



BBVA | Research

Situación Chile

1° TRIMESTRE DE 2018 | UNIDAD DE CHILE

Santiago, 18 de enero de 2018



Índice

1. Editorial	3
2. El crecimiento global se reafirma	4
3. Chile: mejores previsiones de crecimiento	6
4. El ajuste del peso vuelve a retrasarse	9
5. Debilidad inflacionaria se mantendrá en 2018	12
6. Mantención prolongada de la TPM	14
7. Política fiscal: recortes de gasto serán claves	16
8. Disminuyen riesgos locales económicos y políticos	19
9. Tablas	20

Fecha de cierre: 12 de enero de 2018

1. Editorial

El crecimiento de la economía mundial se ha consolidado a finales de 2017, reflejando mejores resultados en todas las grandes áreas y perspectivas de mantener el buen tono en los próximos trimestres. Nuestras previsiones apuntan a que el crecimiento global se acelerará ligeramente en el bienio 2018-19 hasta 3,8%.

Se ha consolidado la trayectoria alcista del precio del cobre y, localmente, ha continuado la recuperación de los indicadores de confianza, lo que sumado a la positiva lectura que hicieron los mercados financieros de las elecciones presidenciales, nos lleva a revisar al alza las proyecciones de crecimiento de la economía chilena en 2018 y 2019 a 2,7% y 2,9%, respectivamente (desde 2,4% y 2,7% hace tres meses).

El apetito por activos locales ha regresado tímidamente posterior a la elección presidencial de diciembre pasado y la bolsa local se ubica en la parte alta de lo consistente con sus fundamentales. En la misma línea, el peso se ha fortalecido, ubicándose en términos reales bajo sus promedios de largo plazo. Nuestro escenario base contempla un alza del tipo de cambio durante este año.

Condicional a esta depreciación del peso, proyectamos que la inflación se ubicará en 2,7% a/a al cierre del año, algo por debajo de lo proyectado por el Banco Central (2,9%), pero por sobre lo implícito en los precios de activos financieros (2,4%). Con todo, estimamos que la inflación seguirá baja, ratificando la ausencia de *trade-off* de política monetaria, con una recuperación gradual de la actividad e inflación que se mantiene de forma sostenida bajo la meta.

Visto hoy, dado el muy bajo nivel que ha alcanzado la inflación, es claro que en los últimos 12 a 24 meses los riesgos inflacionarios se sobreestimaron y había espacios para un mayor estímulo monetario. Mirando hacia delante y considerando los rezagos con los que opera la política monetaria, parece tarde para actuar. En consecuencia, nuestro escenario considera que la TPM se mantiene este año en 2,5% y comienza a subir en el transcurso de 2019.

En materia fiscal, proyectamos para este año un crecimiento del gasto de 4,4%, lo que no implica cambios respecto al monto total contenido en la Ley de Presupuestos, sino que refleja el cambio en la proyección de inflación. Con estas cifras, el déficit fiscal alcanzará 2,0% del PIB, y la deuda bruta 26,5% del PIB.

Mantenemos como riesgo local la ausencia de depreciación real del peso, que estimamos indispensable para apoyar la recuperación de la inversión y competitividad de los sectores exportadores. El cuarto trimestre reafirmó la recuperación pero esta es heterogénea sectorialmente y aún con acotado dinamismo de la inversión privada. En este contexto, el principal riesgo es que el estímulo externo proveniente del mayor crecimiento de los socios comerciales genere menor tracción sobre la economía chilena por factores más estructurales.

Por otra parte, un riesgo positivo que ha emergido recientemente corresponde a la posibilidad de observar una recuperación económica más acelerada que lo previsto en este informe, lo que ocurriría, por ejemplo, en caso que se concrete una recuperación de la inversión mayor y más intensa de lo proyectado.

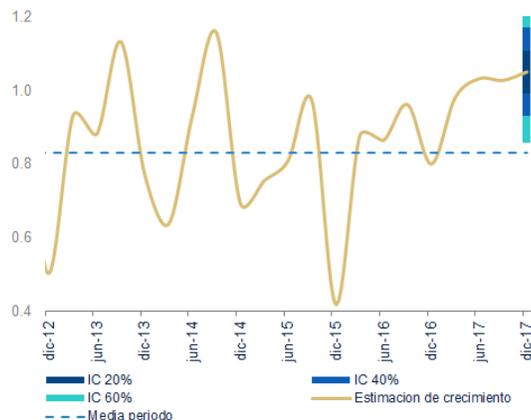
2. El crecimiento global se reafirma

El crecimiento de la economía mundial se ha consolidado a finales de 2017 en torno al 1% trimestral, reflejando mejores resultados en todas las grandes áreas y perspectivas de mantener el buen tono en los próximos trimestres (Gráfico 2.1). El apoyo de la política económica, sobre todo en las economías desarrolladas, ha tenido finalmente un impacto claro en la economía real: la recuperación de la inversión que ha ganado tracción, apoyada por el aumento de la demanda y el comercio global que, a su vez, sigue impulsando la recuperación del sector industrial. Por su parte, el consumo privado sigue mostrando un buen comportamiento en las economías avanzadas y ha ido ganando impulso en las economías emergentes. Además, las perspectivas y la confianza en muchas de estas últimas se han visto favorecidas por el aumento del precio de las materias primas, así como por la relativa calma en los mercados financieros. En estos últimos, en ausencia de choques globales negativos, los fundamentos han seguido apoyando la toma de riesgo por parte de los inversionistas (Gráfico 2.2) que continúan propiciando la entrada de capitales a las economías emergentes, aunque con alguna moderación gradual en los últimos meses. Así, el crecimiento mundial podría haberse acelerado en cuatro décimas, hasta el entorno del 3,7% en 2017, es decir dos décimas más de lo previsto hace tres meses.

Durante los últimos tres meses han aumentado las razones para mantener cierto optimismo en todas las grandes áreas. En EE.UU. la recuperación se ha ido afianzando a lo largo del año, con tasas de crecimiento algo por encima de lo esperado, y mejoras en el mercado de trabajo. La reforma fiscal ha sido finalmente aprobada, lo que podría alargar la recuperación cíclica aunque no vaya a tener efectos muy significativos a largo plazo. Asimismo, los recientes nombramientos en la Fed apuntan a una política monetaria continuista, lo que se debería reflejar en una normalización muy gradual de la misma. En China, las medidas aprobadas por las autoridades han conseguido estabilizar la economía a la vez que se han puesto en marcha algunas reformas estructurales y se ha aprobado una estrategia económica más centrada en controlar los desequilibrios y menos en cumplir los objetivos de crecimiento. Finalmente, en la eurozona se ha registrado un crecimiento de la actividad mayor de lo esperado en 2017, apoyado en la mejora del entorno global y en una demanda interna más robusta, que se está beneficiando de la menor incertidumbre política.

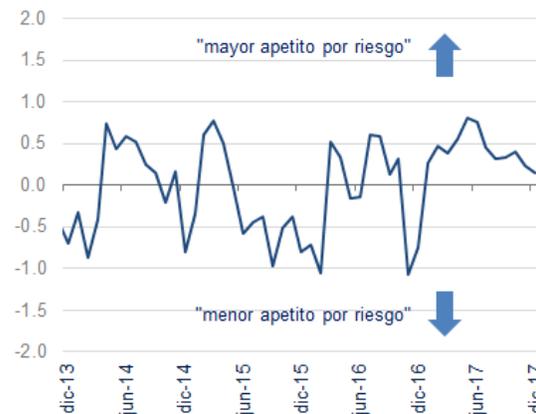
Este entorno de mayor crecimiento y aumento de la demanda ha venido acompañado hasta ahora por una inflación moderada, a pesar de las medidas expansivas de los principales bancos centrales y de la gradual reducción de la capacidad ociosa en las economías desarrolladas. En todo caso, el mayor crecimiento y el aumento del precio del petróleo deberían presionar al alza la inflación en el corto plazo, facilitando el avance en la normalización de la actuación de los bancos centrales en las economías desarrolladas, mientras que muchas de las economías emergentes tienen aún margen de maniobra para seguir utilizando la política monetaria para apoyar el crecimiento.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2: Indicador de apetito por riesgo (factor global usando flujos EPFR)



Fuente: BBVA Research a partir de EPFR

Nuestras previsiones apuntan a que el crecimiento global se acelerará ligeramente en el bienio 2018-19 (alrededor de una décima) hasta el 3,8%, lo que supone una revisión al alza de unas tres décimas respecto al escenario presentado hace tres meses. Este cambio responde al mayor crecimiento previsto ahora tanto para EE.UU. como China y la Eurozona en 2018, debido fundamentalmente a la mejor evolución de la actividad en los últimos trimestres, pero también a las medidas económicas en marcha en las dos primeras áreas. En particular, anticipamos que EE.UU. crecería 2,6% en 2018 (cuatro décimas más que hace tres meses) y 2,5% en 2019, impulsado por los efectos de la reforma fiscal y los mejores fundamentos externos y domésticos. Para China, prevemos una desaceleración más moderada (gracias al mejor entorno internacional y a la estrategia de política económica tras el XIX Congreso del Partido Comunista), con un crecimiento de 6,3% en 2018 y 6% en 2019, frente al 6,7% de 2017. Por su parte, en la zona del euro revisamos al alza el crecimiento en cuatro décimas en 2018, hasta 2,2%, que sería seguido por 1,8% en 2019, apoyado en la fortaleza de la demanda interna y el aporte positivo de las exportaciones netas. Por último, en las economías de América Latina ahora esperamos una recuperación algo más fuerte este año, por la revisión al alza de la demanda global y el aumento del precio de las materias primas. A pesar de la estabilidad del crecimiento mundial previsto, seguimos viendo cierta moderación del crecimiento en las economías desarrolladas para 2019, mientras que en la mayoría de las economías emergentes se seguirá consolidando la recuperación.

Los riesgos a este panorama mundial relativamente benigno siguen existiendo, aunque son menores que hace tres meses. Sobre todo destacan los riesgos de carácter político y geopolítico, que pueden influir en la confianza económica y en el comportamiento de los mercados financieros.

3. Chile: mejores previsiones de crecimiento

Incorporamos al escenario base los riesgos alcistas identificados en el informe anterior y prevemos un mayor crecimiento en 2018-2019

En nuestro informe del trimestre anterior proyectamos que la economía crecería 1,3% en 2017 y 2,4% en 2018, aunque señalamos que los riesgos estaban sesgados al alza, principalmente por la mejora que empezaba a mostrar el precio del cobre, cuya persistencia era incierta. Las cifras de actividad de los últimos meses de 2017 fueron algo mejores de lo previsto en ese entonces, de manera que estamos revisando la estimación de crecimiento para el año pasado hasta 1,5%. Se ha consolidado la trayectoria alcista del precio del cobre, así como también la recuperación de los indicadores de confianza, lo que sumado a la positiva lectura que hicieron los mercados financieros de las elecciones presidenciales, nos lleva a revisar al alza las proyecciones de crecimiento para 2018 y 2019 a 2,7% y 2,9%, respectivamente (desde 2,4% y 2,7% hace tres meses).

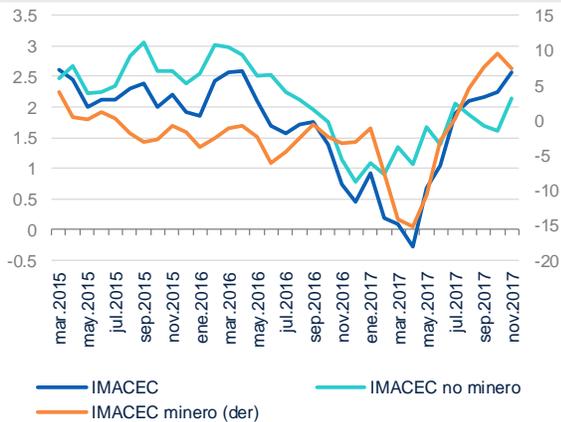
Pese a esta corrección, seguimos siendo cautos respecto del ritmo de recuperación de la economía y no compartimos, por el momento, las visiones más optimistas de crecimiento económico que comienzan a circular en el mercado. Si bien se observa un importante dinamismo en el consumo de bienes durables y una leve recuperación de actividades vinculadas a la minería, no se observa todavía una recuperación de la inversión, mientras que los sectores transables, vuelven a sufrir los efectos de un tipo de cambio más bajo.

Más allá de la volatilidad mes a mes que registra el IMACEC, vemos claramente que la economía dejó atrás lo peor de este ciclo, aunque el mayor crecimiento observado en la segunda parte del año es compatible con sectores no mineros que crecen a tasas del orden de 2% -por debajo de lo que crecía hasta inicios de 2016- y un sector minero que crece entre 7,5% y 10% a/a (Gráfico 3.1). Destacamos que dado el paro de Escondida de inicios de 2017, esta tendencia se acentuará en febrero y marzo, meses para los cuales anticipamos tasas de crecimiento del PIB minero que podrían superar 20% interanual, con incidencias en el IMACEC total entre 2 y 3 puntos porcentuales.

Inversión y exportaciones las grandes ausentes de los últimos años

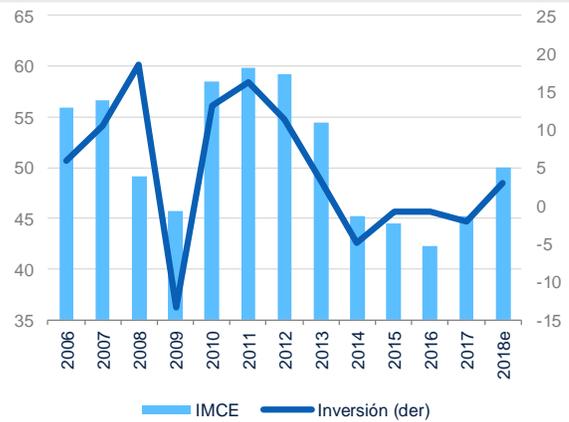
El efecto de los cambios en materia tributaria, laboral y la incertidumbre respecto de posibles cambios en una serie de otros temas relevantes como el sistema educativo, las pensiones y en algún momento los cambios a la Constitución, generaron un ambiente de persistente incertidumbre, que se sumó al ajuste del precio del cobre y generó un freno sobre la inversión (Gráfico 3.2). Por otro lado, pese a la significativa mejoría del escenario internacional, las exportaciones no han contribuido al crecimiento, algo que atribuimos fundamentalmente a la pérdida de competitividad de los sectores exportadores no mineros. Esta menor competitividad es el resultado del bajo nivel del tipo de cambio, en un contexto de fuertes aumentos de costos internos (Gráfico 3.3).

Gráfico 3.1 IMACEC total, minero y no minero (var a/a, promedio móvil trimestral, %)



Fuente: BCCh, BBVA Research

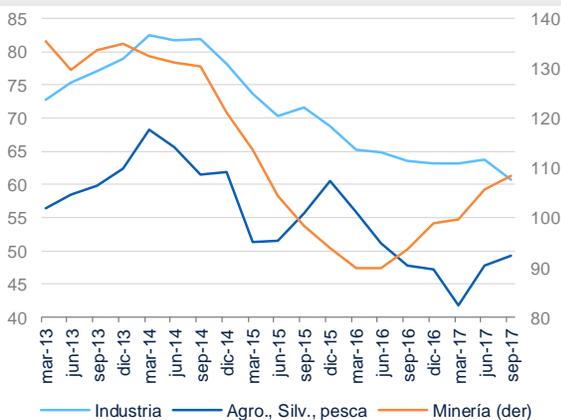
Gráfico 3.2 Crecimiento de la inversión y expectativas empresariales (var a/a, % e índice promedio anual)



Fuente: BCCh, BBVA Research

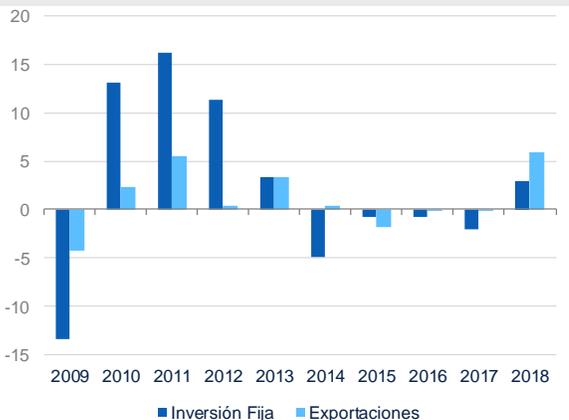
La debilidad de la actividad no minera al cierre del año contrasta con la significativa mejoría de las expectativas de los agentes internos y externos, reflejada también en el incremento del precio de los activos locales y en las estimaciones de crecimiento para los próximos años. Aunque es difícil separar y cuantificar los efectos, en este mejor sentimiento económico está incidiendo tanto el relevante y sostenido incremento del precio del cobre, como el cambio en el escenario político.

Gráfico 3.3 Índice de competitividad de las exportaciones (ICSE-BBVA)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 3.4 Crecimiento efectivo y proyectado de la inversión y las exportaciones



Fuente: BCCh, BBVA Research

Para el próximo año, el mayor precio del cobre contribuirá a un mejor desempeño de la producción y de las exportaciones mineras. Además, anticipamos que los indicadores de confianza continuarán mejorando, a lo que se sumará una recuperación de la creación de empleos asalariados. De esta forma, proyectamos para 2018-2019 una recuperación sostenida del consumo privado, pero por sobre todo de la inversión y de las exportaciones. En el caso de la inversión, nuestra proyección es compatible con un indicador de confianza empresarial que se mantiene

fluctuando levemente sobre niveles neutrales durante 2018. Ciertamente, en caso que el optimismo sea mayor, como por ejemplo, durante 2010-2012, veríamos incrementos mayores de la inversión este año, aunque no de la magnitud vista en esos años, debido a la ausencia de grandes proyectos de inversión en carpeta. En el caso de las exportaciones, las perspectivas de crecimiento mundial continúan siendo favorables, pero sabemos que aquello no es suficiente para dar un impulso a estos sectores más allá de la minería, sino que es fundamental que ese mayor impulso externo esté acompañado de un tipo de cambio real competitivo (Gráficos 3.2 y 3.4).

4. El ajuste del peso vuelve a retrasarse

Se concreta el empinamiento de la curva de rendimiento local como 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 mantuvo una fortaleza que ha sido otro de los factores que ha impedido un proceso más rápido de ajuste toda vez que desincentiva inversiones en sectores transables en un ambiente de baja productividad.

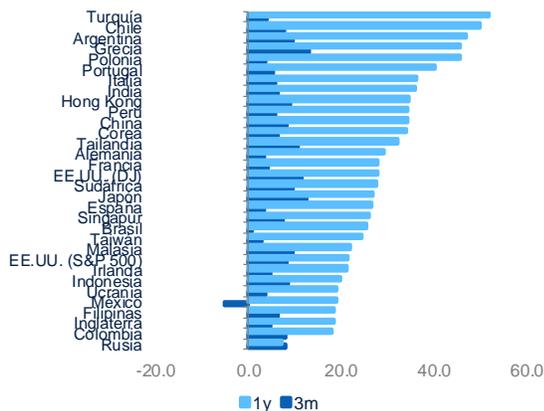
Anticipando una recuperación económica y/o incorporando un escenario más benigno para el ambiente de negocios ante el cambio de gobierno, la bolsa local se vio afectada por una significativa volatilidad perdiendo gran parte de lo ganado durante el año posterior a la primera vuelta presidencial, situación que se revirtió completamente posterior a ser electo Sebastián Piñera. Con una mirada más larga, la bolsa local destaca durante el último año entre varias plazas mundiales (Gráfico 4.1). En términos de desalineamiento, el IPSA se ubica en la parte alta de lo consistente con sus determinantes, aunque estos han mejorado significativamente en lo reciente (Gráfico 4.2).

TCR se ubica bajo sus promedios históricos, lo que complejiza la recuperación de sectores transables no mineros

El apetito por activos locales ha dejado de retroceder posterior a la elección presidencial de diciembre pasado (Gráfico 4.4).

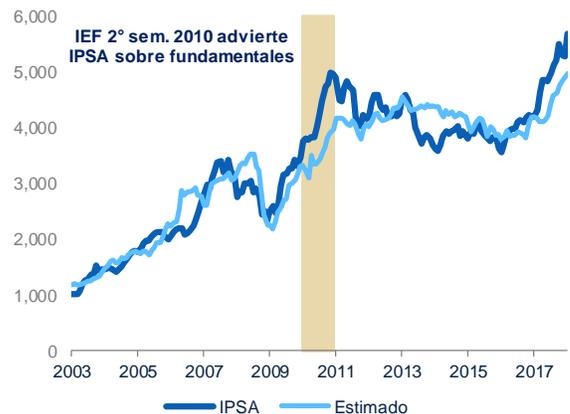
Con la fortaleza de la economía americana y noticias respecto a un relevante estímulo fiscal en EE.UU., el peso se ubicó cerca de \$660 previo a la segunda vuelta presidencial, evidenciando también una relevante depreciación multilateral (Gráfico 4.3). Posteriormente, el peso ha vuelto a niveles apreciados.

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)



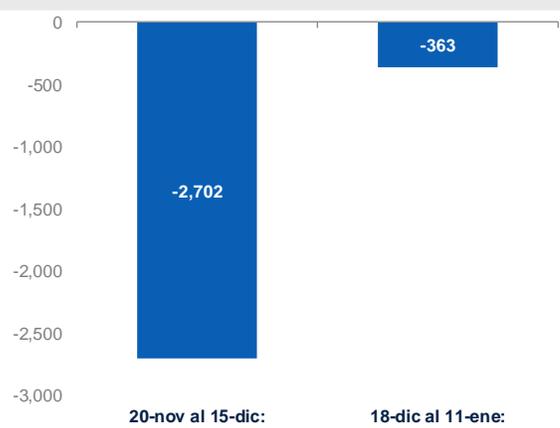
* Modelo de fundamentales que incluye como determinantes: Imacec, precio del cobre y tasa de interés real de largo plazo.
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

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



Fuente: Banco Central, BBVA Research

Gráfico 4.4 Cambio en posiciones cambiarias offshore (millones de US\$)*



* Valor negativo indica desarme de posición offshore (proxy de carry trade) y valor positivo indica arme de carry trade.
Fuente: Banco Central, 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

contempla una depreciación del peso en el horizonte de proyección.

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 (Gráfico 4.6). Nuestro escenario base

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, BBVA Research

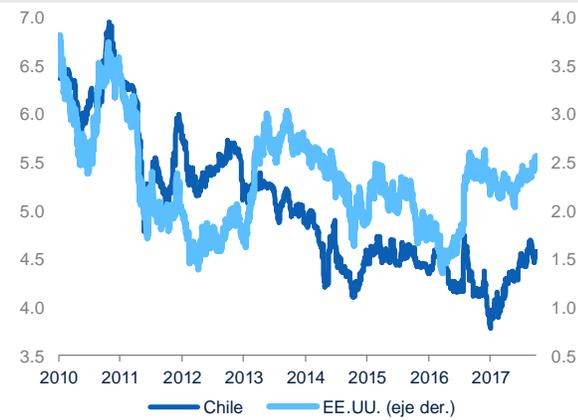
Gráfico 4.6 Tipo de cambio real (promedio 1986=100, \$/US\$)*



* Punto muestra estimación del TCR spot al 28 de diciembre (87,9).
Fuente: Banco Central, BBVA Research

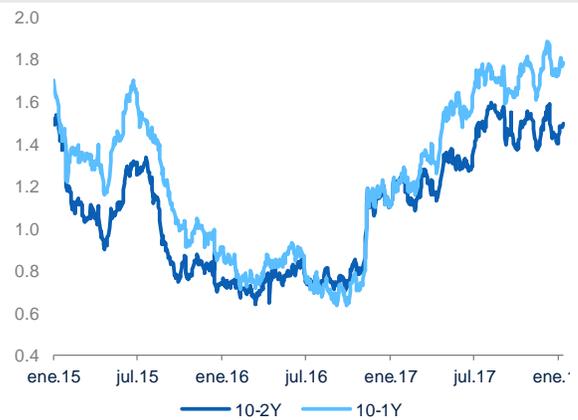
Las tasas de interés bechmark han continuado aumentando de la mano de un aumento en las tasas de interés externas y de una visión neutral para la TPM local (Gráfico 4.7). La pendiente de la curva de rendimiento ha comenzado a aumentar consistente con la recuperación económica que anticipan las encuestas y también nuestro escenario base (Gráfico 4.8).

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



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 4.8 Pendiente de la curva de rendimiento local (puntos porcentuales)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

5. Debilidad inflacionaria se mantendrá en 2018

Revisamos a la baja proyección de inflación para diciembre 2018 hasta 2,7% a/a

Luego de sucesivas sorpresas inflacionarias a la baja y alta volatilidad, la inflación cerró el año 2017 en 2,3% a/a, ubicándose gran parte del año bajo el piso del rango de tolerancia del Banco Central. Si bien la fortaleza del peso y la menor inflación de alimentos contribuyeron en esta dinámica, observamos una debilidad inflacionaria generalizada, con medidas de tendencia inflacionaria que se mantienen planas y la inflación de servicios ubicándose marcadamente bajo sus promedios históricos, en línea con las persistentes brechas de capacidad (Gráfico 5.1).

Para 2018, proyectamos que la inflación cerraría el año en 2,7% a/a, manteniéndose todo el año bajo 3%, en especial durante el primer semestre, donde incluso fluctuaría bajo 2% a/a. Nuestro escenario base asume una trayectoria depreciativa del peso, que no está internalizada en los precios de mercado. Si esta depreciación no se materializa, la inflación anual se quedaría cerca del piso del rango de tolerancia durante todo el año, poniendo nuevamente en duda la convergencia inflacionaria y aumentando las presiones para que el Banco Central aumente el estímulo monetario. Si bien nuestro escenario asume una brecha de actividad más persistente que el mercado y que la propia autoridad monetaria, debido a la debilidad que aún se observa en la actividad no minera, creemos que el riesgo al alza de este supuesto para el año es acotado debido al rezago con que opera este canal. Por ahora, estimamos que el balance de riesgos para la inflación se encuentra equilibrado. Sin embargo, consideramos que la volatilidad del IPC representará sin duda una nueva complejidad para la política monetaria durante el año, dificultando no sólo la formación de expectativas de mercado, sino también el diagnóstico de la autoridad.

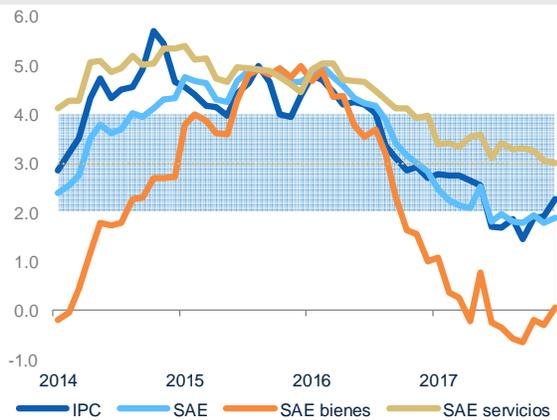
Inflación subyacente seguiría bajo 2% gran parte de 2018, retrasando nuevamente la convergencia inflacionaria

La inflación subyacente, medida por el IPC sin alimentos y energía, se mantendría bajo 2% a/a durante gran parte del año, lo que por ahora no está considerado en el escenario base del Banco Central. Por el lado de bienes, a pesar de la trayectoria depreciativa que suponemos para el peso, alcanzando valores de \$655 hacia fines de año, volveríamos a observar incidencias negativas de este ítem sobre la inflación total. A nivel de servicios, esperamos cierto repunte inflacionario en línea con las mejores expectativas para la actividad respecto a lo observado el año previo. Sin embargo, la aún débil recuperación de los sectores no mineros, junto a la fragilidad de algunos sectores vinculados a la inversión, nos llevan a proyectar un lento cierre de brechas de capacidad y a ser cautos respecto a las genuinas presiones inflacionarias que este ítem pueda generar durante el año (Gráfico 5.2). Por último, advertimos un preocupante aumento de volatilidad en la inflación subyacente, lo que sería un fenómeno bastante generalizado dentro de la canasta, que va más allá de la evolución del tipo de cambio y su efecto en productos como “paquete turístico”, y que abre espacio para mejoras metodológicas y de transparencia de las cifras.

Respecto de los componentes más volátiles del IPC, como alimentos y energía, esperamos que incidan positivamente durante el año, en línea con la mayor inflación de alimentos y el aumento reciente en los precios de los combustibles. En especial, los precios de frutas y verduras, retomarían un comportamiento estacional más acorde

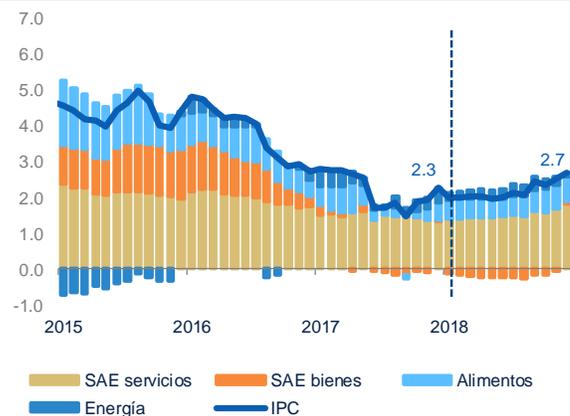
con su estacionalidad histórica, en la medida que los factores climáticos que afectaron la producción durante el año pasado se normalicen. Respecto de los combustibles, si bien inyectarían más inflación durante el año, en línea con los mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados, esta tendería a ceder en los próximos meses en la medida que los precios del crudo se estabilizan, en especial en la segunda mitad del año.

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 débil ante reciente apreciación del peso y lento cierre de brechas

Nuestro escenario base de proyección, con inflación de cierre de año de 2,7% a/a, se encuentra algo por debajo de lo proyectado por el Banco Central (2,9%), pero por sobre lo implícito en los precios de activos financieros (2,4%), los cuales no consideran una depreciación del peso en los próximos meses. Con todo, estimamos que la inflación seguirá baja, ratificando la ausencia de *trade-off* de política monetaria, con una lenta recuperación de la actividad e inflación acotada. En este sentido, los riesgos desinflacionarios asociados a la apreciación cambiaria reciente y a sus efectos de segunda vuelta resultan relevantes, toda vez que llevarían al Banco Central a ajustar nuevamente a la baja sus proyecciones de inflación y seguirían debilitando el ya frágil anclaje de expectativas. Creemos que este escenario de riesgo, con un nuevo retraso en la convergencia a la meta, no sería sostenible sin un mayor estímulo monetario. Recordemos que las expectativas son uno de los principales canales de transmisión de la política monetaria, junto con la brecha de actividad y el tipo de cambio. Por lo tanto, un debilitamiento de las expectativas, no sólo en el nivel de convergencia sino también en el timing o trayectoria de la inflación, tiene efectos directos sobre la efectividad de la política monetaria y en última instancia sobre la inflación de mediano plazo.

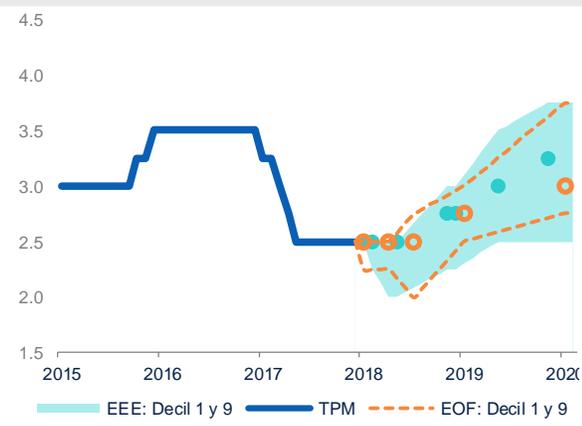
6. Mantenimiento prolongado de la TPM

Ante la falta de consenso por expandir el estímulo monetario, TPM se mantendría en 2,5% durante todo el año

Entre junio y diciembre del año pasado el Banco Central mantuvo lo TPM en 2,5%. Hacia delante, el escenario central para la política monetaria considera que la tasa de interés se mantendría en su nivel actual hasta que la economía comience a cerrar sus brechas de capacidad, lo que se pronostica ocurriría a partir del segundo semestre de 2018. Adicionalmente, se identificó como un riesgo que la inflación se mantenga baja, retrasando su convergencia a la meta, en cuyo caso podría ser necesario un mayor estímulo monetario. De esta forma, pese a la mantención de la tasa, el Consejo ha mantenido abierta la puerta a nuevos recortes de la tasa de instancia.

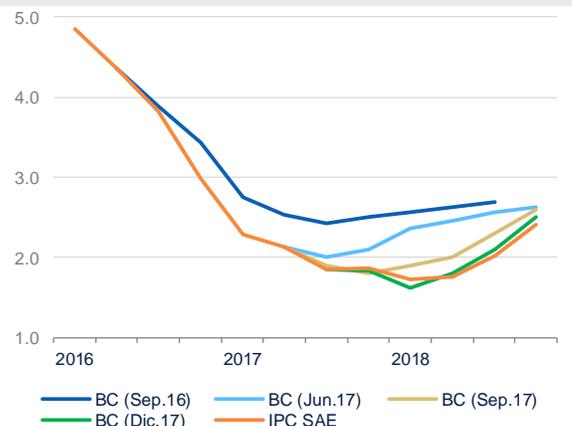
En línea con lo que ha comunicado el Instituto Emisor, los precios de los activos financieros se han movido a eliminar la probabilidad de nuevos recortes de la tasa y, al cierre de este informe, son compatibles con una mantención en 2,5% hasta 4T18, cuando sube a 2,75%. De la misma forma, la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) que hasta mediados de noviembre contemplaba en su mediana un recorte adicional, hoy no considera nuevos recortes y anticipa que en un año la tasa estará en 2,75%. En la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE), la mediana incorporó un recorte en agosto, pero luego se disipó esa opción y, en la última lectura, se espera una mantención de la TPM en su nivel actual y solo un alza de 25 puntos base en un año (Gráfico 6.1)

Gráfico 6.1 Expectativas para la TPM en encuestas (%)



Fuente: Banco Central, BBVA Research

Gráfico 6.2 Proyecciones de inflación IPC SAE (%)



Fuente: Banco Central, Bloomberg, BBVA Research

Nuestro escenario considera que la TPM se mantiene este año en 2,5% y contempla incrementos por 100 puntos base (hasta 3,5%) en el transcurso de 2019. Este cambio en la visión de tasas de interés, es el resultado de ver la nula respuesta que tuvo la autoridad monetaria el año pasado al significativo cambio en el escenario inflacionario. Si pese a cambiar su proyección de inflación de cierre 2017 desde 2,9% a 2,1%, el Banco Central no consideró necesario expandir el estímulo monetario, nos parece difícil ver en qué circunstancias podría considerarse esa

opción. Incluso estimamos que la inflación IPC SAE convergerá más lento que lo considerado en la proyección del IPoM de diciembre (Gráfico 6.2). Visto desde hoy, dado el muy bajo nivel que ha alcanzado la inflación, es claro que en los últimos 12 a 24 meses los riesgos inflacionarios se sobreestimaron y había espacios para un mayor estímulo monetario. Mirando hacia delante y considerando los rezagos con los que opera la política monetaria, parece tarde para actuar.

Caída del tipo de cambio: un nuevo desafío para la política monetaria

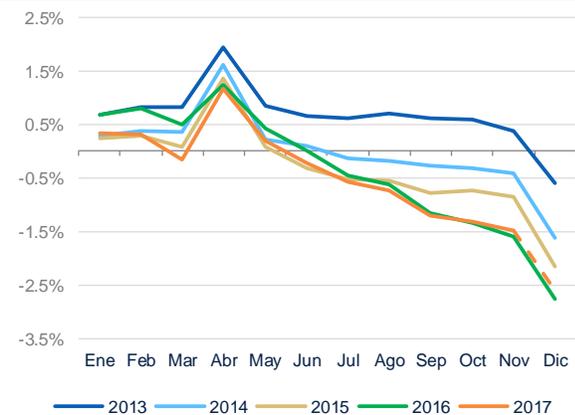
De todas formas, la fuerte caída del tipo de cambio post elecciones, que se acentuó con el brusco incremento del precio del cobre a fines del año pasado, pone un nuevo desafío a la política monetaria. En efecto, el IPoM de diciembre, partiendo de un tipo de cambio nominal de \$635 y real en torno a 92, suponía una leve depreciación del tipo de cambio real para la convergencia de la inflación a la meta. Ha ocurrido exactamente lo contrario. Es decir, el tipo de cambio se ha apreciado tanto en términos nominales, como reales. Si estos niveles se mantienen y con mayor razón si el peso continúa fortaleciéndose, estaremos en presencia de una nueva genuina sorpresa para el escenario de inflación del Banco Central. No estamos diciendo que la política monetaria deba responder a variaciones del tipo de cambio, pero sí debe hacerlo a cambios que pueden traducirse en efectos de segunda vuelta, impactar a las expectativas y retrasar la convergencia de la inflación a la meta, como podría ser en este caso.

7. Política fiscal: recortes de gasto serán claves

El año 2017 cerró el cuatrienio más deficitario desde el retorno a la democracia

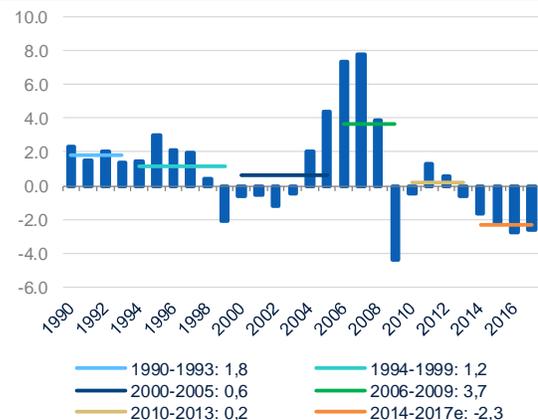
Solo resta conocer la cifra de ejecución del mes de diciembre para contar con el cierre del año recién pasado. Y aunque el último mes del año es relevante, las cifras a noviembre indican que el crecimiento del gasto será 4,7% y el déficit fiscal efectivo alcanzará 2,6% del PIB (gráfico 7.1). Esta cifra llega a confirmar que este ha sido el peor cuatrienio, y a la vez el peor promedio de un periodo presidencial, desde 1990 (gráfico 7.2), con una deuda bruta que cerraría el año con un stock de 24,3% del PIB, la cifra más alta desde 1993. Con todo, las cifras para 2017 son mejores a lo esperado a inicios de ese año, en particular gracias a sorpresas positivas por el lado de los ingresos. En el primer semestre los mayores ingresos por la recaudación del FUT histórico dieron soporte a los magros resultados de la Operación Renta, mientras que en la segunda mitad del año fue el aumento del precio del cobre lo que permitió que Codelco y la minería privada entregaran mayores aportes a los ingresos fiscales.

Gráfico 7.1 Déficit acumulado (% del PIB)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 7.2 Balances efectivos y promedios por periodo presidencial (% del PIB)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Menor déficit en 2018, condicionado a resultados de la Operación Renta

El cambio en la coalición de gobierno traerá modificaciones en el manejo de la política fiscal, dados los planes de cambios tributarios y recorte de gasto que están en el programa de gobierno. Con todo, el grueso de los cambios que la futura administración intentará llevar a cabo comenzarían a concretarse con posterioridad al presente año, de manera que no proyectamos variaciones significativas en la proyección del saldo fiscal 2018 por el cambio de gobierno.

Proyectamos un crecimiento del gasto de 4,4%, lo que no implica cambios respecto al monto total contenido en la Ley de Presupuestos, pero considera la menor inflación prevista para este año. Con estas cifras, el déficit fiscal alcanzará 2,0% del PIB, y la deuda bruta 26,5% del PIB.

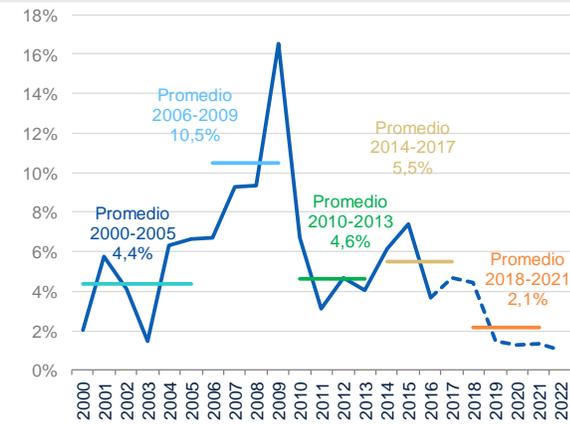
Los riesgos en el cumplimiento de esta proyección radican principalmente por el lado de los ingresos. En lo que respecta al gasto, existe una probabilidad de sub-ejecución, sobre todo al observar el comportamiento de la nueva coalición gobernante cuando estuvo en el gobierno hace cuatro años atrás. Pero en lo relativo a la recaudación tributaria, en la Operación Renta de este año las empresas pagarán impuestos en base al sistema semi-integrado, lo cual, sumado al nuevo aumento en la tasa de Primera Categoría a 25,5%, debería entregar mayores ingresos al Fisco. El riesgo radica en el monto de retiros o dividendos que se hayan realizado el año comercial anterior, dado que el sistema semi-integrado en sí mismo entrega mayores ingresos toda vez que el ritmo de distribución de utilidades a los dueños o socios no sea significativamente menor al que se hubiese dado de mantener un sistema integrado. Por otra parte, la probabilidad de contar con un precio del cobre más elevado podría tener un efecto positivo en los traspasos de Codelco y la recaudación tributaria de la minería privada.

Frente a una reforma tributaria que baja la carga impositiva, la reducción y contención de gastos resultará clave para mantener la disciplina fiscal

La nueva administración promete hacer cambios importantes en el sistema tributario y recortar gastos, pero a la vez, se compromete a converger a balance estructural en un periodo de 6 a 8 años. Aunque estos elementos alteran la proyección de mediano plazo de la situación fiscal, esta sigue siendo estrecha.

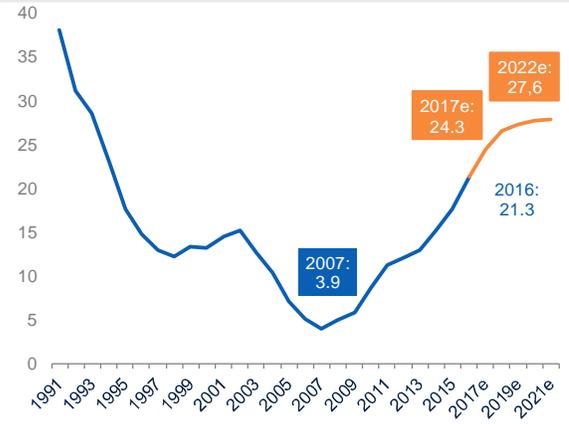
De acuerdo con nuestras estimaciones, con los parámetros estructurales calculados por los más recientes Comités de expertos, el déficit estructural será 1,3% del PIB en 2018. A un ritmo de reducción de un cuarto del PIB por año, se retornaría a balance estructural en 2023. Pero para lograr este objetivo, el crecimiento del gasto debe reducirse drásticamente durante el próximo año (gráfico 7.3) aunque existe la posibilidad que se generen mayores espacios para el gasto si los parámetros estructurales (PIB tendencial y precio de referencia del cobre) se corrigen al alza. La voluntad de las autoridades entrantes de recortar y/o reasignar gastos por un total de US\$7.000 millones hace más probable observar acotadas tasas de crecimiento del gasto. Con todo, la dificultad para recortar o reasignar tal magnitud de gasto público es más que evidente, y será uno de los mayores desafíos del nuevo gobierno. En todo caso, si se logra mantener una senda acotada de expansión del gasto fiscal, la acumulación de deuda bruta podría estabilizarse a partir de 2020 en niveles en torno a 27,7% del PIB (gráfico 7.4).

Gráfico 7.3 Crecimiento del gasto público (var. %)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 7.4 Deuda bruta (% del PIB)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Un factor de riesgo clave hacia adelante serán los cambios tributarios que la nueva administración introduzca. De acuerdo al programa de gobierno, se espera gradualmente retornar al sistema completamente integrado y converger a una tasa de impuesto de primera categoría cercana al promedio de la OECD, es decir, de 27% a algo entre 24% y 25%. La pérdida en recaudación que ambas medidas generarían (cerca de 1% del PIB) se vería compensada, según plantea el programa, por el efecto en mayor crecimiento que tendría este reordenamiento tributario.

El riesgo de esta nueva reforma tributaria es tanto político como económico. Por una parte, la nueva administración no posee mayorías ni en el Congreso ni en el Senado, y ambas medidas son percibidas por las coaliciones opositoras como un retroceso en la búsqueda de reducir la desigualdad. Por lo tanto, la discusión en ambas Cámaras no será fácil, y el proyecto original puede sufrir alteraciones importantes. Por otra parte, aunque las cifras de crecimiento deberían mostrar un mayor impulso hacia adelante, de la experiencia internacional surgen dudas si una reducción de impuestos es un shock lo suficientemente significativo en actividad como para compensar la pérdida de recaudación que se genera por la menor tasa. Con todo, la propuesta del nuevo gobierno no es solo bajar tasas, sino reordenar el sistema tributario, lo que sí podría generar un mayor crecimiento, toda vez que el actual sistema es evaluado como engorroso, y estaría frenando algunas iniciativas de inversión que podrían generar un alto impacto en el producto a futuro.

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 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 en gran medida. 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.

Previo a la segunda vuelta presidencial se observó un aumento en la incertidumbre y el Banco Central debió poner a disposición una línea swap en dólares ante el aumento de la tasa de interés local en dólares, concretándose en parte el riesgo que señalamos en nuestro informe previo. Posterior a la elección presidencial de diciembre pasado se ha visto un aplacamiento generalizado de la incertidumbre en el precio de activos financieros. En ese contexto, retiramos este riesgo levantado hace tres meses.

El cuarto trimestre reafirma la recuperación pero heterogénea sectorialmente y aún con 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 crecimiento mundial generen menor tracción sobre la economía chilena por factores más estructurales originados en un bajo crecimiento de la productividad y en un ambiente tributario y laboral más desafiante generado por las reformas implementadas estos años.

En el ámbito externo, el principal riesgo de mediano plazo para Chile sigue siendo el desempeño de la economía china y eventuales reversiones en las posiciones compradoras que han explicado parte del nivel alcanzado por el precio del cobre. 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.

El escenario internacional sigue presentando riesgos en ambos sentidos, los que se encuentran balanceados. Sigue siendo relevante el ritmo y la forma en que ocurra el proceso de retiro del estímulo monetario en las economías desarrolladas, en un contexto en que la discrepancia entre la trayectoria anunciada por la Fed y la visión del mercado se mantiene como una fuente de tensión significativa. Aquello puede empeorar las condiciones financieras de economías emergentes. También siguen latentes los riesgos asociados a las tensiones en la península de Corea, al igual que en Medio Oriente y con implicancias en el precio del petróleo.

Finalmente, 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. Se suman los riesgos asociados a temas políticos en Europa, la evolución de las discusiones en materia fiscal en EE.UU., las negociaciones del NAFTA y de las siguientes etapas del Brexit.

9. Tablas

Tabla9.1 Previsiones Macroeconómicas

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a)	4,0	1,9	2,3	1,6	1,5	2,7	2,9
Inflación (% a/a, fdp)	3,0	4,6	4,4	2,7	2,3	2,7	3,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	529	613	704	667	637,0	655,0	650,0
Tasas de interés (% fdp)	4,5	3,0	3,5	3,5	2,5	2,5	3,5
Precio del cobre (US\$/lb)	3,32	3,11	2,5	2,21	2,8	2,9	2,8
Consumo Privado (% a/a)	4,6	2,7	2,0	2,4	2,4	3,1	3,9
Consumo Público (% a/a)	2,8	4,4	4,5	5,1	3,5	3,2	1,9
Inversión (% a/a)	3,3	-4,8	-0,8	-0,8	-2,1	2,9	4,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-0,6	-1,6	-2,1	-2,7	-2,6	-2,0	-1,8
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,2	-1,7	-2,0	-1,4	-1,0	-1,5	-1,2

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	3,25
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	630,0	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	1,0	1,7	665,2	2,5
T3 17	2,2	1,5	625,5	2,5
T4 17	2,8	2,3	636,9	2,5
T1 18	3,1	1,9	624,0	2,5
T2 18	3,0	2,1	637,0	2,5
T3 18	1,5	2,5	644,0	2,5
T4 18	3,3	2,7	655,0	2,5
T1 19	2,7	2,9	656,9	2,75
T2 19	2,7	3,0	656,7	3,0
T3 19	3,5	3,0	654,4	3,25
T4 19	2,7	3,0	650,0	3,5

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 29391495

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

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.com www.bbvaresearch.com