



**BBVA** | Research

# Situación Chile

4° TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE CHILE

Santiago, 11 de octubre de 2017



## Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. Crecimiento global robusto, estable y más generalizado</b>	<b>4</b>
<b>3. Chile: mejores expectativas de crecimiento</b>	<b>6</b>
<b>4. Empinamiento de la curva se concreta, pero falta la depreciación real de la moneda</b>	<b>8</b>
<b>5. Materialización de riesgos de corto plazo retrasan convergencia de la inflación a la meta y debilitan anclaje de expectativas</b>	<b>11</b>
<b>6. Mayor estímulo monetario condicional a inflación de corto plazo</b>	<b>13</b>
<b>7. Presupuesto 2018 pierde la oportunidad de cerrar más rápido el déficit</b>	<b>15</b>
<b>8. Disminuyen riesgos locales económicos y políticos</b>	<b>19</b>
<b>9. Tablas</b>	<b>20</b>

**Fecha de cierre: 05 de octubre de 2017**

# 1. Editorial

El crecimiento de la economía mundial se ha estabilizado a mediados de año alrededor del 1% t/t, y los indicadores disponibles hasta el momento sugieren que este avance se estaría manteniendo en la segunda parte del año. Esta dinámica positiva refleja un mejor desempeño económico en todas las áreas, lo que hace que la actual recuperación sea la más sincronizada desde la crisis financiera de 2008-9.

La economía chilena ha comenzado a dejar atrás lo peor de este prolongado ciclo, iniciando un gradual proceso de recuperación. Mantenemos las proyecciones de crecimiento para este año y el próximo en 1,3% y 2,4%, respectivamente, pero reconocemos que estas cifras tienen un sesgo al alza.

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. Nuestro escenario base contempla una depreciación del peso en el horizonte de proyección de la mano de recortes en la tasa de política monetaria, fortaleza del dólar global y retrocesos del precio del cobre.

La bolsa local, anticipando una recuperación económica y/o incorporando un escenario más benigno para el ambiente de negocios ante el cambio de gobierno, ha continuado ganando terreno, destacando entre diversas plazas bursátiles. En materia de tasas de interés, se ha concretado el empinamiento de la curva de rendimiento local que anticipamos, respondiendo en parte al movimiento paulatino de los cotizantes de las AFP hacia fondos más riesgosos.

Proyectamos que la inflación se mantendrá contenida en los próximos meses, ubicándose bajo las expectativas del mercado y las proyecciones del Banco Central. Los riesgos desinflationarios de corto plazo continúan debilitando el anclaje de expectativas inflacionarias.

Reiteramos la necesidad de nuevos recortes de la TPM, debido al drástico cambio del escenario inflacionario. En parte este cambio ha respondido a la fuerte apreciación del peso, pero también a la persistente presencia de holguras de capacidad, las cuales solo comenzarían a cerrarse gradualmente en los próximos trimestres. De este modo, la convergencia de la inflación a la meta será muy lenta de no mediar una acción más decidida de parte de la autoridad monetaria. Nuestro escenario contempla dos recortes adicionales de 25 puntos base en los próximos meses, cuyo timing preciso dependerá de las cifras de inflación de corto plazo.

El aumento del precio del cobre y el aumento de otros ingresos, han contribuido a mejorar la situación de las finanzas públicas. Tras conocer que el Presupuesto del próximo año contempla un crecimiento de 3,9% real en el gasto y dado nuestro escenario macro, estimamos que el déficit fiscal se reducirá desde 2,6% del PIB este año a 2,1% del PIB el próximo.

## 2. Crecimiento global robusto, estable y más generalizado

El crecimiento de la economía mundial se ha estabilizado a mediados de año alrededor del 1% t/t, y los indicadores disponibles hasta el momento sugieren que este avance se estaría manteniendo en la segunda parte del año (Gráfico 2.1). Esta dinámica positiva refleja un mejor desempeño económico en todas las áreas, lo que hace que la actual recuperación sea la más sincronizada desde la crisis financiera de 2008-9.

Este entorno de crecimiento positivo y más sincronizado viene acompañado hasta ahora de niveles de inflación moderados, también generalizados por áreas, a pesar de la abundancia de liquidez en los mercados, mientras que sigue sin haber señales claras de acumulación de presiones inflacionistas. Este contexto ayuda a que los bancos centrales en las economías emergentes tengan más margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento, mientras que permite a las autoridades monetarias en las economías avanzadas seguir siendo cautas a la hora de implementar la normalización. En un entorno en el que el crecimiento sigue siendo dinámico y sin sorpresas a la baja en inflación, los bancos centrales continúan adelante con el proceso gradual de retiro de los estímulos monetarios. En particular, en la Reserva Federal (Fed) esperamos una subida de tasas de interés de 25 pbs en diciembre de este año y dos subidas adicionales hasta 2% en 2018. Sin embargo, la incertidumbre sobre la senda de subidas ha aumentado no solo porque la inflación se mantiene en niveles bajos, sino por los cambios de varios de los miembros de la Fed.

Como en el trimestre anterior, la combinación de baja volatilidad, bajas tasas de interés y debilidad del dólar han dibujado un entorno favorable para países emergentes. Las estrategias de búsqueda de rentabilidad han propiciado fuertes entradas de flujos en emergentes, sobre todo en deuda, así como la apreciación de las divisas. En general, el panorama internacional ha sido acompañado por mercados financieros relativamente complacientes que no están sufriendo de manera persistente por las fuentes de estrés político o geopolítico.

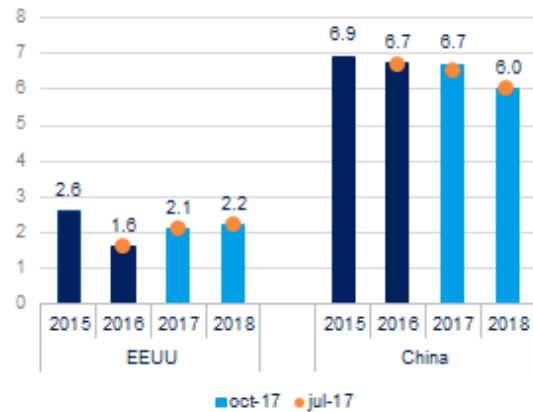
Nuestras nuevas previsiones implican que el crecimiento global se acelera hasta el 3,4% en 2017-18, lo que supone una revisión al alza de alrededor de dos décimas este año y una aceleración desde el 3,2% del año pasado. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto tanto para China como para Europa en 2017 debido a las sorpresas positivas en ambas regiones desde el segundo trimestre. Así, anticipamos que China crezca 6,7% y 6% en 2017-18 (Gráfico 2.2), mientras Europa lo haría un 2,2% y 1,8%. Para EE.UU. se mantiene la proyección de un crecimiento sostenido algo por encima del 2% en el horizonte de previsión (Gráfico 2.2), mientras que el mayor avance esperado para las economías latinoamericanas se va confirmando. Por su parte, el crecimiento del resto de economías asiáticas seguirá siendo robusto, pero sentirá los efectos de la moderación prevista de la economía China en los próximos trimestres.

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



Fuente: BBVA Research

**Gráfico 2.2** Crecimiento del PIB en EEUU y China (%)



Fuente: BBVA Research

Los factores subyacentes que han ayudado a la aceleración y estabilización del crecimiento mundial seguirán estando presentes, si bien algunos podrían ir desvaneciéndose gradualmente en los próximos trimestres. El más inmediato será la normalización de la política monetaria por parte tanto de la Reserva Federal como del Banco Central Europeo, ya que supondrá una reducción paulatina de la liquidez global y un menor apoyo a los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Además, siguen existiendo múltiples riesgos de carácter político que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados.

Los riesgos a la baja sobre este escenario global que más pueden afectar a América Latina siguen siendo, por el lado de EE.UU., las incógnitas sobre la implementación de las medidas de política económica anunciadas, mientras que el largo periodo de expansión cíclica junto con unas políticas de demanda laxas siguen favoreciendo la acumulación de vulnerabilidades financieras que podrían desencadenar una recesión en el mediano plazo. Por el lado de China, la estrategia de las autoridades y la desaceleración más gradual del crecimiento han reducido los riesgos en el horizonte de previsión, pero siguen aumentando en el mediano plazo ya que el endeudamiento continúa creciendo, con indicadores del servicio de la deuda en niveles elevados, mientras que los ajustes de las empresas estatales se siguen postergando.

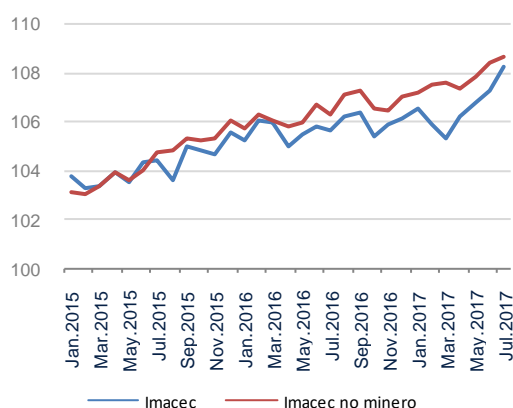
### 3. Chile: mejores expectativas de crecimiento

**Mantenemos las proyecciones de crecimiento para 2017-2018, pero el balance de riesgos está sesgado al alza**

Durante el primer semestre la actividad económica evolucionó, a nivel agregado, en línea con lo que anticipamos en nuestro anterior informe. Durante el primer semestre la economía creció 0,5% a/a, registrándose en 1T17 el peor desempeño de este prolongado ciclo de desaceleración. En 2T17, la economía comenzó un moderado proceso de recuperación que se ha prolongado hasta inicios de 3T17 y que va más allá de las favorables bases de comparación y del aumento de la producción minera (Gráfico 3.1).

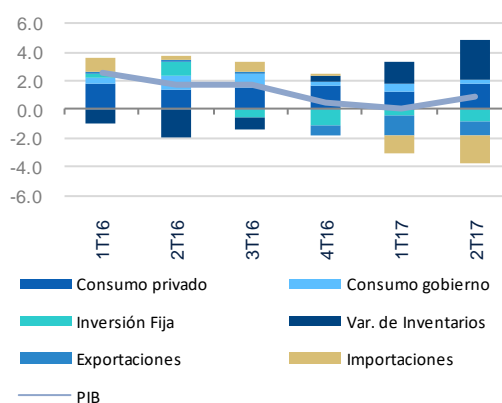
A nivel de componentes del gasto del PIB, en 2T17 la aceleración estuvo liderada por la demanda interna, siendo la acumulación de existencias y el consumo privado los componentes del gasto que lideraron esta expansión (Gráfico 3.2). Por el lado negativo, se observó una nueva caída de la inversión fija impulsada por el componente construcción y otras obras y una desaceleración del gasto público. Las exportaciones de bienes y servicios retrocedieron en 2T17, registrando caídas en sus tres principales componentes: minería, industria y sector agropecuario, silvícola y pesca. Tal como hemos señalado en ocasiones anteriores, el bajo nivel del tipo de cambio real ha generado una pérdida de competitividad en los sectores exportadores que han debido enfrentar alzas de costos y, solo con contadas excepciones, caídas en los precios internacionales en dólares.

**Gráfico 3.1** IMACEC total y no minero (índices desestacionalizados)



Fuente: BCCh, BBVA Research

**Gráfico 3.2** Incidencia en el crecimiento anual del PIB (puntos porcentuales)



Fuente: BCCh, BBVA Research

El IMACEC creció 2,8% a/a en julio, sorprendiendo positivamente las expectativas. El registro estuvo positivamente influenciado por la recuperación de la minería que creció 5,2% a/a, pero también se observó un mayor ritmo de

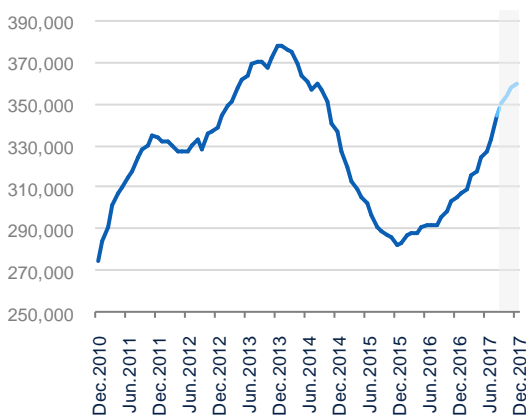


crecimiento en el resto de los sectores que se expandieron 2,6% a/a. En agosto, la actividad creció 2,4% a/a, ubicándose bajo lo esperado, pese al relevante incremento del PIB minero.

Las cifras conocidas a la fecha, permiten sostener nuestra proyección de crecimiento para el año en 1,3%. Mientras el consumo privado ha mostrado una fortaleza mayor a la prevista, liderada por el componente durable y con una fuerte influencia de automóviles nuevos (Gráfico 3.3), la inversión se sigue ajustando y registrará este año un cuarto retroceso consecutivo. Para 3T17 proyectamos que la economía crecerá en torno a 2%, mientras que en 4T17 anticipamos un repunte adicional del crecimiento.

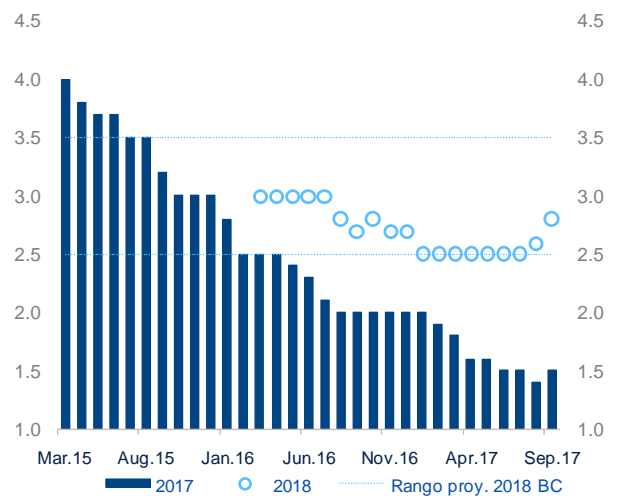
Para el próximo año, el mejor escenario para el precio del cobre, contribuirá a un mejor desempeño de la producción y de las exportaciones mineras. Además, un estímulo monetario más pronunciado, una inflación acotada y la recuperación de los indicadores de confianza, permitirán un aumento del consumo privado algo mayor a lo estimado en junio. Por el momento, mantenemos la proyección de crecimiento del PIB para el próximo año en 2,4%, pero reconocemos que en esta ocasión los riesgos están sesgados al alza.

**Gráfico 3.3** Ventas de automóviles nuevos (unidades acumuladas en 12 meses)



Fuente: BCCh, BBVA Research

**Gráfico 3.4** Expectativas de crecimiento del PIB (variación anual, porcentaje)



Fuente: BCCh, BBVA Research

En línea con las mejores noticias en materia de actividad y gasto de los últimos meses, las expectativas de crecimiento del consenso del mercado se han corregido al alza (Gráfico 3.4). De acuerdo con la encuesta de expectativas económicas del Banco Central, la proyección de crecimiento de este año se ubica en 1,5%, mientras que la proyección para 2018 se elevó hasta 2,8% (2,5% hace tres meses), aproximándose al punto medio del rango estimado por el Banco Central (2,5% a 3,5%)

## 4. Empinamiento de la curva se concreta, pero falta la depreciación real de la moneda

### Se concreta el empinamiento de la curva de rendimiento local como lo anticipamos

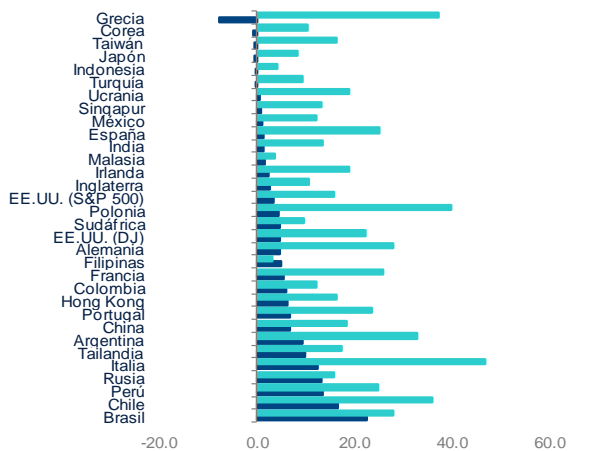
La incertidumbre sobre la evolución de la economía china sigue vigente, aunque la recuperación del precio del cobre posterior a la elección presidencial en EE.UU. ha mejorado los términos de intercambio. Como contrapartida, el peso chileno ha mantenido una fortaleza que consideramos dificulta un proceso 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 ha continuado ganando terreno destacando entre diversas plazas bursátiles (Gráfico 4.1). En términos de desalineamiento, vemos que el IPSA permanece en la parte alta de lo consistente con sus fundamentales (Gráfico 4.2).

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

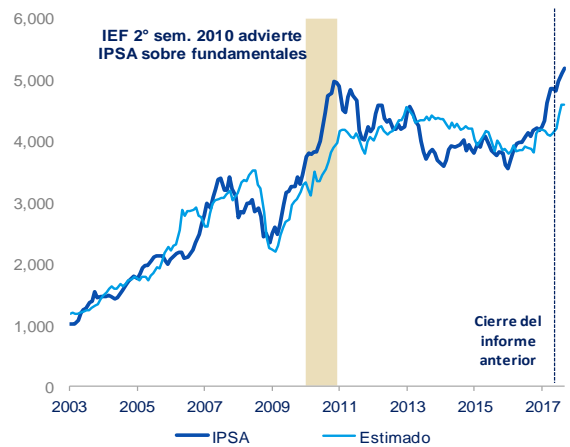
A pesar de noticias que reafirman la fortaleza de la economía americana y respecto a un relevante estímulo fiscal y reforma tributaria en EE.UU., el peso se mantiene transando en niveles bajos (Gráfico 4.3). La falta de suficiente depreciación del peso, a pesar de cifras económicas débiles y recortes en la TPM, se explica por un renovado apetito de inversionistas extranjeros por activos locales que se ha manifestado en cerca de US\$6.000 millones en operaciones de arbitraje o *carrytrade*, las que se han revertido solo parcialmente al cierre de este informe (Gráfico 4.4).

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



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

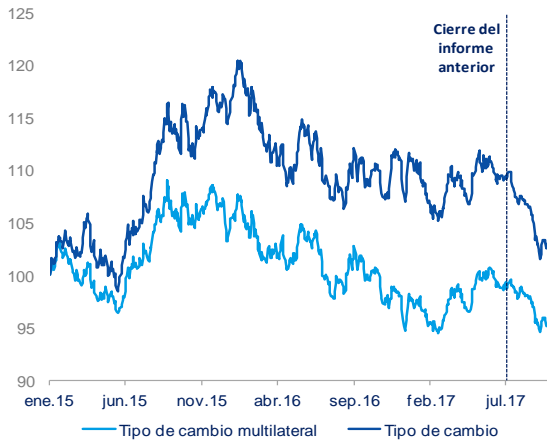
**Gráfico 4.2** Modelo de fundamentales del IPSA\* (índice)



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

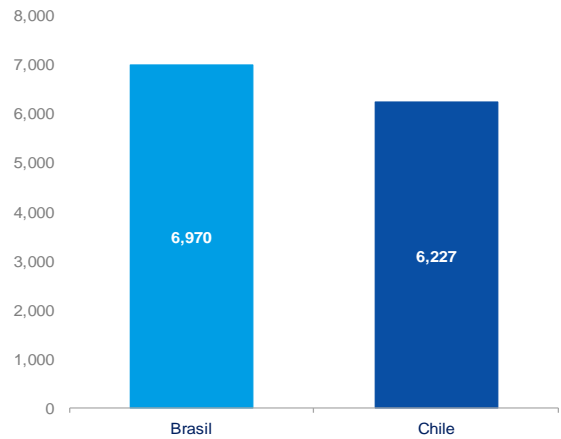


**Gráfico 4.3** Tipo de cambio multilateral y \$/USD (índices 2-ene-2015=100)



Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

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



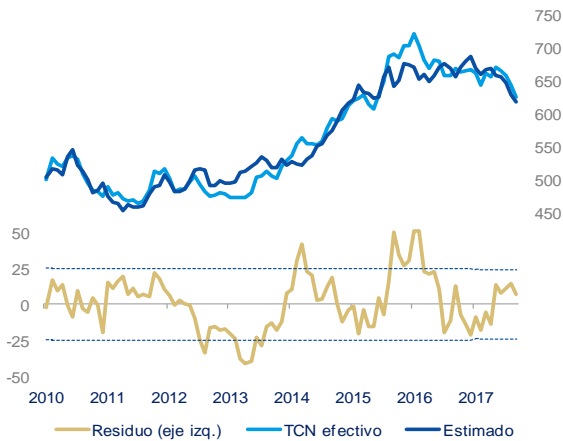
\* Contratos estandarizados para Brasil por un monto de USD 50.000. Incremento observado entre el 12-mayo-2017 y el 22-septiembre-2017. Fuente: Banco Central de Chile, BM&F Bovespa, BBVA Research

**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**

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, debería continuar entregando estímulo. Nuestro escenario base contempla una depreciación del peso en el horizonte de proyección de la mano de recortes en la tasa de política monetaria, fortaleza del dólar global y retrocesos adicionales en el precio del cobre.

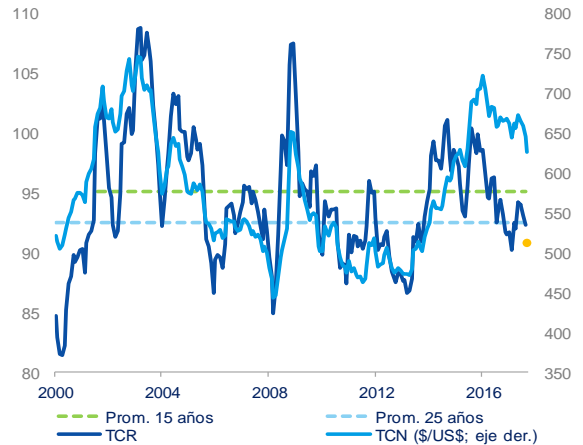
De nuestra evaluación de desalineamiento nominal, no observamos evidencia clara de que el peso se encuentre en niveles distintos a los que sugieren los términos de intercambio y otros factores de corto plazo (Gráfico 4.5). Sin embargo, el tipo de cambio real se ubica bajo sus promedios históricos lo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

**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, *DollarIndexy* 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 septiembre (90,5).  
Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

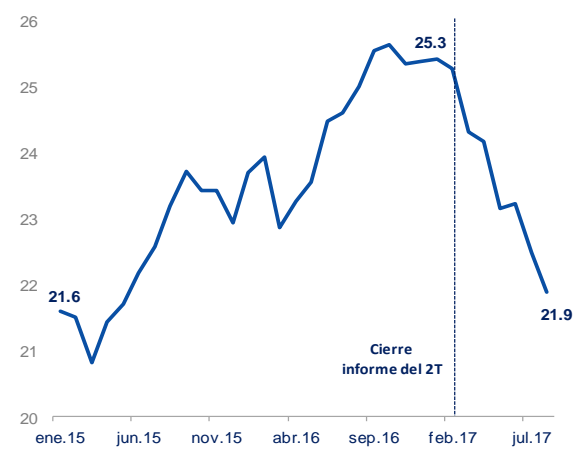
Las tasas de interés *benchmark* locales experimentaron una fuerte alza posterior a la elección presidencial en EE.UU., pero luego revirtieron para ubicarse en mínimos históricos a mediados de abril (Gráfico 4.7). De particular preocupación para las tasas de interés de largo plazo locales es una reversión en el comportamiento precautorio que tuvieron los cotizantes de las AFPs que estuvieron moviéndose a fondos menos riesgosos (Fondo E) parte importante del 2016, pero que ante rentabilidades mejores en lo más reciente, están moviéndose paulatinamente hacia fondos más riesgosos (Gráfico 4.8). Lo anterior ha contribuido al empinamiento de la curva de rendimiento local que anticipamos ocurriría.

**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. Materialización de riesgos de corto plazo retrasan convergencia de la inflación a la meta y debilitan anclaje de expectativas

### Revisamos a la baja proyección de inflación para el cierre del año

La inflación ha continuado su tendencia a la baja, ubicándose bajo el piso del rango de tolerancia del Banco Central (2% a/a), no sólo por la fortaleza del peso y la nula inflación de bienes, sino que también por las escasas presiones inflacionarias a nivel de servicios ante la persistente debilidad económica. En línea con esto, distintas medidas de tendencia inflacionaria, muestran la ausencia de presiones subyacentes. De mantenerse este escenario, con nuevas sorpresas a la baja y un tipo de cambio que se resiste a seguir el supuesto depreciativo, la inflación interanual se mantendría bajo 2% por un tiempo mayor al estimado. Ante esto, revisamos a la baja nuestra proyección de inflación para diciembre 2017 hasta un 2,2% a/a, con un balance de riesgos que continúa sesgado a la baja. Los riesgos desinflacionarios asociados con la reciente apreciación multilateral del peso y su traspaso al resto de la canasta, junto con una TPM que no incorpore un mayor estímulo, superan a los acotados riesgos inflacionarios provenientes de un mayor precio de los combustibles y un repunte mayor de la demanda interna. Para 2018 ajustamos levemente al alza nuestra proyección de inflación hasta 2,9% a/a, en línea con una mayor depreciación esperada del peso. Sin embargo, de no darse pronto la depreciación del peso y los necesarios recortes de la TPM, la inflación se mantendría hundida en el piso del rango de tolerancia del Banco Central y el anclaje inflacionario volvería a estar en duda.

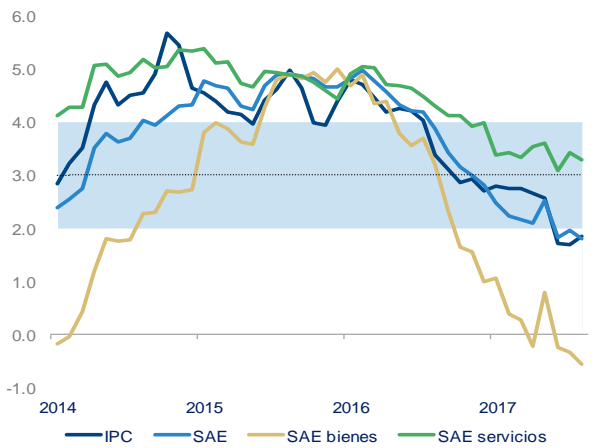
Riesgos desinflacionarios de corto plazo se estarían materializando, confirmando la necesidad de nuevos recortes de la tasa de política monetaria

La inflación subyacente, medida por el IPC sin alimentos y energía, se mantiene bajo 2% a/a (Gráfico 5.1). Por el lado de bienes, continúan los traspasos de la apreciación del peso, efecto que aún tiene bastante que entregar. A nivel de servicios, nuevamente observamos un registro mensual negativo, fenómeno bastante poco usual debido a la alta indexación de la economía. Las cifras de agosto mostraron una dinámica de precios que sigue apagada, con un bajo número de productos inyectando inflación durante el mes y medidas de tendencia inflacionaria que se mantienen planas. Si bien la inflación total fue positiva (0,2% m/m), se explicó en su totalidad por alimentos y energía, dejando nuevamente la inflación subyacente en terreno negativo (-0,1% m/m). Asimismo, el IPC de septiembre se encamina a tener una de las variaciones más bajas de las que se tiene registro histórico, lo que terminaría por concretar los riesgos delineados en el último escenario del Banco Central, dejando la inflación bajo 2% por un tiempo mayor al estimado (Gráfico 5.2).

Los componentes más volátiles del IPC, como alimentos y energía, han tenido una incidencia muy baja en la inflación interanual de los últimos meses. La baja inflación de alimentos ha estado vinculada con la estacionalidad anormal en el precio de las verduras, debido principalmente a una mayor oferta y a factores climáticos. Respecto de los precios de la energía, si bien se han mantenido acotados, destaca el ajuste al alza en las últimas semanas, en línea con los mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados debido al efecto de los huracanes en la Costa del Golfo

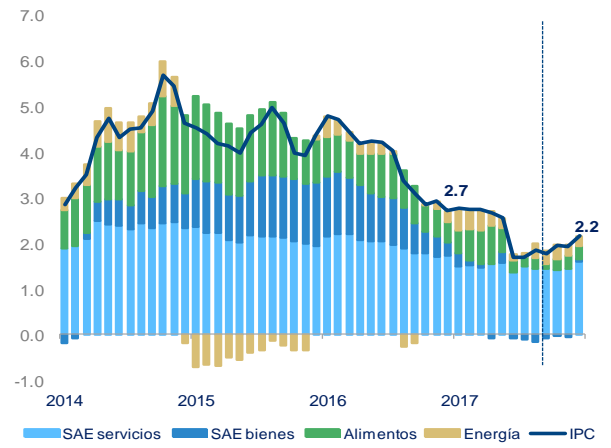
de EE.UU., lo que ha sido contrarrestado sólo en parte por la apreciación reciente del peso frente al dólar. Con todo, serían estos ítems los que inyectarían algo de inflación en lo que resta del año y durante el próximo, ya que de no mediar una depreciación relevante del peso y un repunte mayor en la actividad, la inflación subyacente se mantendría en torno a 2% a/a.

**Gráfico 5.1** Inflación anual (Porcentaje)



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

**Gráfico 5.2** Proyección de inflación anual (Porcentaje)



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

**Anclaje de expectativas sigue debilitándose ante reciente apreciación del peso y tardía reacción de la política monetaria.**

En nuestro escenario base proyectamos inflación al cierre de 2017 de 2,2% a/a y de 2,9% a/a a diciembre 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 de corto plazo, asociados principalmente al traspaso de la reciente apreciación cambiaria y sus efectos de segunda vuelta, sesgan a la baja el escenario delineado por el Banco Central y continúan debilitando 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 (2,7% a/a), completando diez meses bajo 3% y alcanzando un mínimo desde que se reporta esta encuesta. Esto vuelve a levantar dudas sobre el nivel hasta el cual la autoridad monetaria considera que las expectativas se mantienen ancladas a la meta. Considerando estos riesgos, y luego de confirmar con el IPC de septiembre la ausencia de presiones inflacionarias, vemos altamente probable y necesario que el Banco Central se abra a la posibilidad de nuevos recortes de la TPM. De no darse una pronta depreciación del peso, junto con nuevos ajustes de la TPM, la inflación se mantendría hundida en el piso del rango de tolerancia del Banco Central por un tiempo mayor al estimado, lo que confirmaría las dudas del mercado respecto a la capacidad del Banco Central para devolver la inflación a la meta.

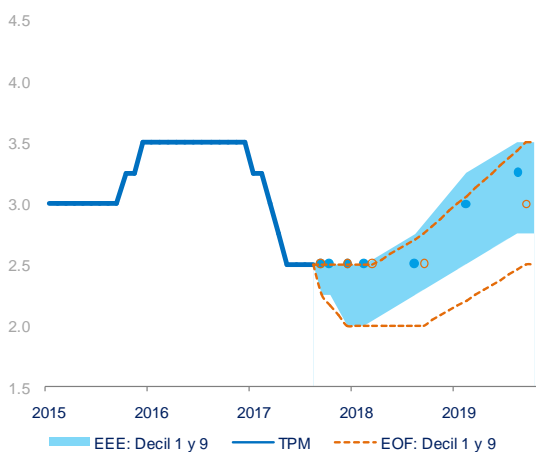
## 6. Mayor estímulo monetario condicional a inflación de corto plazo

### Reiteramos necesidad de nuevos recortes de la TPM, debido al drástico cambio del escenario inflacionario

En las últimas cuatro reuniones el Consejo del Banco Central ha decidido mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 2,5%, con el voto en contra de un Consejero que fue partidario de bajar la tasa hasta 2,25% en las reuniones de julio y agosto. Hasta la reunión de agosto, el sesgo de la decisión fue claramente neutral, señalando que cambios futuros de la TPM dependerían de las implicancias de las condiciones macroeconómicas sobre las perspectivas inflacionarias. Tras la publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, el sesgo de la decisión se modificó, señalando que la TPM se mantendría en torno a su nivel actual y que comenzaría a subir una vez que la economía empiece a cerrar la brecha de actividad. Tras este cambio en la comunicación de la política monetaria, el mercado prácticamente descartó escenarios de nuevos recortes de la tasa de instancia, algo que en BBVA Research no compartimos.

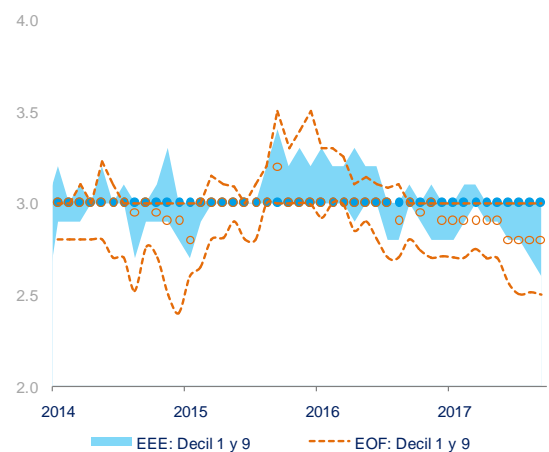
Al cierre de este informe, las encuestas que realiza el Banco Central consideran en su mediana que la tasa se mantiene en 2,5% por un período prolongado y se ubica en 3% dentro de 17 meses o 24 meses, según se considere la EEE o la EOF<sup>1</sup>. Sin embargo, aún no se descarta del todo un estímulo mayor, de acuerdo con el decil 1 de las respuestas de ambas encuestas (Gráfico 6.1)

**Gráfico 6.1** Expectativas para la TPM en encuestas (%)



Fuente: Banco Central, BBVA Research

**Gráfico 6.2** Expectativas de inflación a 2 años (%)



Fuente: Banco Central, BBVA Research

1: EEE: Encuesta de Expectativas Económicas. EOF: Encuesta de Operadores Financieros.

Nuestro escenario contempla dos recortes adicionales de 25 puntos base en los próximos meses, cuyo timing preciso dependerá de las cifras de inflación de corto plazo. En efecto, si se materializa el escenario de riesgo de corto plazo para la inflación delineado en el IPoM de septiembre, el Banco Central tendría un argumento ineludible para volver a recortar la tasa. Consideramos que esto ya comenzó a pasar con el registro de inflación de agosto, el cual se ubicó bajo lo esperado, especialmente en su componente subyacente.

El escenario para la inflación ha cambiado drásticamente en los últimos meses y, por el contrario, la mejora en las perspectivas de crecimiento ha sido menor como para considerar que el estímulo monetario calibrado en junio sigue siendo el mismo que se necesita hoy. En efecto, si a mediados de año el Banco Central proyectaba que la inflación se ubicaría en 2,9% en diciembre, hoy estima 2,4% y nuestra proyección y la del mercado es que será aún menor. En parte este cambio en el escenario inflacionario ha respondido a la fuerte apreciación del peso, pero también a la persistente presencia de holguras de capacidad, las cuales solo comenzarían a cerrarse gradualmente en los próximos trimestres. De este modo, la convergencia de la inflación a la meta será muy lenta de no mediar una acción más decidida de parte de la autoridad monetaria. De hecho, las expectativas de inflación a dos años plazos continúan débilmente ancladas a la meta (o desancladas en el caso de la EOF), con toda la distribución de respuestas ubicadas bajo el 3% (Gráfico 6.2).

Por su parte, como se señaló en el Capítulo 3, las expectativas de crecimiento para este año prácticamente no han cambiado y las del próximo años se han corregido al alza, pero solo levemente. El propio rango de crecimiento del Banco Central para 2018 se mantuvo entre junio y septiembre. En este contexto, estimamos que la TPM tendría espacios para reducirse hasta 2% y solo a partir de la segunda parte de 2018 comenzar un gradual proceso de normalización que la ubicaría en 2,75% en diciembre.



## 7. Presupuesto 2018 pierde la oportunidad de cerrar más rápido el déficit

### Mayores ingresos reducen proyección de déficit efectivo 2017 a 2,6% del PIB, donde el principal aumento proviene de las partidas 'no cobre'

Los traspasos de Codelco y la tributación de grandes mineras privadas siguen teniendo una participación importante en el total de ingresos fiscales. Por lo mismo, el reciente aumento en el precio del cobre ha tenido un impacto positivo en las cuentas del gobierno, aunque atenuado por la caída simultánea en el tipo de cambio. Con todo, estimamos que el efecto este año será de mayores ingresos por US\$ 200 millones respecto a lo que estimamos en nuestro informe Situación anterior. Esto obedece a que los mayores precios del metal se dan en la parte final del año, y son los traspasos de Codelco los que responden con mayor rapidez a este cambio. La tributación de la minera privada en lo que resta de año se remitirá a PPMs<sup>2</sup> (que se encuentran con tasas bajas en comparación a años anteriores) y al impuesto adicional, que depende del monto de remesas que se realicen al exterior, lo cual es difícil de predecir.

Por otra parte, este año se han recibido ingresos extraordinarios respecto de la Ley de Presupuestos, como las mayores donaciones por los incendios en el sur, la mayor recaudación del FUT histórico a tasa rebajada y recursos que iban a ser destinados para la capitalización de Codelco pero se integraron a los ingresos fiscales para ser destinados a gastos por ley reservada. Además, la ejecución a septiembre muestra un mayor nivel de otros ingresos, distintos a los tributarios o a los relacionados al cobre, y también un mayor ritmo en recaudación impositiva. En particular, este último punto nos hace aumentar nuestra proyección de ingresos fiscales no mineros en casi US\$ 550 millones respecto a nuestro informe Situación anterior.

Dados estos resultados, corregimos nuestra estimación de déficit fiscal efectivo de 2,8% a 2,6% del PIB (ligreamente por debajo del 2,7% estimado recientemente por el gobierno). El resultado estructural, con los nuevos parámetros referenciales entregados por los Comités de Expertos, sería un déficit de 1,5% del PIB, y el crecimiento del gasto alcanzaría 4,6%, de alcanzarse una ejecución del 100%, que a la fecha se observa como alcanzable aunque con riesgos importantes en el componente de inversión. Este aumento refleja los mayores gastos que ha ido incorporando el gobierno durante el año por distintos motivos (gráfico 7.1). Estos resultados disminuyen la necesidad de seguir emitiendo deuda pública este año. Al respecto, estimamos que las emisiones restantes, no serán realizadas, y la deuda bruta cerrará el año en 24,2% del PIB.

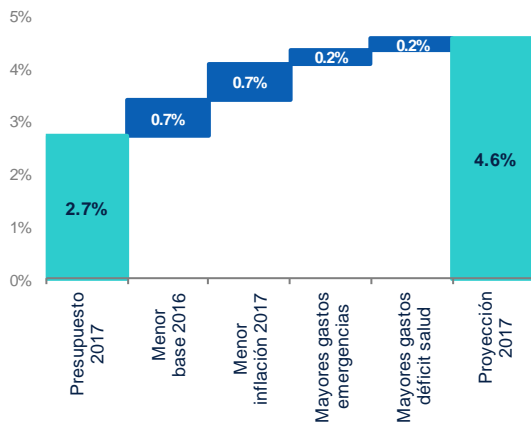
---

2: Pagos provisionales mensuales.

## Presupuesto 2018: crecimiento de 3,9% del gasto se enmarca en el funcionamiento de la regla

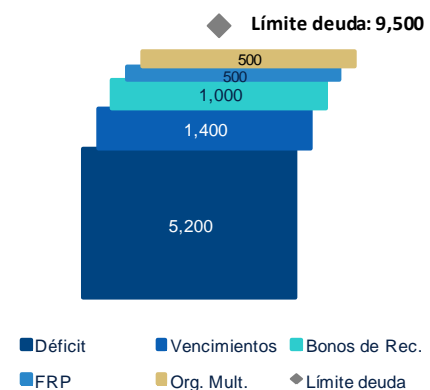
Aunque entre el mercado hubo sorpresas, el crecimiento de 3,9% del gasto en 2018, guarismo contenido en el proyecto de Ley de Presupuestos, es perfectamente compatible con los espacios que da la regla fiscal. El gasto es el resultado de la diferencia entre los ingresos estructurales y la meta de déficit. Respecto de los ingresos estructurales, estos son, a su vez, un resultado de aplicar la metodología de ajustes por el ciclo económico a la estimación de ingresos efectivos, donde los parámetros de largo plazo son generados con insumos de expertos independientes. Ya con esto, una de las dos variables clave para definir el gasto tiene un componente exógeno bastante grande, lo que hace destacar positivamente a la regla chilena incluso en el concierto internacional. Lo más discrecional, la meta de déficit estructural, tampoco es completamente libre, ya que el gobierno se comprometió a tener una meta de reducir el déficit estructural a un ritmo de aproximadamente 0,25% del PIB. Ninguno de los pasos que la regla determina se obvió en el cálculo del 3,9%, por lo tanto, no evaluamos como excesivo dicho número.

**Gráfico 7.1** Descomposición cambio de proyección gasto 2017 (puntos porcentuales)



Fuente: Dipres, BBVA Research

**Gráfico 7.2** Descomposición deuda y eventuales usos (millones de dólares)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Con todo, esta era una oportunidad inmejorable de sobre-cumplir la meta de convergencia. El flujo incremental de ingresos estructurales del presente año tiene una magnitud que no se presentará en el mediano plazo, principalmente gracias a la aplicación de las últimas medidas de la Reforma Tributaria. Después de 2018, solo quedará un aumento en la tasa de impuesto corporativa de 25,5% a 27% para las empresas que estén sujetas al sistema semi-integrado, lo que se verá reflejado en la Operación Renta de 2019. Dado este aumento en los ingresos fiscales, sumado a la preocupación por la acumulación de deuda soberana, el Presupuesto 2018 podría haber sorprendido con una meta que acelerara más rápido la convergencia a balance estructural. Sin embargo, eso no fue lo que se hizo.

Con todo, el crecimiento de 3,9% del gasto es una sorpresa para el mercado, dadas las señales de una cifra más cercana a 3,0% que surgieron del propio gobierno, de los parlamentarios y del Banco Central cuando fueron consultados sobre el tema. Dados los ingresos fiscales estimados para el próximo año, 0,9pp de mayor gasto público equivale a cerca de US\$ 600 millones de mayor necesidad de financiamiento el próximo año, que serán cubiertos con mayores emisiones de deuda pública. El crecimiento de 3,9% considera un aumento de 4,6% en el gasto corriente y 0,3% en el gasto de capital o inversión pública.

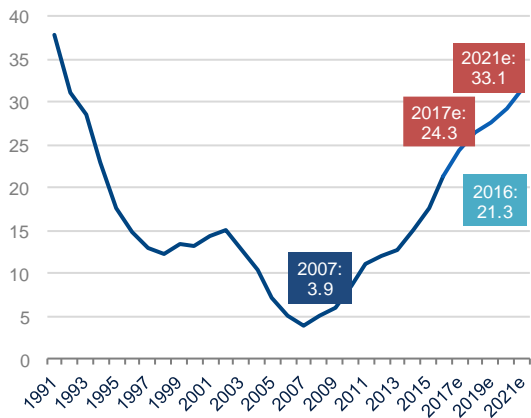
La Ley de Presupuestos contempla una solicitud de autorización de endeudamiento por hasta US\$ 9.500 millones, menor a los US\$ 11.500 millones de este año. Este monto permitiría financiar el déficit fiscal previsto para el próximo año (US\$ 5.200 millones), vencimientos por unos US\$ 1.400 millones, bonos de reconocimiento por US\$ 1.000 millones, el aporte legal al FRP por unos US\$ 520 millones y US\$ 500 millones para responder a obligaciones con Organismos multilaterales. En total, estas obligaciones totalizan US\$ 8.600 millones y el remanente sería para evitar volver al Congreso a solicitar mayor espacio de deuda ante la eventualidad de un mayor déficit fiscal (gráfico 7.2). Por ejemplo, si el precio del cobre en 2018 es US\$ 2,75 la libra (como proyecta el Banco Central) en lugar de US\$ 2,88 que proyecta Hacienda, el déficit fiscal se incrementaría en unos US\$ 650 millones. En nuestro escenario base, principalmente dado el menor precio del cobre, estimamos un déficit efectivo de 2,1% del PIB el próximo año.

## Holguras fiscales vuelven a ser positivas, pero deuda bruta seguirá creciendo

Las holguras fiscales se refieren a la diferencia entre el gasto comprometido por ley y el gasto que la regla permite a mediano plazo. Se habla de holguras porque históricamente la diferencia era positiva, es decir, el gasto permitido por la regla era mayor a lo comprometido por el gobierno. Sin embargo, los dos últimos años estas “holguras” se hicieron negativas. La estimación del gobierno para este Presupuesto ha vuelto mostrar holguras positiva en los tres años que siguen. Esto es consecuencia de mayores ingresos estructurales proyectados, menores gastos comprometidos y un déficit estructural mayor, que hace menos exigente el ejercicio de proyección. Así, de acuerdo con el Informe de Finanzas Públicas, si el próximo gobierno continúa con el objetivo de ir reduciendo el déficit estructural a razón de un cuarto de punto del PIB por año, tendrá holguras por 0,6% del PIB (US\$ 2.300 millones). Esta cifra contrasta drásticamente con la holgura negativa de 0,6% del PIB (-US\$ 1.800 millones) que se proyectaban hace un año. Esta diferencia no puede sino llamar la atención y lleva a ser cautelosos con la interpretación que se hace con los espacios de gasto que se están dejando para el 2018, dada la importante fluctuación que se genera en estas estimaciones de un año a otro.

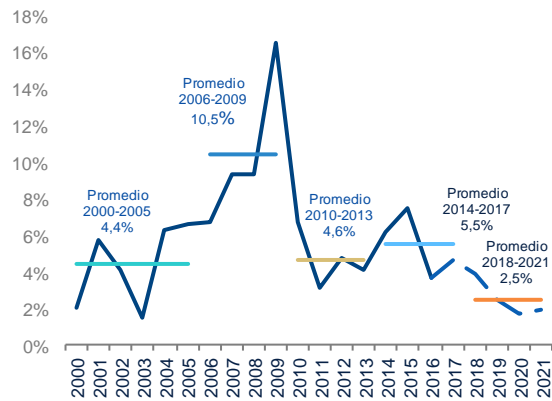
Con todo, estas holguras no implican un menor ritmo de crecimiento de la deuda, la cual estimamos alcanzará un monto sobre 33% del PIB en 2021 (gráfico 7.3). Esto obedece a que, mientras no se cierren las brechas de actividad y no se converja a un balance estructural, el saldo efectivo del gobierno seguirá siendo deficitario. Además, como hemos mencionado en ocasiones anteriores, el mayor flujo de ingresos fiscales que ocurrirá en 2018 no se repetirá en los próximos años, aún cuando en 2019 la reforma tributaria alcanza estado de régimen y entrega recursos adicionales, pero no en la misma cuantía que 2018. Esto reduce los espacios de gasto, los que vemos creciendo en promedio 2,5% durante 2018-2021 (gráfico 7.4).

**Gráfico 7.3** Crecimiento de la deuda bruta (% del PIB)



Fuente: Dipres, BBVA Research

**Gráfico 7.4** Crecimiento del gasto (var. %)



Fuente: Dipres, BBVA Research

## 8. Disminuyen riesgos locales económicos y políticos

### Balance de riesgos neutral

La política monetaria doméstica ha tomado un camino más claro hacia mantener el estímulo monetario, lo 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 se ha disipado parcialmente. Cabe mantener como riesgo la lenta y aún insuficiente depreciación real 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 dicha elección, se ha visto cierto aplacamiento en la incertidumbre política y una leve recuperación en las confianzas. Sin embargo, 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 el estímulo externo proveniente del mayor crecimiento de socios comerciales junto al menos heterogéneo crecimiento mundial generen menor tracción sobre la economía chilena, debido a la presencia de 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 concretado, materializando un riesgo que levantamos en informes previos. Sin embargo, los impactos han sido acotados en variables financieras dado que fueron ampliamente anticipados y la clasificación de riesgo soberana aún es muy buena al ser comparada con otras economías de la región.

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, sería positiva para la moneda toda vez que estimamos que existe un relevante espacio para depreciación del peso sin efectos significativos sobre la inflación, dadas las holguras de capacidad existentes y los bajos niveles de inflación.

## 9. Tablas

**Tabla 9.1** Previsiones Macroeconómicas

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>PIB (% a/a)</b>	4,0	1,9	2,3	1,6	1,3	2,4
<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	3,0	4,6	4,4	2,7	2,2	2,9
<b>Tipo de cambio (vs. USD, fdp)</b>	529	613	704	667	655	665
<b>Tasas de interés (% fdp)</b>	4,5	3,0	3,5	3,5	2,00	2,75
<b>Precio del cobre (US\$/lb)</b>	3,32	3,11	2,5	2,21	2,76	2,73
<b>Consumo Privado (% a/a)</b>	4,6	2,7	2,0	2,4	2,4	3,1
<b>Consumo Público (% a/a)</b>	2,8	4,4	4,5	5,1	3,7	3,2
<b>Inversión (% a/a)</b>	3,3	-4,8	-0,8	-0,8	-0,7	2,9
<b>Resultado Fiscal (% PIB)</b>	-0,6	-1,6	-2,1	-2,7	-2,6	-2,1
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-4,2	-1,7	-2,0	-1,4	-0,7	-1,8

Fuente: Banco Central, BBVA Research



**Tabla 9.2** Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

	<b>PIB (% a/a)</b>	<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	<b>Tipo de cambio (vs. USD, fdp)</b>	<b>Tasa de Interés (%, fdp)</b>
<b>T1 14</b>	2,9	3,5	563,8	4,0
<b>T2 14</b>	1,8	4,3	553,1	4,0
<b>T3 14</b>	1,3	4,9	593,5	3,25
<b>T4 14</b>	1,7	4,6	612,9	3,0
<b>T1 15</b>	2,6	4,2	628,5	3,0
<b>T2 15</b>	2,1	4,4	630	3,0
<b>T3 15</b>	2,4	4,6	691,7	3,0
<b>T4 15</b>	1,9	4,4	704,2	3,5
<b>T1 16</b>	2,5	4,5	682,1	3,5
<b>T2 16</b>	1,7	4,1	681,1	3,5
<b>T3 16</b>	1,8	3,1	668,6	3,5
<b>T4 16</b>	0,5	2,7	667,2	3,5
<b>T1 17</b>	0,1	2,7	661,2	3,0
<b>T2 17</b>	0,9	1,7	665,2	2,50
<b>T3 17</b>	2,0	1,5	628,0	2,5
<b>T4 17</b>	2,3	2,2	655,0	2,0
<b>T1 18</b>	3,0	2,1	661,0	2,0
<b>T2 18</b>	2,7	2,7	672,6	2,0
<b>T3 18</b>	1,0	3,1	670,9	2,25
<b>T4 18</b>	2,8	2,9	664,6	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