018 hasta 1,7%. Por el contrario, revisamos ligeramente a la baja la previsión de EE.UU. hasta 2,1% en 2017 y 2,2% en 2018, por un desempeño por debajo de lo previsto en el primer trimestre y por las mayores dificultades para aprobar medidas fiscales expansivas y acometer reformas. En Latinoamérica, el deterioro de los precios de las materias primas este

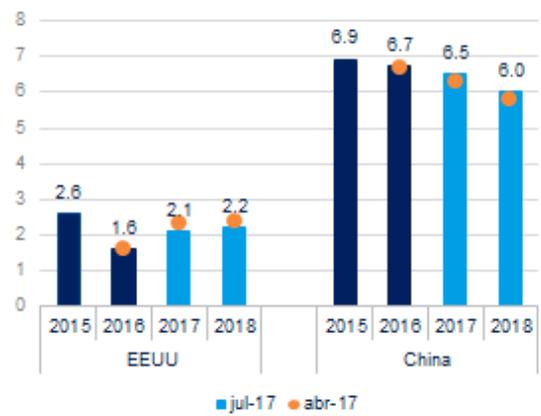
año, y una mayor incertidumbre doméstica en varios países hacen que la salida de la desaceleración esté siendo más lenta de lo previsto. Estas previsiones implican que en los próximos trimestres los países emergentes deberían recuperar terreno respecto a los avanzados y China, que han liderado la mejora reciente.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial. Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% , t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Crecimiento del PIB en EE.UU. y China (%)



Fuente: BBVA Research

3. Chile: se concretan riesgos a la baja en crecimiento 2017

La recuperación será menos intensa de lo previsto este año, pero las condiciones están dadas para un mejor desempeño en 2018

En nuestro informe de febrero proyectamos que la economía crecería este año a un ritmo similar al de 2016, en circunstancias que el mercado anticipaba una cifra cercana a 2%. Posteriormente, en el informe del segundo trimestre advertimos que los riesgos estaban sesgados a la baja y que este año podría ser incluso peor que el año anterior. En esta ocasión, con las cifras del primer trimestre sobre la mesa e información parcial del segundo trimestre, hemos decidido revisar a la baja la proyección de crecimiento hasta 1,3%, incorporando a nuestra proyección base, los riesgos que identificamos hace tres meses.

La desaceleración observada a fines de 2016 se acentuó a inicios de este año, en parte debido a los efectos del paro en Escondida, pero en parte también porque los sectores no mineros no mostraron una recuperación robusta. La economía cerró 1T17 con una expansión de solo 0,1% a/a, arrastrada por una caída de dos dígitos en minería, a la que se sumaron retrocesos interanuales en sectores tan diversos como la construcción, los servicios empresariales y EGA¹. Otros sectores se desaceleraron como es el caso del transporte, los servicios financieros, los servicios de vivienda y la administración pública. Mientras que destacó el mayor crecimiento de la pesca, el comercio y los servicios personales.

Entre los sectores que mostraron mayor dinamismo en 1T17, hemos seguido viendo buenas señales en el transcurso del segundo trimestre en el comercio y en los servicios personales. Estos últimos están muy vinculados con servicios públicos de educación y salud, de manera que vemos poco espacio para mantener las tasas de crecimiento del primer cuarto del año, dado el necesario ajuste que tendrá el gasto de gobierno tras un muy dinámico primer trimestre.

Desde la perspectiva del gasto, el primer trimestre del año estuvo caracterizado por un mayor crecimiento de la demanda interna, muy influenciado por una relevante acumulación de existencias, lo que podría ser una señal de mejores expectativas de demanda. El consumo privado creció a tasas similares a las de los últimos tres años, aunque con una clara aceleración en el componente durable, mientras que el consumo de gobierno revivió tras el freno experimentado en 4T16, logrando evitar un escenario de recesión técnica. La inversión volvió a contraerse, tras un ajuste mayor del componente construcción y otras obras, parcialmente compensado por el aumento de maquinaria y equipos. Las exportaciones registraron una fuerte caída, explicada principalmente por los efectos de la paralización de Escondida en los envíos de cobre (Gráfico 3.1).

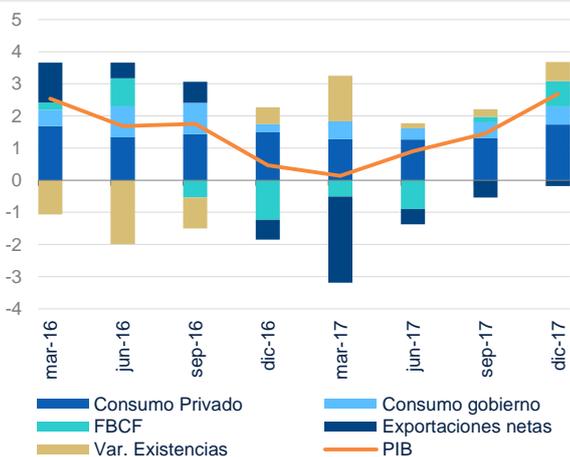
1:Electricidad, Gas y Agua.

En abril y mayo la economía creció bajo lo esperado, decepcionando las expectativas. En abril, el mercado subestimó el efecto de tres días hábiles menos sobre el crecimiento del mes o sobreestimó la capacidad de recuperación de Escondida tras la paralización de febrero y marzo. En mayo, las cifras sectoriales publicadas por el INE, llevaron al mercado a revisar al alza sus estimaciones de IMACEC, pero el Banco Central dio cuenta de una caída mucho mayor de la minería y, en consecuencia, un menor crecimiento de la actividad agregada.

A nivel de sectores económicos, vemos que la construcción continúa en un proceso de ajuste que se podría extender durante gran parte del año, con caídas relevantes en sus indicadores de actividad y destrucción de puestos de trabajo. Por el contrario, el comercio minorista ha dado señales de mayor dinamismo, de la mano de un fuerte repunte de las ventas de automóviles.

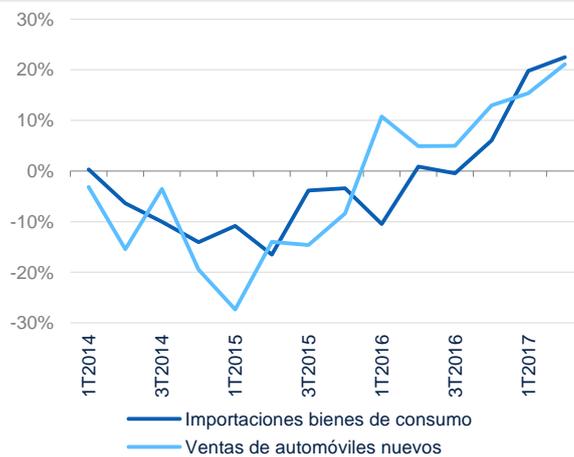
El descenso de la inflación, un tipo de cambio menor que abarata los productos importados y una paulatina mejora en los indicadores de confianza, son elementos que han permitido estas mejores noticias por el lado del consumo privado. En esta línea, observamos también un sólido crecimiento de las importaciones de bienes de consumo, las que se han visto beneficiadas de un tipo de cambio más bajo y de la recomposición de inventarios para enfrentar una demanda que se percibe más robusta en los próximos meses (Gráfico 3.2). Los indicadores de confianza, tanto de consumidores como de empresarios, muestran un ligero repunte en el margen lo que sin duda es algo positivo, aunque aún permanecen bajo niveles neutrales.

Gráfico 3.1 Incidencia en el crecimiento anual del PIB (puntos porcentuales)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 3.2 Indicadores del sector comercio (var. anual, promedio trimestral, %)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Hacia delante, seguimos proyectando una paulatina recuperación de las tasas de crecimiento del PIB, aunque somos cautos respecto de la velocidad de recuperación dados los focos de incertidumbre que persisten. Estimamos que el techo del crecimiento para 2T17 está en torno a 1% y prevemos que la economía crecerá a tasas más cercanas a su potencial (estimado entre 2,5% y 3,0%) sólo en el último trimestre del año, periodo en el cual esperamos ver un crecimiento más robusto del consumo privado y las primeras señales positivas de la inversión.

Para 2018 mantenemos la proyección de crecimiento en 2,4%, la cual se ubica marginalmente bajo las expectativas del mercado y bajo el piso de la proyección de crecimiento del Banco Central (2,5% a 3,5%). Nuestra estimación considera que los indicadores de confianza alcanzan niveles neutrales durante el primer semestre del próximo año y es coherente con el mayor crecimiento de los socios comerciales, el estímulo monetario que se está traspasando a las tasas de créditos de consumo, comerciales e hipotecarias y con un escenario interno en el que se disipa de buena forma la incertidumbre política. En este contexto, proyectamos que tanto el consumo privado como la inversión crecerán en 2018 al mayor ritmo desde el año 2013.

La inversión pública apoyará con mayor fuerza el crecimiento de la inversión total el próximo año, pero una recuperación de la inversión privada a tasas de crecimiento positiva es condicional a una recuperación de la confianza de los agentes. En lo que respecta a los sectores no transables, lo que ocurra con la inversión en los próximos años queda supeditado principalmente a la recuperación de la construcción y a eventuales nuevos aportes por parte del sector Energía, principalmente por los proyectos que se centren en ERNC. Por su parte, ante escenarios de depreciación real del peso y cierto retroceso a patrones históricos de crecimiento en los costos laborales como los observados en los últimos años, sería esperable observar también un repunte de la inversión en sectores transables no mineros.

4. Tasas de interés de mercado de plazos largos en camino ascendente

Continuamos esperando un empinamiento de la curva de rendimiento local

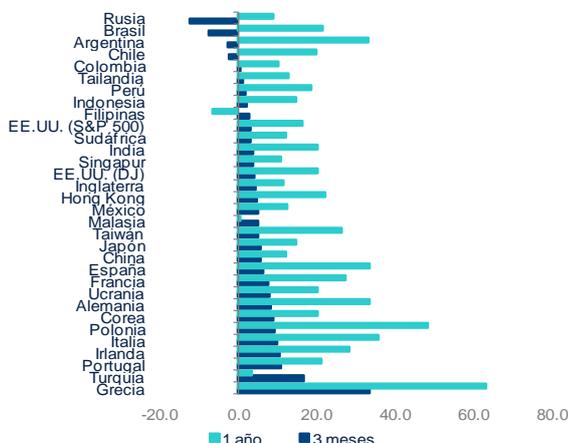
La incertidumbre sobre la evolución de la economía china sigue vigente, aunque la recuperación del precio del cobre posterior a la elección presidencial en EE.UU. ha mejorado en algo los términos de intercambio. Como contrapartida, el peso chileno ha mantenido una fortaleza que consideramos dificulta un proceso más rápido de ajuste toda vez que desincentiva inversiones en sectores transables en un ambiente de baja productividad.

Anticipando una recuperación económica y/o incorporando un escenario más benigno para el ambiente de negocios ante el cambio de gobierno, la bolsa local experimentó una fuerte recuperación, pero que no ha continuado en línea con nuestra visión vertida en el informe pasado donde señalamos que se ubicaba en la parte alta de los valores consistentes con sus fundamentales. Más aún, ha estado entre las bolsas con peor rendimiento en dólares de los últimos tres meses (Gráfico 4.1, Gráfico 4.2).

TCR aún en niveles insuficientes para apoyar de manera robusta inversión transable

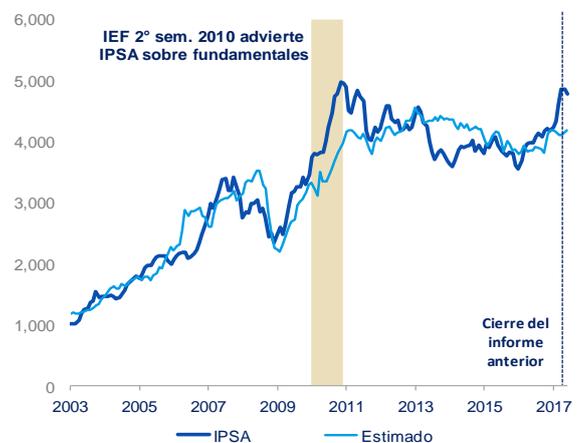
A pesar del alza de tasa por parte de la Fed y noticias respecto a un relevante estímulo fiscal en EE.UU., el peso se mantiene transando entre \$655 y \$665, aunque ha tenido alguna depreciación multilateral que se ha revertido solo parcialmente durante junio (Gráfico 4.3). La falta de suficiente depreciación del peso, a pesar de cifras económicas débiles y recortes en la TPM, se explica por un renovado apetito de inversionistas extranjeros por activos locales que se ha manifestado en cerca de US\$1.300 millones en operaciones de arbitraje o *carrytrade* (Gráfico 4.4).

Gráfico 4.1 Bolsas de valores del mundo (USD, var. % en 3 meses y 1 año)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 4.2 Modelo de fundamentales del IPSA* (índice)



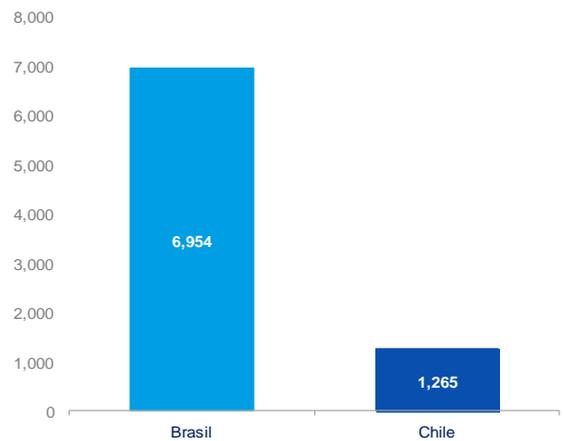
* Modelo de fundamentales que incluye como determinantes: Imacec, precio del cobre y tasa de interés real de largo plazo.
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 4.3 Tipo de cambio multilateral y \$/USD (índices 2-ene-2015=100)



Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

Gráfico 4.4 Operaciones de *carrytrade* Peso y Real* (millones de US\$)



* Contratos estandarizados para Brasil por un monto de USD 50.000. Incremento observado entre el 12-mayo-2017 y el 7-julio-2017. Fuente: Banco Central de Chile, BM&F Bovespa, BBVA Research

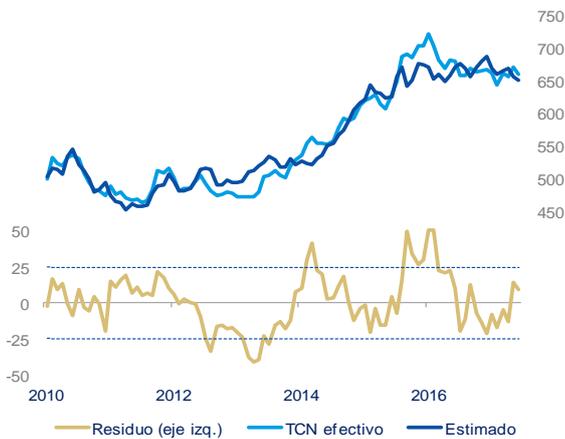
Reafirmamos visión de alza de las tasas de interés de largo plazo, exacerbada por cambios de cotizantes a fondos de pensiones más riesgosos que ya se ha iniciado

recursos hacia sectores exportadores (Gráfico 4.6). La política monetaria, justificada ciertamente en los impactos desinflacionarios de mediano plazo que implicaría este fortalecimiento del peso y la debilidad del mercado laboral, ha comenzado a actuar. Nuestro escenario base contempla un depreciación del peso en el horizonte de proyección de la mano de recortes en la tasa de política monetaria y cifras magras de actividad local en el corto plazo, lo que permitirían ubicar la moneda más cerca de \$690 a fines de este año.

De nuestra evaluación de desalineamiento nominal, no observamos evidencia clara de que el peso se encuentre en niveles distintos a los que sugieren los términos de intercambio y otros factores de corto plazo (Gráfico 4.5). El tipo de cambio real se ubica bajo sus promedios históricos lo que nos parece dificulta una rápida reasignación de

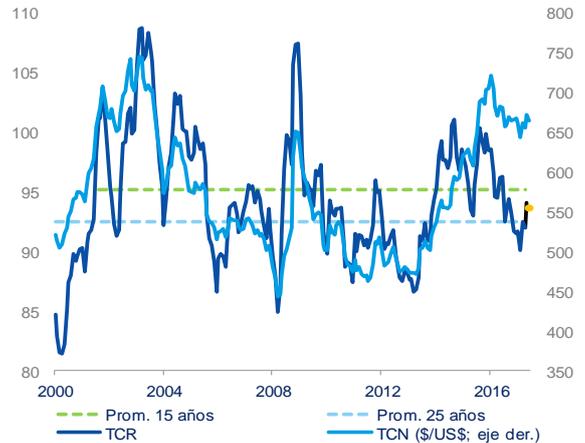
recursos hacia sectores exportadores (Gráfico 4.6). La política monetaria, justificada ciertamente en los impactos desinflacionarios de mediano plazo que implicaría este fortalecimiento del peso y la debilidad del mercado laboral, ha comenzado a actuar. Nuestro escenario base contempla un depreciación del peso en el horizonte de proyección de la mano de recortes en la tasa de política monetaria y cifras magras de actividad local en el corto plazo, lo que permitirían ubicar la moneda más cerca de \$690 a fines de este año.

Gráfico 4.5 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: Banco Central de Chile, BBVA Research

Gráfico 4.6 Tipo de cambio real, TCR (promedio 1986=100)



* Punto muestra TCR proyectado para junio (93,6).
Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

Las tasas de interés *benchmark* locales experimentaron una fuerte alza posterior a la elección presidencial en EE.UU., y se ubicaron en mínimos históricos a mediados de abril (Gráfico 4.7). De particular preocupación para las tasas de interés de largo plazo es una reversión en el comportamiento precautorio que tuvieron los cotizantes de las AFPs que estuvieron moviéndose a fondos menos riesgosos parte importante del 2016 (Fondo E), pero que ante rentabilidades mejores en lo más reciente, estarían moviéndose paulatinamente hacia fondos más riesgosos tal como anticipamos en nuestro informe anterior (Gráfico 4.8).

Gráfico 4.7 Tasas de interés nominal a 10 años (porcentaje)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 4.8 Activos de AFPs en bonos soberanos locales (porcentaje del total de activos del sistema)



Fuente: Superintendencia de Pensiones, BBVA Research

5. Riesgos desinflacionarios de corto plazo debilitan el anclaje de expectativas

Revisamos a la baja proyección de inflación hasta 2,6% para diciembre 2017

Tal como anticipamos en nuestro informe previo, la inflación ha continuado su tendencia a la baja, acercándose al piso del rango de tolerancia del Banco Central (2% a/a). Luego de sucesivas sorpresas bajistas en los meses previos, en línea con los magros registros de actividad y una acotada inflación subyacente, en especial de bienes transables afectados por la mayor fortaleza del peso, revisamos a la baja nuestra proyección de inflación para diciembre 2017 hasta un 2,6% a/a. A esto se suma una menor inflación de alimentos, especialmente perecibles, y el reciente ajuste a la baja en el precio del petróleo que nos ha llevado a reducir las proyecciones para los próximos meses.

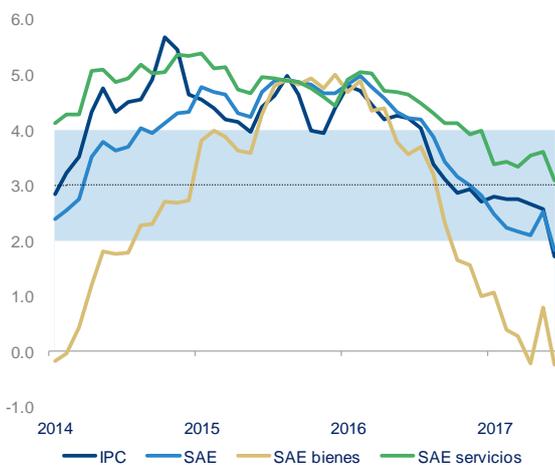
Consideramos además que el balance de riesgos continúa sesgado a la baja. Los riesgos desinflacionarios asociados con una tardía depreciación del peso, junto con una política monetaria que no considere un mayor estímulo y un precio del petróleo que se mantiene en niveles actuales, superan a los acotados riesgos inflacionarios provenientes de una mayor volatilidad de precios externos y un repunte más fuerte de la demanda interna. En efecto, un escenario que comienza a tomar fuerza, es que la inflación se ubique marcadamente bajo 2% a/a, dificultaría la convergencia a la meta de no producirse una relevante depreciación multilateral del peso en conjunto con una recuperación de la demanda interna. Para 2018 ajustamos nuestra proyección levemente a la baja hasta 2,8% a/a, por un menor precio de combustibles, pero mantenemos la convergencia hacia la meta de 3% en el mediano plazo. Sin embargo, de no darse la convergencia al alza en el precio del petróleo, nuestra proyección sería 0,3 puntos porcentuales menor para el cierre de 2018.

Riesgos desinflacionarios que advertimos en nuestro informe previo, se han materializado

La inflación subyacente, medida por el IPC sin alimentos y energía (IPC SAE), se ha mantenido en el piso, y en el margen por debajo, del rango de tolerancia del Banco Central, no sólo por la fortaleza del peso sino también por las escasas presiones inflacionarias a raíz de una mayor debilidad interna (Gráfico 5.1). Las cifras de mayo y junio mostraron una dinámica de precios muy apagada, con un bajo número de productos inyectando inflación durante el mes, lo que podría marcar el inicio de un periodo de decaimiento inflacionario. Si bien el registro fue positivo en mayo (0,1% m/m), se debió al efecto puntual de dos productos, sin los cuales la inflación total y sus medidas subyacentes habrían sido cero o negativas. Esto se confirmó con el IPC de junio que registró una variación mensual de -0,4%, dejando la inflación interanual por debajo del rango de tolerancia del Banco Central (1,7% a/a). Junto con esto, las medidas subyacentes, tanto de bienes como servicios, alcanzaron mínimos históricos desde que se utiliza esta canasta, al igual que la difusión inflacionaria. De continuar esta tendencia, vemos muy probable que la inflación interanual se mantenga marcadamente bajo 2% en los próximos meses, lo que sería una sorpresa relevante, no sólo para el mercado sino también para el último escenario delineado por el Banco Central (Gráfico 5.2).

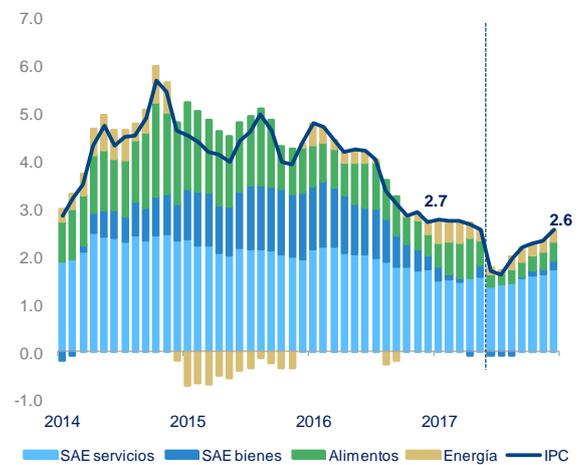
Respecto a los componentes más volátiles del IPC, como alimentos y energía, si bien han seguido inyectando algo de inflación en los últimos meses, se observa una importante desaceleración, en especial en el precio internacional de los combustibles. Por el lado de los alimentos, la inflación de no perecibles se mantiene acotada, pero preocupa la dinámica de los alimentos perecibles, que siguen restando inflación más allá de su estacionalidad histórica. Respecto de los precios de la energía, destaca el ajuste a la baja en los precios internos de la gasolina y el diesel, en línea con los menores precios internacionales del petróleo y la apreciación del peso frente al dólar.

Gráfico5.1 Inflación anual (%)



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

Gráfico5.2 Proyección de inflación anual (%)



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

Anclaje de expectativas se debilita nuevamente ante sorpresas desinflacionarias

En nuestro escenario base proyectamos inflación de cierre de año de 2,6% a/a para 2017 y de 2,8% a/a para 2018, algo menor a lo que espera el mercado y lo proyectado por el Banco Central en su último Informe de Política Monetaria. Los riesgos desinflacionarios surgidos recientemente, si bien son de corto plazo, amenazan nuevamente el escenario delineado por el Banco Central y debilitan el anclaje de expectativas. En este sentido, las expectativas implícitas en los precios de activos se mantienen marcadamente bajo la meta en el horizonte de política. Más aún, la más reciente encuesta de operadores financieros (EOF) mostró una nueva disminución de la inflación esperada a dos años (2,8% a/a), lo que luego de siete meses bajo 3% nos alerta sobre un incipiente desanclaje de expectativas. Ante estos riesgos, luego de conocer el IPC de julio y confirmar que no se trata solo de efectos puntuales, vemos altamente probable y necesario que el Banco Central se abra al menos a un nuevo recorte de 25pb en la reunión de agosto.

Sin embargo, de no darse una pronta depreciación del peso, junto con nuevos ajustes de la TPM, y un repunte en el precio del petróleo, la inflación se mantendría hundida bajo el rango de tolerancia del Banco Central por un tiempo mayor al estimado, lo que podría llevar al mercado a cuestionarse la capacidad que le queda al Banco Central para lograr devolver la inflación a la meta.

6. Política monetaria: espacios para mayor estímulo

Acotadas presiones inflacionarias incrementan la presión para que el Banco Central siga avanzando en la entrega de estímulo monetario

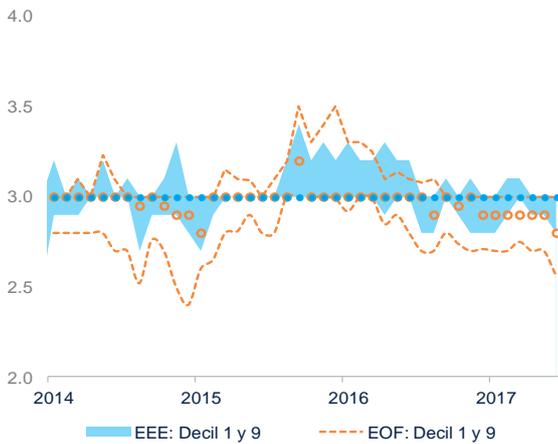
El Banco Central avanzó decididamente en los primeros meses del año recortando la tasa de referencia en un total de 100 puntos base, lo que significó incluso sorprender a una parte del mercado que de forma inexplicable no esperaba este mayor estímulo. El escenario base del último IPoM usó como supuesto de trabajo que la tasa de política monetaria se mantendrá en 2,5% por un período prolongado, idea que ha sido ratificada con un sesgo neutral en las últimas decisiones de política monetaria y que ha sido obedientemente recogida por la mayor parte de los analistas. Sin embargo, los precios de los activos y una parte minoritaria de las encuestas ya incorporan la posibilidad de un recorte adicional este año.

El escenario base del IPoM considera una trayectoria para la actividad y la inflación que no compartimos y, en consecuencia, consideramos necesario que el estímulo monetario sea mayor que lo contemplado en dicho Informe. Por un lado, la inflación ha perdido fuerza y podría ubicarse muy por debajo del 2,9% previsto por el Banco Central. Las expectativas de inflación están desancladas y podrían alejarse aun más del objetivo de 3% si las cifras de inflación de corto plazo se mantienen acotadas y sorprendiendo a la baja (Gráfico 6.1). A su vez, la pendiente de recuperación económica que supone el IPoM para el próximo año nos parece optimista.

En lo que a expectativas se refiere, la Encuesta de Operadores Financieros de la segunda quincena de junio contempla que la TPM se mantendrá en 2,5% en los próximos meses, aunque un 27% de los encuestados proyecta que la tasa se ubique bajo ese nivel en los próximos tres meses. La EEE de junio también contempla en la mediana de las respuestas que la TPM no experimentará nuevos recortes en los próximos doce meses, pero un 24% de los encuestados proyecta que la tasa se ubicará bajo 2,5% a fin de año (Gráfico 6.2). De la misma forma, las tasas de interés de corto plazo contemplan tímidamente la posibilidad de que la tasa experimente un nuevo recorte. Todo esto es antes de conocido el IPC de junio (-0,4% m/m) de manera que es muy probable que estas tendencias se intensifiquen.

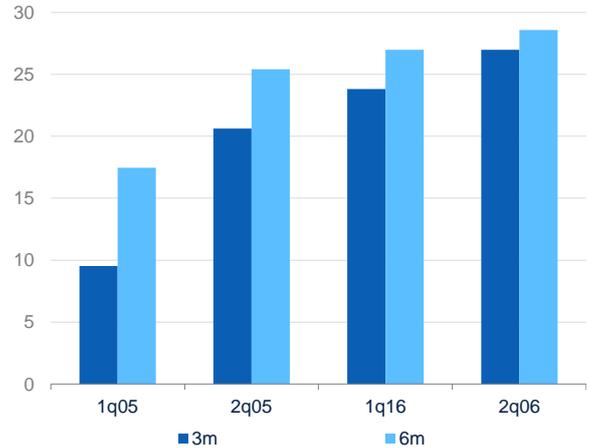
Volver a anclar las expectativas de inflación a la meta requerirá un actuar más decidido del Instituto Emisor en materia de política monetaria, incluso mayor al esperado por el consenso. Solo de esta forma, se entregará una señal clara de compromiso con la estabilidad de precios. No bajar la TPM en este contexto, sería percibido como una señal de exceso de permisividad en escenarios en que la inflación se desvía por debajo de la meta.

Gráfico 6.1 Inflación esperada a dos años plazo en las encuestas (%)



Fuente: Banco Central, BBVA Research

Gráfico 6.2 Encuestas de expectativas TPM (% que espera TPM menor a 2,5%)



Fuente: Banco Central, Bloomberg, BBVA Research

Nuestro escenario contempla un recorte adicional de 25 puntos base como dosis mínima de mayor estímulo monetario, pero no descartamos que sea necesario un impulso mayor. Considerando los rezagos con que opera la política monetaria, estos recortes debiesen ocurrir lo antes posible, estimamos no más allá de agosto. Las bajas tasas de interés nos acompañarían durante lo que resta de este año y durante gran parte del próximo, para empezar un gradual camino de normalización solo a partir de fines de 2018, teniendo en la mira un siguiente año de condiciones normales de crecimiento e inflación.

7. Política fiscal: 2018 es el año para acelerar la convergencia estructural

Proyectamos déficit fiscal efectivo 2017 de 2,8% del PIB

A la fecha de publicación de la presente revista Situación, el gobierno ya habrá publicado su actualización de proyecciones para el año en curso. Estimamos que las cifras del gobierno no mostrarán variaciones significativas respecto a lo contenido en la Ley de Presupuestos (déficit efectivo: 3,3% del PIB, crecimiento del gasto²: 3,4%), amparado en los negativos resultados de la Operación Renta 2017 (OR 2017) y en el deterioro en las proyecciones de la actividad económica compensadas en parte por el mayor precio del cobre.

Con todo, en esta ocasión estamos ajustando nuestra proyección de déficit efectivo 2017 de 3,1% a 2,8% del PIB. En primer lugar, no sería nuevo que el Ministerio de Hacienda estime en esta etapa del año un déficit más deteriorado que el resultante al cierre (Gráfico 7.1). Entendemos que, más que errores de proyección, esto obedece a una medida de contención de expectativas por mayor gasto. Mantenemos en nuestra proyección de gasto un monto por sobre lo presupuestado, relacionado a gastos de reconstrucción por los incendios ocurridos en el sur a inicios de 2017. Así, el gasto de gobierno crecería 4,2% el presente año. En lo referente a los ingresos, la combinación mayor precio del cobre/tipo de cambio más apreciado respecto a las estimaciones de septiembre 2016 generaría en términos netos recursos adicionales por solo US\$200 millones, combinando los resultados de Codelco y la Gran Minería Privada. Cabe recordar que han existido nuevas devoluciones excepcionales a empresas mineras que disminuyen la recaudación final. Por otra parte, se suman ingresos transitorios, como el pago rebajado al FUT histórico y los ingresos incorporados a las arcas fiscales cuyo origen están en el endeudamiento realizado para la capitalización de Codelco³. Por último, nuevamente detectamos un riesgo de subestimación en los ingresos no tributarios del Gobierno (Ver Cuadro 7.1).

En 2018 se concretará el último impulso adicional de la Reforma Tributaria

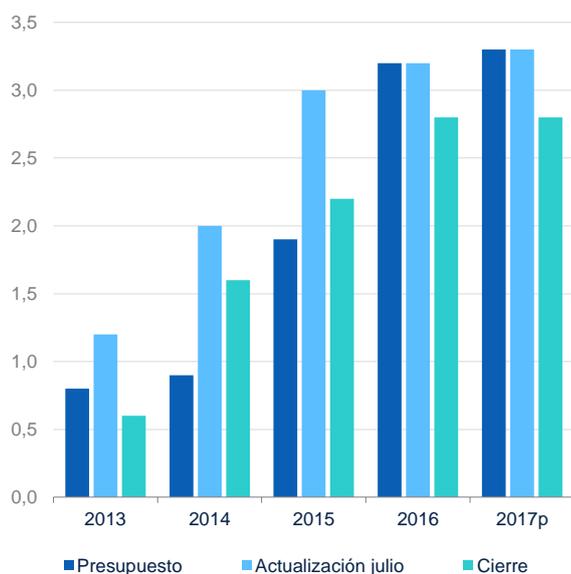
Pronto comenzará a discutirse el Proyecto de Ley de Presupuestos 2018. Como este será un presupuesto elaborado por una administración, pero ejecutado por otra, el componente político será mayor de lo habitual. En ocasiones anteriores, ha sido el monto de los recursos de libre disposición los que han concentrado el debate. En esta oportunidad, el monto puede tener un aumento que represente un porcentaje sobre el gasto presupuestado similar al de periodos anteriores. En efecto, en el pasado, el monto de libre disposición ha fluctuado entre 1,0% y 1,2% del PIB. De mantenerse dicha proporción, la Ley de Presupuestos 2018 contendrá un monto de libre disposición entre US\$ 660 a US\$ 800 millones (Gráfico 7.2).

2: Este aumento es con la nueva base de gasto 2016, según su resultado de cierre a diciembre, y con una inflación promedio año de 3,0%.

3: Ver más detalles en nuestro [Observatorio fiscal](#) de abril 2017.

2018 es el año donde se concretará el último impulso de la Reforma Tributaria sobre los ingresos fiscales. El aumento en la tasa del impuesto de Primera categoría (de 24% a 25% o 25,5%, dependiendo de si la empresa se acoge a régimen semi-integrado o renta atribuida) debiese tener impacto en la recaudación, aún cuando los magros resultados de la reciente OR 2017 ponen en entredicho el efecto final de esta medida. De todas formas, el cambio de régimen, de uno de integración al 100% entre empresas y personas vs. el semi-integrado al que quedarán sujetas la gran mayoría de las empresas, inyectará sí o sí nuevos recursos fiscales. De acuerdo a las estimaciones que hizo el Gobierno al presentar la Reforma Tributaria en 2014, el impacto fiscal neto de esta medida será de 0,34% del PIB, es decir, alrededor de US\$800 millones⁴. Es probable que la Dipres mantenga una cifra similar en su estimación de ingresos para el próximo año.

Gráfico 7.1 Estimación oficial déficit efectivo y cifra al cierre (% del PIB)



p: Proyección BBVA Research para cifra 2017 en la actualización julio y al cierre. Fuente: Dipres, BBVA Research

Cuadro 7.1 Cambios proyecciones fiscales respecto a Ley de Presupuesto 2017

	Cambio	Efecto (MM US\$)
Mayores ingresos		1300
Tributación no minera		200
- Menor crecimiento	-0.9pp	-500
- FUT histórico	Beneficio hasta el 30 de abril	670
- Otros	Ajustes por ejecución a mayo	30
Trib. minera y Codelco		200
- Mayor precio cobre	+ 35 cent	620
- Menor tipo de cambio	- \$30	-150
- Devoluciones y otros	Ajustes por Ejecución a mayo	-270
Previsionales		200
	Ajustes por Ejecución a mayo	
Resto ingresos	Por ejecución a mayo e ing. de capit. Codelco	700
Mayores gastos	Por reconstrucción	155
Menor déficit		1145

Fuente: Dipres, BBVA Research

En este proceso se volverán a reestimar los parámetros estructurales. Para el periodo presupuestario anterior, el crecimiento del PIB tendencial se estimaba en 3,2% y el precio de referencia del cobre en US\$2,56 la libra. Tomando en cuenta nuestras proyecciones, las de mercado y el Banco Central, y teniendo certeza de que los cambios institucionales adoptados para los Comités de Expertos que entregan los insumos para el cálculo de dichas variables resguardarán el criterio técnico del proceso, suponemos un ajuste a la baja en el PIB tendencial a 2,8% y una mantención en el precio de referencia del cobre⁵. Además, suponemos que se mantiene la meta de convergencia a balance estructural a ritmo de 0,25% del PIB.

4: Decimos que el impacto es neto, porque descuenta la menor recaudación proveniente de la reducción de la tasa marginal máxima al impuesto personal de 40% a 35%.

5: Sensibilizamos nuestros resultados con un precio de referencia del cobre levemente mayor, de US\$2,6 la libra, y los resultados no varían de forma significativa.

Todo lo anterior nos lleva a proyectar un crecimiento del gasto público compatible con meta de 4,5%, un déficit estructural de 1,2% del PIB y un déficit efectivo de 2,8% del PIB (aproximadamente US\$7.750 millones). Los supuestos se resumen en el Cuadro 7.2. De todas formas, aunque gracias a los estertores de la Reforma Tributaria el 2018 es el último año con espacios para que el gasto crezca sobre 4% respetando la convergencia a balance estructural, es precisamente este el año para dar un avance mayor en la reducción de dicho déficit, dando una señal de responsabilidad aún mayor, sobre todo en un contexto donde la rebaja a la nota de deuda soberana por parte de las clasificadoras parece inminente.

Nueva reforma tributaria a la vista: ¿pro-crecimiento o aumento en la carga impositiva?

Proyectamos un crecimiento promedio para el gasto en 2019-2021 de 1,4%, en línea con los supuestos en los parámetros estructurales mencionados en el apartado anterior y con la convergencia a balance estructural. Siendo evidente a esta altura el poco espacio de gasto para nuevas medidas por parte de una futura administración, la discusión de una reforma tributaria se ha vuelto a tomar la agenda.

Gráfico 7.2. Recursos de libre disposición en presupuesto ante cambios de gobierno



Fuente: Dipres, BBVA Research

Cuadro 7.2. Supuestos para el escenario fiscal de BBVA Research

	2017	2018
Precio cobre de ref. (US\$/lb)	256	256
PIB tendencial (var. a/a)	2,8	2,8
Déficit efectivo (mm USD)	7.350	7.750
Déficit efectivo (% del PIB)	2,8	2,8
Déficit estructural (% del PIB)	1,5	1,2
Crecimiento gasto (var. a/a)	4,2	4,5
Deuda bruta a dic. (% del PIB)	24,6	26,9

Fuente: BBVA Research

Aunque habrá espacio para que el gasto crezca 4,5% en 2018, no habrá por algún tiempo otro año similar que permita acelerar la convergencia estructural

Las alternativas de futuros cambios tributarios que se han propuesto parecen tener direcciones opuestas, y aún no cuentan con un diseño completo. Se ha mencionado como primera opción un ajuste tributario “pro-crecimiento”, es decir, que focalice sus incentivos en el ahorro y la inversión y, por esa vía, estimular el crecimiento (efectivo y tendencial). Esta propuesta descansa sobre el supuesto de que la desaceleración en la actividad y la caída en la inversión de los últimos años es en gran parte responsabilidad de la Reforma Tributaria 2014. Los principales riesgos a esta línea de

acción provienen de una eventual sobre-ponderación al factor tributario en la desaceleración reciente, o la no concreción de un aumento sustancial en las expectativas tras estas modificaciones.

Por otra parte, también se ha mencionado un cambio que aumente la carga tributaria, quizá manteniendo la actual tasa de impuesto de las empresas, agregando nuevos tributos a algunas industrias o elevando las tasas a los impuestos personales. El supuesto detrás de esta visión es que la tasa actual de las empresas no representa una carga excesiva, y que hay un porcentaje de contribuyentes, en especial los de mayores ingresos, que tienen espacio para entregar un mayor aporte en la recaudación. El riesgo evidente es que mayores cargas tributarias perjudiquen el redimiento recaudatorio de cada impuesto, principalmente vía nuevos impactos negativos en crecimiento e inversión.

De todas maneras, los riesgos de no seguir convergiendo a balance estructural en una nueva administración son altos, sobre todo si la rebaja en la clasificación de riesgo se concreta en lo que resta de año. Al momento, las candidaturas han mencionado que esperan mantener la responsabilidad fiscal, pero ninguna ha mencionado aún si la meta de convergencia está entre sus planes.

8. Se mantienen riesgos locales económicos y políticos

Balance de riesgos marginalmente negativo

La política monetaria doméstica ha tomado un camino más claro hacia entregar mayor estímulo monetario que nos parece necesario para apoyar el proceso de redireccionamiento de la inversión hacia sectores no transables. En consecuencia, el riesgo de una respuesta tardía e insuficiente que se ha disipado parcialmente. Cabe mantener como riesgo la lenta depreciación del peso, que estimamos indispensable para apoyar la recuperación de la inversión y competitividad de los sectores exportadores de bienes y servicios.

Mantenemos como elemento de riesgo las elecciones presidenciales. A pesar de la expectativa de cierta inyección de incertidumbre proveniente de la elección presidencial, se ha visto aplacamiento en la incertidumbre política y estabilización e incluso leve recuperación en las confianzas. No puede descartarse que un resultado estrecho en la primera vuelta, que evidencie mayor probabilidad de triunfo de candidatos con programas más inclinados a impulsar reformas menos ortodoxas provoque alguna reversión en las recuperaciones vistas en estos indicadores.

El primer trimestre marcó el piso de la desaceleración, pero el segundo trimestre ha sido impactado por factores transitorios y algunos algo menos, como el acotado dinamismo de la inversión privada. En este contexto, el principal riesgo es que estímulo externo proveniente del mayor crecimiento de socios comerciales junto al menos heterogéneo crecimiento mundial generen menor tracción sobre la economía chilena por factores más estructurales originados en un ambiente tributario y laboral más desafiante generado por las reformas implementadas estos años.

El riesgo de una degradación de clasificación de riesgo soberano se ha elevado significativamente y no descartamos que ocurra en lo muy próximo. De concretarse, las consecuencias serían adversas sobre el costo de financiamiento dificultando aun más cualquier proceso de recuperación. Tampoco podría desconocerse impactos negativos sobre las confianzas de empresarios.

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. Este riesgo, si bien presente desde hace varios informes, se ha mitigado en el margen.

Mantenemos como riesgo global un endurecimiento de políticas proteccionistas provenientes desde la nueva administración de Donald Trump. Los efectos son difíciles de estimar, pero podrían afectar el dinamismo del sector externo relevante para Chile. Una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed, si bien es un riesgo desde el punto de vista del costo de financiamiento externo, serían positivos sobre la moneda toda vez que estimamos relevante espacio para depreciación del peso sin efectos significativos sobre la inflación dadas las holguras de capacidad y los bajos niveles de inflación.

9. Tablas

Tabla 9.1 Previsiones Macroeconómicas

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a)	4,0	1,9	2,3	1,6	1,3	2,4
Inflación (% a/a, fdp)	3,0	4,6	4,4	2,7	2,6	2,8
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	529	613	704	667	685	665
Tasas de interés (% fdp)	4,5	3,0	3,5	3,5	2,25	2,75
Precio del cobre (US\$/lb)	3,32	3,11	2,5	2,21	2,55	2,42
Consumo Privado (% a/a)	4,6	2,7	2,0	2,4	2,2	3,1
Consumo Público (% a/a)	2,8	4,4	4,5	5,1	3,7	4,0
Inversión (% a/a)	3,3	-4,8	-0,8	-0,8	-0,5	2,4
Resultado Fiscal (% PIB)	-0,6	-1,6	-2,1	-2,7	-2,8	-2,8
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,2	-1,7	-2,0	-1,4	-1,5	-2,0

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	2,9	3,5	563,8	4,0
T2 14	1,8	4,3	553,1	4,0
T3 14	1,3	4,9	593,5	3,30
T4 14	1,7	4,6	612,9	3,0
T1 15	2,6	4,2	628,5	3,0
T2 15	2,1	4,4	630	3,0
T3 15	2,4	4,6	691,7	3,0
T4 15	1,9	4,4	704,2	3,5
T1 16	2,5	4,5	682,1	3,5
T2 16	1,7	4,1	681,1	3,5
T3 16	1,8	3,1	668,6	3,5
T4 16	0,5	2,7	667,2	3,5
T1 17	0,1	2,7	661,2	3,0
T2 17	0,9	1,7	665,0	2,50
T3 17	1,5	2,2	681,0	2,25
T4 17	2,7	2,6	685,0	2,25
T1 18	3,1	2,9	677,0	2,25
T2 18	2,8	3,2	673,0	2,25
T3 18	1,4	3,0	669,0	2,50
T4 18	2,3	2,8	665,0	2,75

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

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

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: Calle Azul, 4. Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España). Tel.:+34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax:+34 91 374 30 25-bbvaresearch@bbva.comwww.bbvaresearch.com