

Situación Chile

1^{er} TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE CHILE



01
Materialización de riesgos externos e internos explican ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento 2016-17

02
Menores presiones cambiarias y de precios de alimentos permitirán convergencia de la inflación a la meta

03
Tasa de política monetaria tendría solo un alza más este año hasta 3,75%

04
Escenario fiscal con menos holguras de lo aparente tras cierre de año 2015 mejor a lo esperado

Índice

1 Editorial	3
2 Crecimiento global anémico y más vulnerable	5
3 Ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento 2016-17, y persisten los riesgos bajistas	7
4 Pese a menor precio del cobre, el déficit en cuenta corriente se mantiene acotado, tras ajuste de años previos	11
5 Presiones inflacionarias se moderarán en el transcurso del año	13
Recuadro 1. La esquiva predictibilidad de la inflación subyacente	16
6 Se agotan los espacios para continuar retirando el estímulo monetario	18
7 Política fiscal: todo queda supeditado a lo que ocurra con los parámetros de referencia	20
Recuadro 2. Los “otros ingresos” del fisco. ¿Qué son y cuánta importancia tienen?	23
8 Tipo de cambio seguirá depreciado y tasas de interés de largo plazo tendrán alzas acotadas en el escenario base	25
9 Escenario de riesgos externos se concreta parcialmente, mientras confianza doméstica sigue deprimida	28
10 Tablas	30

Fecha de cierre: 05 de febrero de 2016

1 Editorial

La intensificación de algunos de los focos de riesgo con impacto global durante el último trimestre de 2015 ha provocado una nueva revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento económico mundial para este año. La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China, con reformas en la economía y cambios en la definición de objetivos clave como el tipo de cambio, está viniendo acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos de los precios de las materias primas. Todo ello genera un panorama global mucho menos favorable para las economías exportadoras de materias primas, pero también para aquellas percibidas como más vulnerables financieramente.

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico mundial, en particular respecto de las economías emergentes explican, en buena parte, el comportamiento reciente de los mercados financieros. La economía mundial se enfrenta a un 2016 de crecimiento reducido y con un balance de riesgos sesgado a la baja y concentrado en el bloque emergente. La evolución de la economía china, tanto en lo que respecta al grado de desaceleración de la actividad como a la gestión que hagan las autoridades de los desequilibrios financieros existentes, seguirá condicionando la dinámica de los flujos financieros y del precio de las materias primas, más allá del petróleo. La posición de endeudamiento empresarial de aquellos países emergentes más vulnerables al contexto externo constituye un foco adicional de inestabilidad, en un entorno de menores beneficios y costos de financiamiento al alza (mayores primas de riesgo). Junto a lo anterior, las tensiones geopolíticas en algunas geografías y el riesgo de un escenario de bajo crecimiento y baja inflación en las principales economías desarrolladas completan el panorama esperado para la economía mundial en 2016.

En Chile, ajustamos a la baja la proyección de crecimiento para este año a 1,8%, pero seguimos viendo que el balance de riesgos para esta proyección está sesgado a la baja. Convergencia hacia tasas de crecimiento potencial que estimamos en torno a 3% se posterga ante persistente debilidad tanto de la inversión como del consumo privado y deterioro de las condiciones externas. Para el próximo año, proyectamos que la economía crecerá 2,5%. Un escenario de riesgo, en que la economía crece marcadamente menos este año tiene aún baja probabilidad de ocurrencia, pero no puede descartarse.

El déficit de cuenta corriente no constituye una amenaza para nuestra economía, diferenciándonos de otros países emergentes, en los que constituye un riesgo de primer orden en un contexto de mayor aversión al riesgo y aumento de los premios soberanos. El menor precio del petróleo y el ajuste ya realizado en la demanda interna nos permite, a pesar de la baja en el precio del cobre, sostener una visión favorable para la cuenta corriente en el horizonte de proyección. Sin embargo, lo anterior también nos alerta sobre los desafíos asociados a mejorar el crecimiento potencial, de la mano de mayor productividad, en un escenario de menor inversión en minería.

La inflación 2015 cerró el año con un aumento de 4,4% anual, moderándose durante el último trimestre del año. Las presiones inflacionarias reaparecerían durante la primera parte de 2016 aunque de manera transitoria. La desaceleración en la inflación de bienes -asociada a menores presiones cambiarias- y precios de alimentos llevarían la inflación de cierre de año a 3,7%, aunque en línea con las perspectivas para la actividad, los riesgos están sesgados hacia una disminución más rápida de las presiones inflacionarias. Para el próximo año, proyectamos que la inflación se mantendrá fluctuando en torno al 3%

El escenario base de este informe es compatible con un alza de la TPM a 3,75% que ocurriría en marzo o abril de este año. Como señalamos en la sección de riesgos, la materialización de escenarios negativos para la actividad podría llevar a que esta alza se postergue e incluso que no se concrete. Si la economía

crece bajo el piso del rango de proyección del Banco Central, se tendrá un argumento poderoso para moderar las alzas de tasas de interés anunciadas en diciembre de 2015, pero se requiere también que la depreciación cambiaria se atenúe y, más importante, que la inflación comience a ceder más rápido de lo previsto por el Instituto Emisor, para que efectivamente no sea necesario elevar la TPM hasta 4% -nivel que consideramos neutral- durante este año.

En el ámbito fiscal, estimamos que aún con el cambio en el escenario macroeconómico, el déficit efectivo 2016 no empeorará sustancialmente con respecto al Presupuesto. Sin embargo, el 2017 y los años venideros presentan riesgos de mayor estrechez cuya magnitud está sujeta a la incertidumbre del ajuste en los parámetros de referencia que se utilizan en el cálculo de los ingresos estructurales en la regla fiscal. Considerando un escenario factible para el ajuste de estos parámetros, no descartamos que el gobierno opte por hacer un recorte de gasto este año, como ha comenzado a anticipar el Ministro de Hacienda en sus últimas intervenciones públicas.

Proyectamos una moderada apreciación del peso en la segunda parte de este año y durante 2017, coherente con una lenta recuperación del precio del cobre y un leve debilitamiento multilateral esperado para el dólar. Las tasas de interés de largo plazo en pesos se han mantenido estables y las expectativas de tasa neutral implícitas en los precios de los activos han disminuido, lo que permite anticipar que las tasas de interés *benchmarks* se mantendrán bajas. Sin embargo, las primas por riesgo se han elevado y el escenario de un incremento de las tasas de referencia asociada a una descompresión de los premios por plazo sigue vigente.

En cuanto a los riesgos que enfrenta la economía, destacamos en el ámbito interno que ante la ausencia de señales que favorezcan las iniciativas de inversión y el continuo avance del proceso de reformas, la confianza de los agentes sigue deprimida impidiendo una recuperación tanto del consumo privado como de la inversión y poniendo en riesgo la creación de empleos en el futuro. A esto se suma el riesgo de una caída mayor en el precio del cobre, que afectaría no solo a la actividad minera, sino que también a la posición fiscal, las cuentas externas y la actividad de industrias que prestan servicios directos o indirectos a la minería. Una caída del precio del cobre mayor a la considerada en el escenario base de este informe resultaría en un menor crecimiento del PIB este año.

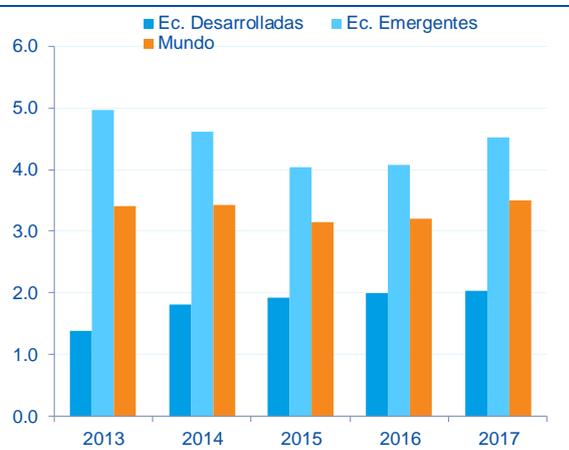
En el ámbito externo, los mercados emergentes, Chile incluido, están bajo fuerte presión tras el ajuste de los precios de *commodities* y el aumento de las primas por riesgo. No solo China, sino que también EE.UU. están dando señales de mayor debilidad, lo que puede resultar en un crecimiento global menor al contemplado en el escenario base, con implicancias negativas sobre el crecimiento esperado de la economía chilena. Por el momento consideramos que escenarios externos que lleven a la economía chilena a entrar en recesión este año tienen baja probabilidad de ocurrencia y se producirían sólo en caso de un ajuste abrupto de la economía china.

2 Crecimiento global anémico y más vulnerable

La intensificación de algunos de los focos de riesgo con impacto global durante el último trimestre de 2015 ha provocado una nueva revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento económico mundial para este año. La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China, con reformas en la economía y cambios en la definición de objetivos clave como el tipo de cambio, está viniendo acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos de los precios de las materias primas. Todo ello genera un panorama global mucho menos favorable para las economías exportadoras de materias primas, pero también para aquellas percibidas como más vulnerables financieramente.

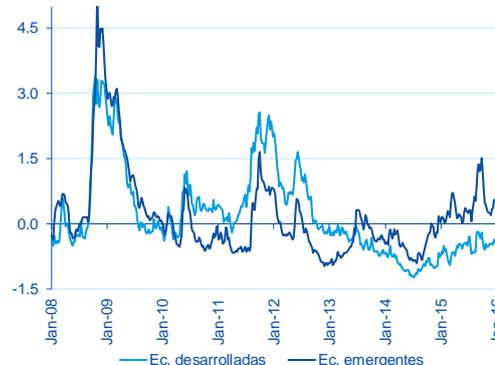
En efecto, los índices adelantados de confianza empresarial y el repunte de las tensiones financieras apuntan a un inicio de 2016 de crecimiento más moderado al previsto hace un trimestre. Así, el PIB mundial crecería apenas un 3,2% en 2016 (igual que 2015) y postergando la recuperación a 2017 cuando alcanzaría tasas cercanas al 3,5% (Gráfico 2.1). Este crecimiento reducido responde al deterioro de la demanda en las economías emergentes. La recuperación de las economías desarrolladas continúa siendo frágil y muy condicionada al impacto que, finalmente, tengan la desaceleración del comercio mundial y la inestabilidad financiera sobre la producción industrial, la inversión y el consumo. Con EE.UU. creciendo a tasas del 2,5% y la Eurozona haciéndolo por debajo del 2%, la tenue mejora de la actividad en el conjunto de economías desarrolladas no será suficiente para compensar la desaceleración de los países emergentes.

Gráfico 2.1
PIB mundial, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico mundial (incluyendo en particular a las economías emergentes) explican, en buena parte, el comportamiento reciente de los mercados financieros. Los indicadores de actividad siguen concentrando en la industria y el comercio de bienes el mayor grado de deterioro. La actividad en los servicios, que hasta el momento se había visto beneficiada por la recuperación del consumo privado en las principales economías desarrolladas, también está empezando a mostrar signos de menor dinamismo. Así, el índice BBVA de tensiones financieras para el grupo de países emergentes ha repuntado hasta las cotas observadas en julio y agosto de 2015 (primera oleada de la crisis bursátil china), equiparándose con los niveles de estrés de 2011 (Gráfico 2.2). La volatilidad permanece contenida en las economías desarrolladas, en un contexto en el que el capital trata de refugiarse en activos financieros con un menor perfil de riesgo como los bonos soberanos de países como Japón, EE.UU. o Alemania.

De este modo, la economía mundial se enfrenta a un 2016 de crecimiento reducido y con un balance de riesgos sesgado a la baja y concentrado en el bloque emergente. La evolución de la economía china, tanto en lo que respecta al grado de desaceleración de la actividad como a la gestión que hagan las autoridades de los desequilibrios financieros existentes, seguirá condicionando la dinámica de los flujos financieros y del precio de las materias primas (más allá del petróleo). La posición de endeudamiento empresarial de aquellos países emergentes más vulnerables al contexto externo constituye un foco adicional de inestabilidad, en un entorno de menores beneficios y costos de financiamiento al alza (mayores primas de riesgo). Junto a lo anterior, las tensiones geopolíticas en algunas geografías y el riesgo de un escenario de bajo crecimiento y baja inflación en las principales economías desarrolladas completan el panorama esperado para la economía mundial en 2016.

EE.UU.: crecimiento moderado y dependiente del consumo.

Durante el último semestre de 2015, la economía estadounidense ha estabilizado su crecimiento en tasas del orden del 2,5% anual. Por el momento, nuestro escenario base mantiene un crecimiento estimado del 2,5% para este año y el próximo, pero la desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre, junto con las señales adelantadas que ofrecen los indicadores de confianza empresarial, eleva la probabilidad de que el crecimiento en 2016 pudiera ser menor. Por su parte, la Fed sigue reiterando que la senda de subidas de tasas de interés será gradual y condicionada al seguimiento continuo de la dinámica de gasto doméstico e inflación. Sin presiones alcistas sobre la inflación y ante la caída de precios del petróleo esperamos como máximo dos aumentos de tasas de interés en 2016.

China: el reto de eliminar la inestabilidad financiera

Las dudas sobre la capacidad de China para gestionar con éxito la transición hacia un patrón de crecimiento económico más moderado y equilibrado han vuelto a acrecentarse en el último trimestre de 2015 tras un nuevo episodio de inestabilidad financiera que tuvo su origen, como el pasado mes de agosto, en los mercados bursátil y de divisas.

Aun cuando el mantenimiento de la estabilidad financiera sea clave para evitar que se repitan episodios de aversión al riesgo como el reciente, la dinámica de crecimiento que muestre China a corto y medio plazo sigue siendo determinante para el ciclo económico mundial. Por ahora continúa la senda de moderación gradual del crecimiento y recomposición del mismo iniciada en 2011. Nuestro escenario base mantiene el crecimiento del PIB para 2016 en el 6,2% y en el 5,8% para 2017. No son descartables medidas adicionales de estímulo monetario durante 2016 en forma de rebaja de tasas de interés de referencia aunque éstas estarán condicionadas al impacto que puedan tener sobre los flujos de capital. Con todo, hay una probabilidad relevante de que este escenario derive en uno de mayor riesgo dadas las dudas sobre el ritmo del rebalanceo de la economía y el margen de maniobra de las autoridades para gestionarlo sin sobresaltos.

Eurozona: sin cambios en el crecimiento esperado

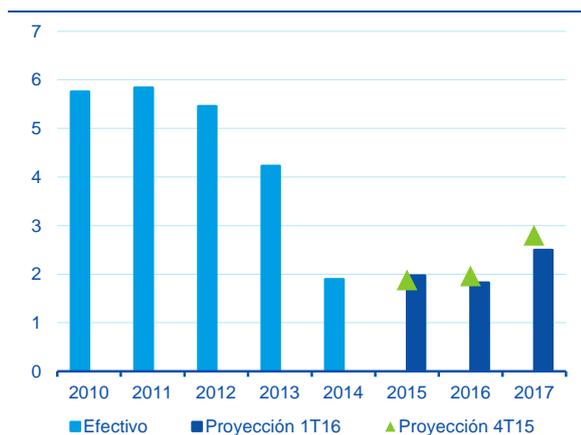
Si se mantiene la dinámica de recuperación reciente, la Eurozona podría crecer este año un 1,8% y un 2,0% en 2017, los mismos registros que se anticipaban el trimestre anterior. El efecto positivo de la corrección de los precios energéticos, el tono más expansivo de la política fiscal y el mantenimiento de condiciones monetarias laxas sería parcialmente compensado por el impacto negativo de la desaceleración del comercio internacional sobre las exportaciones de bienes y del aumento de la inestabilidad financiera y política sobre las decisiones de inversión.

3 Ajuste a la baja en las proyecciones de crecimiento 2016-17, y persisten los riesgos bajistas

Ajustamos a la baja la proyección de crecimiento para este año y el próximo a 1,8% y 2,5%, respectivamente. Seguimos viendo que el balance de riesgos para esta proyección está sesgado a la baja, al tiempo que la convergencia hacia tasas de crecimiento potencial que estimamos en torno a 3% se posterga ante debilidad de la inversión y deterioro de las condiciones externas.

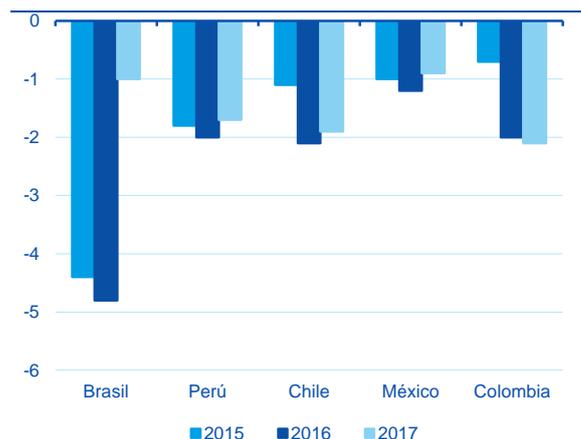
La actividad económica tuvo un desempeño inferior a lo esperado en los últimos meses de 2015, que habría finalizado con un crecimiento de 2,0%, similar al de 2014 (1,9%). Para este año, consideramos que los riesgos que levantamos en nuestra proyección de crecimiento de 2,0% en noviembre pasado se han concretado en parte. Consecuentemente, proyectamos una expansión del PIB de 1,8%, aunque el balance de riesgos tanto internos como externos sigue sesgado a la baja (Gráfico 3.1). La significativa caída reciente del precio del cobre y las menores perspectivas de crecimiento mundial son factores que se suman al ya deteriorado panorama interno y que solo son contrarrestados por el efecto positivo de la caída del precio de los combustibles en el valor de las gasolineras y en los costos de producción de las empresas. Para 2017, también revisamos a la baja la proyección de crecimiento desde 2,8% a 2,5%. Vale la pena destacar que los ajustes experimentados en las proyecciones de crecimiento de Chile no escapan a una tendencia regional, donde varios países están enfrentando caídas incluso mayores en sus proyecciones (Gráfico 3.2). Por su parte, la proyección de un mayor crecimiento el próximo año es condicional a una mejora paulatina de la confianza de los agentes económicos locales, junto con la concreción de las expectativas de un mayor crecimiento mundial y estabilización de precios de materias primas por sobre los niveles alcanzados a inicios de este año.

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



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 3.2
Correcciones a proyección de crecimiento del PIB entre 2015 y 2017* (porcentaje)



*Corrección al 1T16 respecto de la proyección realizada el 1T15 por BBVA Research.
Fuente: BBVA Research

Internamente la confianza de los agentes continúa en terreno pesimista sin señales claras de repuntar; la inflación se ha mantenido alta por más tiempo de lo previsto erosionando el ingreso disponible de las familias; las condiciones financieras se han estrechado y el impulso fiscal se reducirá a partir de este año. A esto se sumaría el incremento de la tasa de desempleo que sería un golpe de gracia para el ya deprimido consumo de los hogares. La proyección de crecimiento de este año considera desde el punto de vista de la

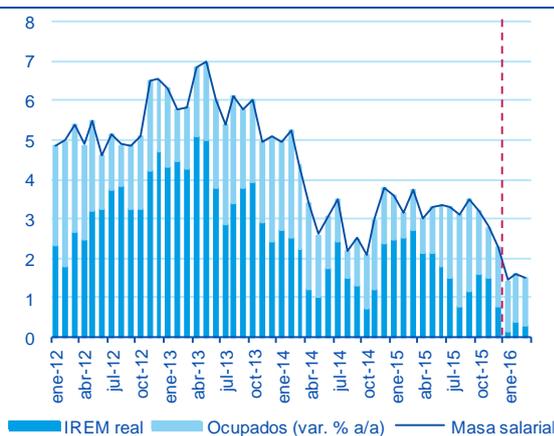
demanda interna, que el consumo privado mantiene un bajo crecimiento, que la inversión total crece de forma moderada tras dos años de ajuste y que el sector público sigue contribuyendo al crecimiento, aunque menos que en 2015. Por el lado externo, supone una recuperación parcial y acotada tanto de las exportaciones como de las importaciones.

Si bien el consenso de mercado estima una expansión del PIB algo superior a 2%, algunas proyecciones consideran que el crecimiento podría ser más cercano a 1%, escenario que por el momento lo vemos como de riesgo en caso de un deterioro adicional de las condiciones externas, con baja probabilidad de ocurrencia, pero en ningún caso descartable.

El impulso fiscal, que fue clave para el crecimiento en 2015, comenzó a moderarse en la última parte del año pasado y seguirá haciéndolo durante 2016, toda vez que el Ministerio de Hacienda ha dado señales claras de privilegiar la responsabilidad fiscal por sobre la profundización de políticas contracíclicas (ver capítulo 7). De acuerdo con las cifras contenidas en el Presupuesto, si se ejecuta toda la inversión pública, esta tendría una expansión cercana a 1,2% este año, después de crecer 14% en 2015. La menor incidencia del gasto fiscal debiera ser compensada por las contribuciones de la demanda interna privada y de la demanda externa para sostener un crecimiento en torno a 2%, sin embargo, hasta ahora no hay evidencia de un mayor crecimiento de estos componentes del PIB.

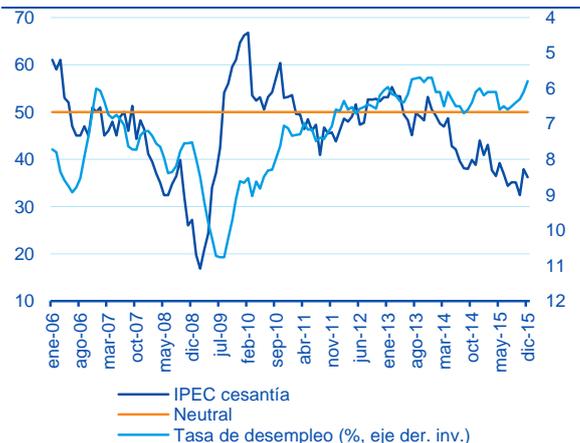
El consumo privado se mantendrá débil, en un contexto de continuo pesimismo de los agentes, menor crecimiento de la masa salarial y condiciones financieras menos expansivas (Gráfico 3.3). El desempleo si bien no ha aumentado como se esperaba, debería subir este año, de la mano de una menor contribución de los empleos públicos y de la construcción. De hecho, los consumidores esperan que haya más cesantía en el futuro, según se desprende de las encuestas disponibles, siendo este uno de los factores que está influyendo de forma negativa en las decisiones de consumo (Gráfico 3.4).

Gráfico 3.3
Masa salarial por componentes (var. % a/a)*



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

Gráfico 3.4
Tasa de desempleo e indicadores de confianza* (% índice)



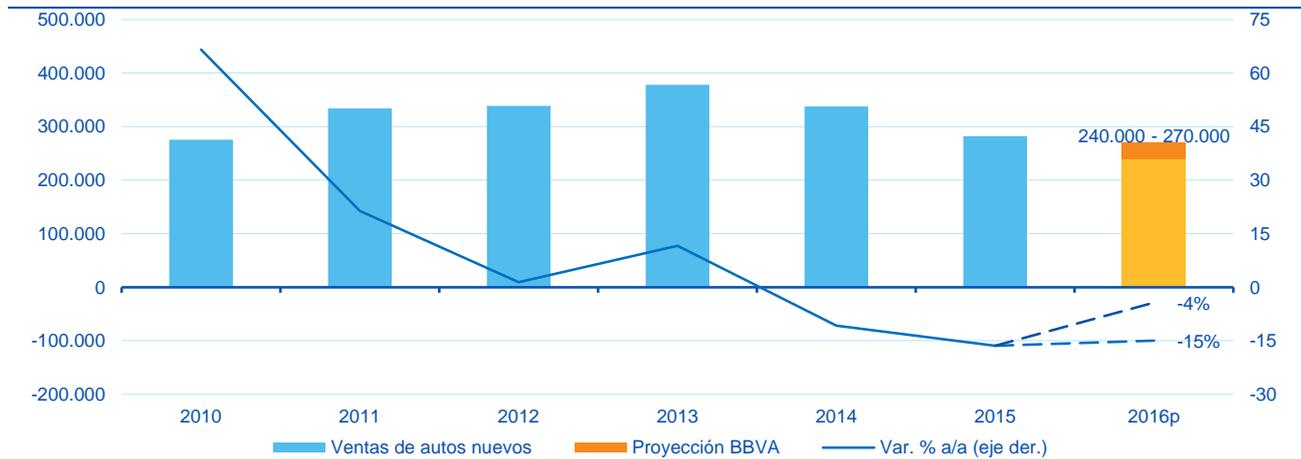
*IPEC cesantía corresponde a la expectativa respecto del nivel de desempleo ante la pregunta: ¿Cree que habrá más cesantía, aproximadamente la misma o menos cesantía que en la actualidad? El valor 0 indica máximo pesimismo y el valor 100 indica máximo optimismo.
Fuente: INE, Adimark, BBVA Research

Además, la persistencia de la inflación en niveles elevados, ha erosionado el valor real de los ingresos de las familias y ha sido un factor determinante en la mantención de altos niveles de pesimismo en los hogares. Así las cosas, el consumo de las familias seguirá concentrado en bienes y servicios básicos, postergando compras de bienes durables y aumentando, cuando sea posible, el ahorro precautorio. A modo de ejemplo,

proyectamos una nueva y relevante caída de las ventas de automóviles nuevos, la que lle varía de acuerdo con las opiniones de representantes del gremio automotriz a cierre de locales y pérdidas de empleos en la industria¹ (Gráfico 3.5).

Gráfico 3.5

Ventas de autos nuevos (unidades, var % a/a)



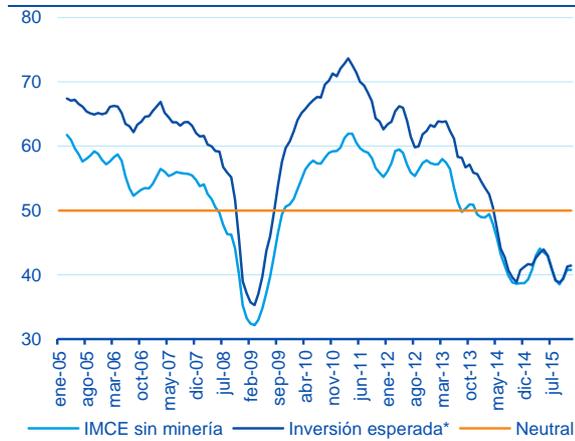
Fuente: ANAC, BBVA Research

En cuanto a la inversión, el deterioro de las perspectivas de crecimiento, el pesimismo de los empresarios, condiciones de crédito más estrechas y también la baja en el precio del cobre, son elementos que no permitirán una recuperación relevante del componente privado, luego de dos años de fuerte ajuste. La información casuística apunta a que no existen planes de inversión significativos, lo que se atribuye en gran medida a una alta incertidumbre regulatoria y al proceso de reformas aún inconcluso (Gráfico 3.6). A nivel de sectores, para el período 2016-2019, un 25% de la inversión proyectada se concentra en el sector energía, 22% en el sector inmobiliario y 22% en el sector minero. Esta última, por cierto, está muy condicionada a la evolución del precio del cobre (Gráfico 3.7).

1: Ver informe [Situación Automotriz Chile 2015-16](#).

Gráfico 3.6

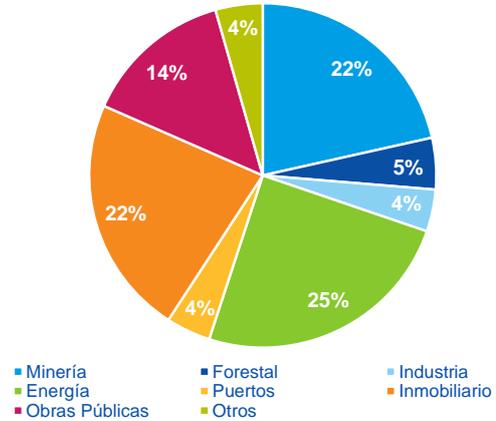
IMCE: Confianza empresarial e inversión esperada (índice, promedio móvil trimestral)



*Índice fue creado a partir del promedio simple de la inversión esperada del sector manufacturero y del comercio. Valor sobre (bajo) 50 puntos indica mayores (menores) inversiones a 3 meses.
Fuente: BCCh, Icare, BBVA Research

Gráfico 3.7

Inversión privada a materializar por sectores periodo 2016-2019 (USD 38 MM)



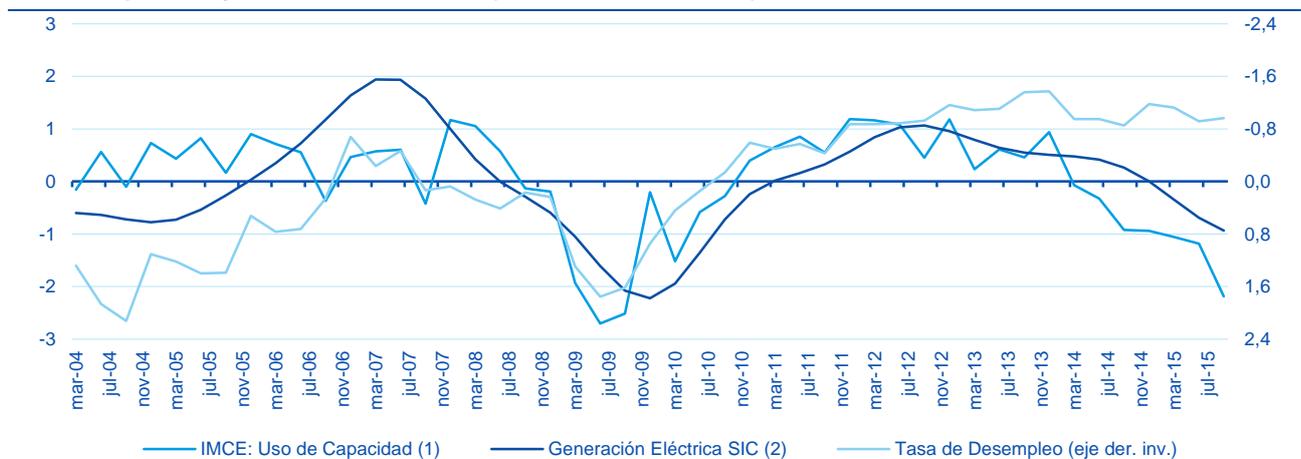
Fuente: CBC, BBVA Research

Finalmente, una recuperación impulsada por sectores transables no mineros parece lejana, por cuanto los socios comerciales de Chile también están experimentando un menor crecimiento, lo que sumado a menores precios de exportaciones y problemas particulares en algunas industrias, ha reducido la efectividad del tipo de cambio como motor de recuperación de las exportaciones.

El bajo crecimiento del trienio 2014-2016 está incrementando el debate sobre la real capacidad de expansión de la economía. En BBVA Research estimamos que el crecimiento potencial se ubica algo por debajo de 3,0%, de manera que el desempeño de los últimos años sí está ampliando las holgas de capacidad de la economía, contrario a lo que muestra por ejemplo, las tasa de desempleo. Indicadores como el uso de la capacidad de la industria y la generación eléctrica, dan cuenta de que la economía se encuentra operando bajo su potencial (Gráfico 3.8).

Gráfico 3.8

Uso de Capacidad y Generación Eléctrica (series estandarizadas)



(1) Considera solo sector Industrial. (2) Componente Cíclico que se obtiene de un *band-passfilter*, Christiano y Fitzgerald (2003). Estandarización hecha en base a normalización utilizando la media y desviación estándar de cada serie.
Fuente: CNE, BCCh, BBVA Research

4 Pese a menor precio del cobre, el déficit en cuenta corriente se mantiene acotado, tras ajuste de años previos

Postergamos nuestra proyección de equilibrio externo, ante la mayor debilidad en la demanda externa proveniente de economías emergentes y las menores perspectivas para el precio del cobre. El retroceso del valor del petróleo no será suficiente para compensar dichos efectos, pero sí permite sostener una visión favorable para la cuenta corriente en el horizonte de proyección.

El 2015 cerró con un saldo en la balanza comercial de US\$ 4.142 millones, menor a los cerca de US\$ 5.700 millones esperados hace tres meses atrás, producto de revisiones estadísticas por cerca de US\$1.200 millones en el valor de exportaciones y sorpresas negativas por el lado de las exportaciones mineras y manufactureras cercanas a los US\$ 350 millones durante el 4T15. Por otro lado, la balanza de servicios resultará más deficitaria de lo esperado por un monto cercano a los US\$ 1.450 millones, asociados tanto a correcciones estadísticas como a menores servicios exportados. Por último, se suma un déficit mayor en la balanza de rentas por cerca de US\$ 900 millones. Con todo, nuestra proyección de superávit de 0,3% del PIB en 2015 se ajusta a un déficit en torno a 1,4% del PIB, equivalentes a US\$ 3.370 millones (Gráfico 4.1).

En este contexto, hemos modificado marginalmente nuestra valoración para el saldo externo durante los próximos años. En particular, si bien la visión de una tendencia de menor déficit en cuenta corriente se mantiene en el horizonte de proyección, la reciente corrección a la baja en los precios de *commodities* sumado a la debilidad en las perspectivas de demanda global, nos hacen retrasar la convergencia al equilibrio externo.

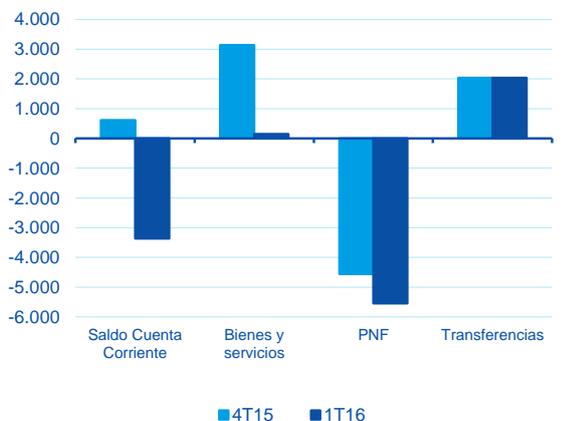
El primer aspecto a considerar es que nuevamente ajustamos a la baja el precio promedio del cobre, esta vez a US\$ 2,02/libra y US\$ 2,29/libra para 2016 y 2017, respectivamente. Esto representa 35 y 17 centavos de dólar menos por libra en cada caso, respecto a nuestra proyección hecha hace tres meses atrás (más detalles en siguiente apartado). Se adiciona una recuperación más lenta de las exportaciones físicas totales, en particular mineras y manufactureras, que nos llevan nuevamente a corregir a la baja los saldos esperados para la balanza comercial. Asimismo, el retroceso tanto en el precio *spot* como en las perspectivas para el petróleo no serán suficientes para compensar los menores ingresos por exportaciones, pero sí permiten sostener en perspectiva nuestra evaluación favorable para el saldo externo. Así, la cuenta corriente, ya alcanza niveles sostenibles que no representan un riesgo para la capacidad de pagar la deuda externa.

Por último, la balanza de rentas seguirá presionada hacia un menor déficit impulsada por la reducción de remesas por bajos retornos de activos financieros y corporativos en el contexto de una mayor depreciación del tipo de cambio. Se suma también la menor entrada de IED, en particular desde la reinversión de utilidades.

Con todo, corregimos el superávit esperado de 0,2% del PIB a un déficit de 1,3% del PIB para este año (equivalentes a cerca de US\$ 3.000 millones), mientras que para 2017 vemos un saldo externo negativo en torno a 0,3% del PIB, postergando y haciendo más lenta la convergencia a un equilibrio externo (Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1

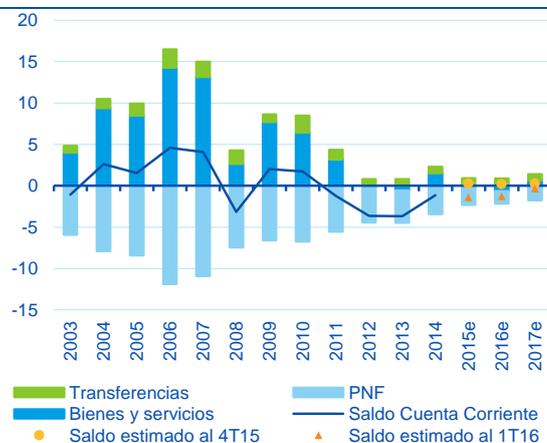
Cambio en la proyección por componentes (USD millones)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 4.2

Saldo en cuenta corriente (% PIB)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Caída del precio del cobre no tiene solo componentes transitorios

El precio de los *commodities* ha sufrido una caída importante en este inicio de 2016. Aunque la baja es generalizada, en algunos casos, como el petróleo, hay elementos de oferta subyacentes. El precio del cobre, importantísimo para la minería y para la actividad en Chile, ha caído a niveles por debajo incluso de los costos promedios de producción, eso es bajo US\$ 2,0 la libra. Aunque ha existido una reducción en las estimaciones de crecimiento mundial, alta volatilidad en los mercados financieros en China y una apreciación del dólar a nivel internacional, la baja reciente del precio del metal no logra explicarse completamente por variables fundamentales. Solo al incorporar la actividad del mercado de derivados de agentes no comerciales (en gran parte especuladores) podemos explicar los niveles actuales. Así, proyectamos un precio del metal rojo promedio de US\$ 2,02 la libra para 2016, pero con un primer semestre por debajo de dicho nivel y una recuperación en la segunda parte del año, toda vez que la apuesta de dichos agentes contra el precio del cobre comience a normalizarse, y el precio internalice en mayor medida sus fundamentos.

En lo que respecta a nuestra estimación de precio del cobre de largo plazo, estimamos que el menor precio del petróleo tiene un componente permanente y, dado que el crudo es un insumo para la extracción minera, corregimos el precio del cobre de niveles aproximados de US\$ 2,7 la libra a US\$ 2,6 la libra. Sin embargo, mientras continúe la apreciación del dólar y el ajuste en la composición de crecimiento en China, el precio del metal rojo continuará por debajo de dicho valor, alcanzándolo paulatinamente solo después de 2018.

5 Presiones inflacionarias se moderarán en el transcurso del año

La desaceleración en la inflación de bienes -asociada a menores presiones cambiarias- y precios de alimentos llevarían la inflación de cierre de año a 3,7%, aunque en línea con las perspectivas para la actividad, los riesgos están sesgados hacia una disminución más rápida de las presiones inflacionarias.

Durante la última parte del año 2015 la inflación moderó su crecimiento, con dos registros mensuales nulos en noviembre y diciembre. Buena parte de la sorpresa a la baja en ambos meses se explica por una desaceleración algo mayor a lo estacional en el precio de los alimentos, principalmente perecibles, la cual ha reducido su contribución sobre la inflación anual de manera importante. Asimismo, la intensa caída en el precio internacional del petróleo ha contribuido a reducir los registros inflacionarios principalmente a través de reducciones en el valor de las gasolinas. Por otro lado, la depreciación del CLP durante los últimos 3 meses ha compensado en parte este efecto a través de la inflación de bienes SAE (sin alimentos y energía), la cual se ha mantenido en torno al 5% a/a. De esta forma, la inflación IPC terminó el 2015 con un incremento de 4,4% anual, marginalmente bajo el 4,5% estimado en nuestro último Situación Chile 4T15.

El Banco Central ha enfatizado la evolución de la inflación IPCSAE como indicador de presiones inflacionarias de demanda y, como tal, como un anticipo de presiones inflacionarias futuras. Sin embargo, nuestras estimaciones no dan sustento a este planteamiento. En efecto, como se muestra en el Recuadro 1, la evidencia empírica muestra que la capacidad del IPCSAE para mejorar las proyecciones de inflación total fuera de muestra es acotada a nivel internacional y no es relevante en el caso de Chile.

Por su parte, el año 2016 ha comenzado con un agitado clima financiero internacional caracterizado por fuertes disminuciones en el precio de algunos *commodities* y una apreciación global del dólar, lo que ha generado impactos depreciativos sobre monedas de países exportadores de materias primas como Chile, encareciendo el valor de las importaciones. Considerando que los márgenes de las compañías se han comprimido en los últimos años, los riesgos de que se intensifique el traspaso cambiario ante depreciaciones significativas del peso son mayores (Gráfico 5.1).

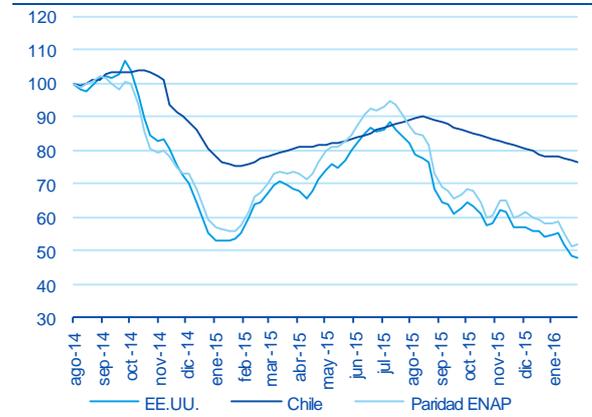
Por otro lado, la fuerte disminución en el precio del petróleo ha generado un alivio para los consumidores durante el último trimestre del año pasado y comienzos de este, a través de bajas sostenidas en el precio de las gasolinas y otros derivados del petróleo a nivel local, aunque en menor medida que lo observado a nivel internacional debido a otros costos asociados a la importación de combustibles y al impuesto específico existente (Gráfico 5.2). Sin embargo, estimamos que este alivio se dará solo durante la primera parte del año toda vez que, según nuestras estimaciones, el precio del petróleo WTI se ubicaría en niveles en torno a US\$ 37 por barril hacia fin de 2016.

Gráfico 5.1
Márgenes (índice promedio 2003-2015=100)*



*El cálculo de los márgenes se hizo en base al ratio entre el IPCSAE de bienes y el valor en pesos chilenos de los bienes de consumo importados.
Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 5.2
Precio de las gasolinas en pesos (índice ago-14=100)



Fuente: Bloomberg, ENAP, BBVA Research

Por su parte, estimamos que el precio de los alimentos aún tendría n espacio para disminuciones adicionales dados los descensos en precios internacionales y su traspaso a nivel local, el que hasta ahora se ha visto atenuado en parte por un mayor tipo de cambio (Gráfico 5.3). De esta forma y suponiendo condiciones hídricas y meteorológicas normales durante el año, el precio de los alimentos continuaría reduciendo su incidencia sobre la inflación anual.

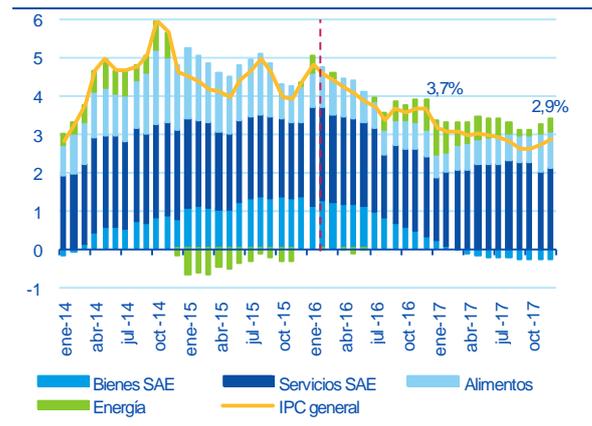
Así, para 2016 proyectamos que la inflación IPC cerraría el año con un aumento de 3,7% anual, donde los principales *drivers* asociados al menor aumento en la inflación serían dos: (1) una desaceleración en la inflación de bienes SAE muy relacionada a una trayectoria apreciativa prevista para el tipo de cambio nominal y (2) un menor ritmo de crecimiento en el precio de los alimentos (Gráfico 5.4).

Gráfico 5.3
Precio de los alimentos (var. % a/a en pesos)



Fuente: FAO, OECD, BBVA Research

Gráfico 5.4
Proyección de inflación IPC por componentes (var. % a/a)*



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

Finalmente, la inflación de servicios asociada al componente subyacente de la canasta experimentaría una leve desaceleración en línea con un mercado laboral que pierde fuerza y salarios reales creciendo a un ritmo moderado. Con todo, considerando los escenarios de riesgo para la actividad, estimamos que los sesgos están inclinados hacia una disminución más rápida de las presiones inflacionarias en el transcurso del año. Asimismo,

estimamos que la inflación convergería lentamente hacia la meta de 3% del Banco Central en el transcurso del año 2017.

Recuadro 1. La esquiva predictibilidad de la inflación subyacente

Los hacedores de política monetaria usualmente utilizan la inflación subyacente como un indicador de presiones inflacionarias de demanda y, consecuentemente, anticipatoria de mayores presiones inflacionarias futuras. La medida más usual de inflación subyacente corresponde al IPC excluyendo alimentos y energía (IPCSAE), dado que estos ítems se consideran *ex ante* más volátiles y menos vinculados a presiones de oferta. El Gráfico R1.1 presenta la inflación IPC e IPCSAE, dando cuenta del comovimiento de ambas series.

Gráfico R.1.1
Inflación total y subyacente (var. % a/a)



Fuente: BCCh, BBVA Research

El alto nivel alcanzado por la inflación IPCSAE durante los últimos trimestres, y la recurrente afirmación por parte del Banco Central de Chile respecto a las implicancias inflacionarias futuras de aquello, examinamos la capacidad predictiva de la inflación IPCSAE sobre la inflación IPC para un amplio grupo de países OECD, incluyendo Perú y Colombia.² Cabe destacar que en el *Recuadro V.1 del Informe de Política Monetaria de marzo 2015* el Banco Central reporta capacidad predictiva del IPCSAE sobre el IPC a horizonte medios y largos.

La metodología utilizada compara un modelo base (*benchmark*) con las proyecciones del mismo modelo pero aumentado por la inflación IPCSAE:

$$\pi_{t+1} = \alpha + \beta(L)\pi_t^{core} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\varepsilon_t = \rho\varepsilon_{t-1} + u_t - \theta u_{t-1} - \tau u_{t-2} + \tau\theta u_{t-3} \quad (2)$$

$$\Delta\pi_{t+1} = \alpha + \vartheta(L)\Delta\pi_t^{core} + \omega_t \quad (3)$$

$$\omega_t = \gamma\omega_{t-1} + v_t - \varphi v_{t-1} - \delta v_{t-2} + \delta\varphi v_{t-3} \quad (4)$$

donde $\beta(L) = \sum_{j=0}^q \beta_j L^j$ y $\vartheta(L) = \sum_{j=0}^p \vartheta_j L^j$ representa el rezago polinomial. L representa el operador rezagado.

Si bien el detalle de los resultados se puede encontrar en Pincheira et al (2015), los resultados principales se resumen en la Tabla R1.1. Primero, la inflación IPCSAE contribuye en el mejor de los escenarios para no más de 55% de los países reduciendo el RMSPE³. Si exigimos que la reducción sea “económicamente” importante y de al menos 5%, se reduce a no más de 25% de los países la capacidad del IPCSAE de mejorar las proyecciones fuera de muestra para la inflación total. Entre ellos, no se encontraría Chile.

Las conclusiones apuntan a que el IPCSAE debe ser mirado con cautela por los Bancos Centrales al momento de determinar el estímulo monetario adecuado, restando en la margen la excesiva ponderación a niveles altos (bajos) de la inflación IPCSAE como anticipatorios de inflación total elevada (reducida) en el futuro. Estos resultados apoyarían la visión de Bullard (2011) respecto a (des) enfatizar la inflación subyacente en el quehacer de la política monetaria.⁴

2: Este recuadro se basa en Pincheira, Selaive y Nolzco (2016) “*The Evasive Predictive Ability of Core Inflation*”, Working Paper Nr. 15/34, BBVA Research.

3: Corresponde al error cuadrático medio de la predicción (Root Mean Square Prediction Error).

4: President’s Message: Headline vs. Core Inflation: A Look at Some Issues”. Federal Reserve Bank of St. Louis.

Tabla R1.1

Porcentaje de países para los cuales la inflación subyacente es estadísticamente significativa prediciendo la inflación total bajo diferentes ejercicios fuera de muestra

Especificación en nivel	h=1	h=3	h=6	h=9	h=12	h=18	h=24
Selección automática de rezagos para la inflación subyacente de acuerdo a criterio BIC							
Ventana recursiva=80	46,88%	31,25%	31,25%	34,38%	34,38%	40,63%	31,25%
Ventana recursiva=100	48,48%	24,24%	36,36%	30,30%	27,27%	30,30%	18,18%
Ventana móvil=80	31,25%	25,00%	25,00%	25,00%	21,88%	18,75%	18,75%
Ventana móvil=100	45,45%	21,21%	33,33%	27,27%	27,27%	30,30%	21,21%
12 rezagos para la inflación subyacente							
Ventana recursiva=80	65,63%	43,75%	40,63%	40,63%	40,63%	34,38%	28,13%
Ventana recursiva=100	60,61%	39,39%	39,39%	45,45%	48,48%	39,39%	27,27%
Ventana móvil=80	31,25%	31,25%	28,13%	28,13%	31,25%	25,00%	28,13%
Ventana móvil=100	39,39%	21,21%	21,21%	24,24%	30,30%	15,15%	15,15%

Fuente: BBVA Research

6 Se agotan los espacios para continuar retirando el estímulo monetario

El escenario base de este informe es compatible con solo un alza adicional de la TPM este año hasta 3,75% durante todo el primer semestre. La materialización de escenarios de riesgo para la actividad podría llevar a que esta alza se postergue e incluso que no se concrete.

En las reuniones de octubre y diciembre de 2015, el Banco Central subió la tasa de referencia en 25 puntos base ubicándola en 3,5%, al tiempo que introdujo el adjetivo “pausadas” para hacer referencia a futuras alzas adicionales que luego, en el IPoM de diciembre, quedaría claro que serían dos más de 25 puntos básicos si se cumplía el escenario base de actividad e inflación delineado en dicho informe. Luego, en la reunión de enero la tasa se mantuvo, así como también el sesgo restrictivo. En este contexto, proyectamos un alza adicional de 25 puntos base que se concretaría en marzo o abril, teniendo como principal argumento el alto nivel y persistencia de la inflación. Consideramos que otra alza adicional es menos probable dada la evolución de los mercados financieros internacionales y la actividad doméstica a fines de 2015 e inicios de 2016.

La mayor preocupación por el crecimiento mundial que desencadenó los eventos de volatilidad, el incremento de la aversión al riesgo y caída de mercados financieros y de precios de las materias primas de inicios de año, tomó de sorpresa a los Bancos Centrales alrededor del mundo y ya algunos de ellos como el de Brasil, el BCE y el Banco de Japón, han anunciado cambios en su estrategia de política monetaria para apoyar a sus economías en un contexto que se vislumbra como más desinflacionario de lo previsto, camino que podría replicar el Banco Central de Chile. En la misma línea, los mercados financieros han reducido significativamente la probabilidad asignada a un alza adicional de tasas de interés en EE.UU.

El escenario central que presentamos en este informe contempla solo un alza adicional de la TPM hasta 3,75% durante el primer semestre, nivel que consideramos cercano al neutral y en el cual se mantendría la tasa al menos hasta fin de año. Sin embargo, tomando en cuenta que los riesgos para la actividad están sesgados a la baja, no es posible descartar un escenario en que no hay nuevas alzas.

Las encuestas a analistas y a operadores financieros al cierre de este informe muestran expectativas alineadas con el escenario base del IPoM, es decir, con dos alzas adicionales de 25 puntos base en un horizonte de un año (Gráfico 6.1). Los analistas esperan que la TPM se ubique en 4% a fin de año y no proyectan cambios adicionales, mientras que los operadores financieros en la encuesta de enero anticipaban que la tasa se ubicaría en 4% en doce meses y se mantuviese en ese nivel en 24 meses más. Por su parte, las tasas *swaps* también incorporan dos alzas adicionales de 25 puntos base, en abril y septiembre y no anticipan cambios adicionales en los próximos dos años, dando cuenta de expectativas de una menor tasa de interés neutral.

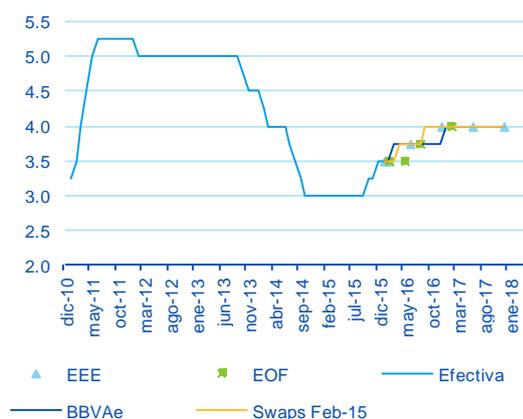
Si bien el nivel actual de la TPM puede considerarse expansivo dado el nivel de la inflación, este argumento no se sostiene si se considera la tasa de interés real a fin de año, lo cual quiere decir que la política monetaria dejará de contribuir al crecimiento de la demanda interna si se concretan las dos alzas previstas. En efecto, para una muestra de países con un marco de política similar al nuestro, si consideramos la inflación proyectada por los bancos centrales y las TPM estimadas por el mercado para diciembre, la tasa real en Chile sería una de las menos expansivas (Gráfico 6.2).

Puede ser comprensible la respuesta de política monetaria vista hasta ahora por el alto nivel y persistencia de la inflación, pero continuar subiendo la tasa en un contexto en que el origen inflacionario es un *shock* de oferta, asociado a un cambio de precios relativos, no nos parece el camino más apropiado. Es claro que el

bajo crecimiento económico no es consecuencia del nivel de la tasa de instancia, pero se necesita una política expansiva para evitar un desenlace peor de esta fase de desaceleración que podría llevar, una vez que el ajuste cambiario finalice, a una inflación marcada y sostenidamente bajo la meta de 3%. Si este año la economía crece bajo el piso del rango de proyección del Banco Central, se tendrá un argumento poderoso para moderar las alzas de tasas de interés, pero se requiere también que la depreciación cambiaria se atenúe y, más importante, que la inflación comience a ceder más rápido de lo previsto por el Instituto Emisor, para que efectivamente no sea necesario elevar la TPM hasta 4%.

Gráfico 6.1

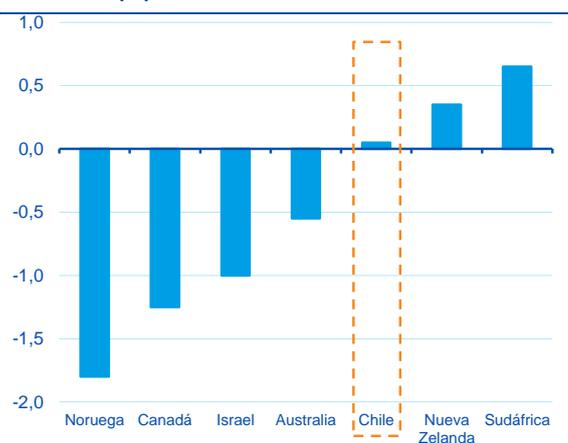
TPM efectiva y estimada y trayectorias implícitas en swaps y encuestas (porcentaje)*



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

Gráfico 6.2

TPM real* (%)



*Calculada como la TPM menos la inflación esperadas para fines de 2016, Inflación de banco centrales, en tanto TPM de encuesta Bloomberg.
 Fuente: Banco Central de Chile y de los respectivos países, Bloomberg, BBVA Research.

7 Política fiscal: todo queda supeditado a lo que ocurra con los parámetros de referencia

Aún con el cambio en el escenario macroeconómico, el déficit efectivo 2016 no empeorará sustancialmente con respecto al Presupuesto. Sin embargo, el 2017 presenta riesgos de mayor estrechez ante un nuevo ajuste en los parámetros estructurales. No descartamos una ralentización del gasto este mismo año con el objetivo de preservar una expansión mayor el 2017.

El cierre de 2015 finalmente presentó mejores cifras que la proyección oficial de septiembre. Un déficit efectivo de 2,2% del PIB, un crecimiento del gasto de 7,4% y un aumento de la inversión pública de 14% son, en definitiva, cifras más contenidas respecto a lo estimado por el gobierno con ocasión de la Ley de Presupuestos. Este resultado fue en gran parte adelantado por BBVA Research, y por las razones que en su momento esgrimimos: una menor ejecución del gasto de capital y mayores ingresos no relacionados al ciclo económico. A lo anterior se sumó un resultado mejor de lo previsto en la repatriación de capitales a una tasa impositiva reducida, ventana permitida por la Reforma Tributaria durante el año pasado.

A pesar de que 2015 cierra en mejor pie, todas las señales apuntan a un 2016 más estrecho para las cuentas fiscales. Sin embargo, conviene hacer la diferenciación en cómo se verá afectado el déficit efectivo y, por otra parte, el déficit estructural. El cambio en el escenario macro, aunque deteriora ambas mediciones, a la larga influye en distinta magnitud.

La Tabla 7.1 muestra las diferencias entre el nivel de ingresos esperado por el fisco al momento de la elaboración del Presupuesto con la proyección de BBVA Research, descomponiendo por tipo de ingreso. Como se aprecia, la fuente de mayores ingresos proviene de "Resto", explicado por el mayor nivel de cierre de los ingresos fiscales no relacionados al ciclo (ver Recuadro 2). Por otra parte, los ingresos relacionados a la minería están cerca de su piso, esto es, se asume que Codelco ni la minería privada tendrán utilidades tributarias y que sus aportes solo vendrán por los impuestos aplicados a sus ventas: la Ley Reservada en el caso de la estatal y los PPMs en las mineras privadas (lo cual se revierte vía mayores devoluciones en la operación renta 2017). Los ingresos tributarios se ven afectados por el menor PIB, pero el que estemos trabajando con un supuesto de demanda interna mayor a la que tenía el Ministerio de Hacienda (2,2% vs 2,0%) permite compensar la caída en el total, vía un marginal mejor rendimiento de los impuestos indirectos.

Tabla 7.1

Descomposición diferencias de proyección ingresos fiscales 2016 (millones de USD)*

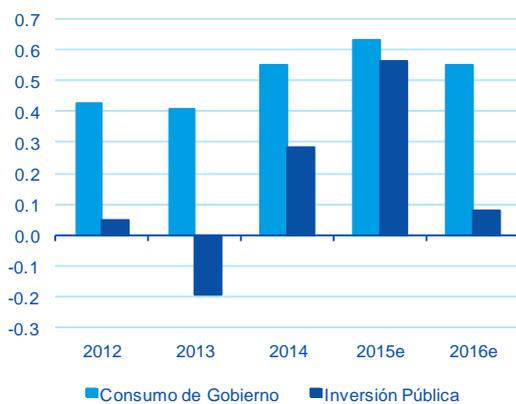
	2016
(1) Ingresos Min. Hda. septiembre	48.961
(2) Ingresos proyectados BBVA Research	48.795
(2) - (1)	-165
Ingresos mineros (Codelco + mineras privadas)	-537
Ingresos tributarios no mineros	-238
Resto ingresos	610

*Cifras llevadas a dólar de \$712
Fuente Dipres, BBVA Research

Así, dado que hay elementos que compensan la caída en ingresos fiscales por el cambio de escenario macroeconómico, el déficit efectivo 2016 lo estimamos en 3,3% del PIB, solo levemente superior a lo proyectado por Hacienda. Esto implica un crecimiento del gasto real de 5,2%. Por su parte, la inversión pública, a diferencia de lo enunciado con motivo del Presupuesto, mostraría una tasa de variación positiva, aunque solo de 1,2%, lo que obedece a una base de comparación menos exigente, dada la subejecución del gasto de capital en 2015. Con estas cifras, aún cuando el crecimiento del gasto este año sería levemente mayor a lo estimado en el Presupuesto, **la incidencia del gasto público en el crecimiento de 2016 vía consumo público e inversión privada sería casi la mitad de 2015** (ver Gráfico 7.1).

Gráfico 7.1

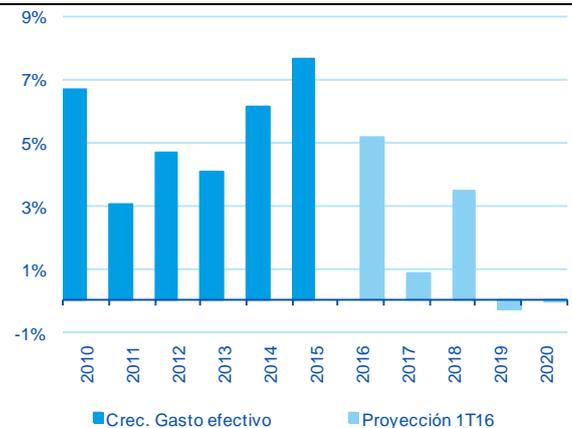
Incidencias en el crecimiento del PIB del consumo de gobierno y la inversión pública (pp)



Fuente: Banco Central, BBVA Research

Gráfico 7.2

Proyección crecimiento del gasto efectivo



Fuente: Dipres, BBVA Research

La estrechez fiscal se avecina para el mediano plazo, pero sujeta a la incertidumbre del ajuste en los parámetros de referencia que se utilizan en el cálculo de los ingresos estructurales en la regla fiscal. La caída en el precio del cobre ha venido acompañada por un ajuste en la estimación de su nivel de largo plazo de acuerdo con diversos analistas. De ser esto compartido por los miembros del Comité de Expertos del cobre, sumado a un casi inevitable cambio en la estimación del PIB tendencial, podríamos estar frente al mayor ajuste a la baja en los parámetros de referencia desde que existe la regla fiscal.

En nuestro escenario base, trabajamos bajo el supuesto de que el precio de cobre de referencia se ajustará de US\$ 2,98 la libra a US\$ 2,70 la libra, y que el crecimiento del PIB tendencial se reducirá de 3,6% a 2,9%. Esto llevaría a que se ajuste el cálculo de los déficits estructurales para todos los años, dado el cambio metodológico introducido en septiembre por el Ministerio de Hacienda. Según nuestras estimaciones, tomando los eventuales nuevos parámetros, considerando la senda de convergencia y descontando los ingresos por repatriación de capitales (aproximadamente 0,3% del PIB), el déficit estructural 2015 -sobre el que se calcula la convergencia- estaría en torno a 1,25% del PIB. La Tabla 7.2 muestra como quedaría el escenario bajo dichos supuestos estructurales, asumiendo la meta de convergencia del gobierno de reducir el déficit estructural a 0,25% del PIB por año. El Gráfico 7.2 contiene la senda de crecimiento del gasto para los próximos años acorde a nuestro escenario base. Como se observa, después de un estrecho 2017, el mayor aporte marginal a los ingresos de la Reforma Tributaria (asociado al fin del FUT) permite sostener un crecimiento mayor en 2018. Sin embargo, una vez terminado los aportes marginales de la Reforma Tributaria, los años 2019 y 2020 vuelven a ser estrechos, incluso mostrando crecimientos negativos de acuerdo a nuestras estimaciones.

Tabla 7.2

Proyección principales variables fiscales BBVA Research

	2016	2017	2018	2019	2020
PIB tendencial (var. a/a)	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
Precio del cobre de referencia (US\$/lb)	270	270	270	270	270
Meta de Balance Estructural (% del PIB)	-1,0	-0,8	-0,5	-0,3	0,0
Balance efectivo (% del PIB)	-3,3	-3,0	-2,4	-2,0	-1,2
Crecimiento del gasto (var. a/a)	5,2	0,9	3,5	-0,3	-0,1

Fuente: BBVA Research

Consideramos fundamental que el gobierno mantenga su compromiso de converger paulatinamente hacia el balance estructural, lo que puede requerir comenzar este mismo año haciendo ajustes al gasto, como han señalado las autoridades recientemente. Las ventajas de mantener una conducta fiscal responsable son variadas e incluye, entre otras, la posibilidad de mantener un nivel de deuda pública acotado y, con ello, nuestra clasificación de riesgo y acceso a bajas tasas de interés internacionales. También internamente es beneficioso, por cuanto un moderado crecimiento del gasto público quita presión a la política monetaria en momentos que se requiere mantener el impulso monetario para no obstaculizar el ya debilitado crecimiento económico.

Recuadro 2. Los “otros ingresos” del fisco. ¿Qué son y cuánta importancia tienen?

Usualmente, el análisis de los ingresos fiscales suele centrarse en los ingresos tributarios (mineros y no mineros) y los traspasos de Codelco. Esto es pertinente, toda vez que son partidas que responden al momento del ciclo del PIB y del precio del cobre y han representado cerca del 86% del total en los últimos diez años.

Sin embargo, durante nuestros pasados análisis del resultado fiscal, adelantábamos que el déficit efectivo 2015 sería menor a las proyecciones del gobierno debido a que los “otros ingresos” estaban siendo sub estimados. Esos “otros ingresos”, que han representado el 14% restante de los ingresos totales, son las imposiciones previsionales (Fonasa y previsión de FFAA), donaciones que recibe el gobierno, rentas de la propiedad (intereses de los activos financieros y traspasos de utilidades de empresas públicas), ingresos de operación (hospitales y otros servicios que presta el estado) y Otros ingresos (multas, demandas, etc.). En la proyección de septiembre, el fisco estimaba que estos ingresos sumarían cerca de US\$ 6.790 millones en 2015. Finalmente, el cierre de año nos muestra que estos ingresos sumaron en torno a US\$ 7.680 millones, explicando en 0,4% del PIB del mejor resultado del déficit efectivo del año pasado. Y, dado que son ingresos que no se ajustan por el ciclo económico, tienen el mismo impacto positivo en el déficit estructural.

Lo ocurrido el año 2015 con estos ingresos no es nuevo. El gráfico R2.1 nos muestra el sesgo del error en la proyección de septiembre de estos otros ingresos con respecto al efectivo. Queremos recalcar que se trata de una proyección hecha solo cuatro meses antes del cierre de año. Con todo, el gráfico nos muestra que sistemáticamente el sesgo ha sido a subestimar este tipo de ingresos.

Algunos de estos ingresos tienen un directo correlato con partidas de gastos. Por ejemplo, mayores ingresos previsionales implican, en alguna proporción, que los gastos de Fonasa también podrían ser mayores. Entonces, ¿se compensa esta subestimación de los ingresos con una equivalente en gastos? El gráfico R2.2 nos muestra que no es posible sustentar dicha aseveración. Además, en el caso del gasto, el componente que tiende a sobreestimarse en la proyección de septiembre es el gasto de capital. Por lo tanto, no vemos una compensación en la estimación de los gastos vis a vis con la subestimación de los otros ingresos.

¿Qué implicaciones tiene lo anterior sobre nuestras proyecciones fiscales? Estos otros ingresos, a excepción de 2008, han mostrado sostenidamente crecimientos anuales. Sin embargo, el nivel proyectado en septiembre para el presupuesto 2016 es inclusive menor a lo observado al cierre de 2015. **Por lo tanto, este año existiría una nueva subestimación de estas partidas, la que calculamos en torno a 0,3% del PIB.** En un año como este, en que posiblemente haya un ajuste fiscal debido a la corrección del escenario macro, estos otros ingresos aparecen con una incidencia positiva relevante en el ajuste de proyecciones del déficit efectivo y estructural, y si nuevamente existiese una subestimación podrían tener como consecuencia un sobreajuste del gasto, con efectos sociales y políticos indeseados.

Gráfico R2.1
Diferencias entre "Resto de ingresos" proyectado en septiembre vs efectivo (%)*



*Se utiliza como información efectiva la anunciada en enero del siguiente año.
Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico R2.2
Diferencias en "Total Gastos" proyectado en septiembre vs efectivo (%)*



*Se utiliza como información efectiva la anunciada en enero del siguiente año.
Fuente: Dipres, BBVA Research

8 Tipo de cambio seguirá depreciado y tasas de interés de largo plazo tendrán alzas acotadas en el escenario base

Proyectamos una moderada apreciación nominal del peso en el horizonte de proyección (2016-2017), coherente con una recuperación del precio del cobre y un debilitamiento multilateral del dólar. Si bien las tasas de interés de largo plazo en pesos se han mantenido estables o han bajado dependiendo del plazo, las primas por riesgo se han elevado y el riesgo de un incremento de las tasas base asociada a una descompresión de los premios por plazo sigue vigente.

La incertidumbre sobre la evolución de la economía china y la caída del precio del petróleo han generado un aumento de la aversión al riesgo en los mercados globales y un fuerte ajuste en los precios de los activos más riesgosos, incluyendo por cierto, los precios de las acciones. La bolsa local acumula un ajuste de 13% en dólares en lo que va del año, lo que le significó perder todo lo ganado el año pasado (Gráfico 8.1).

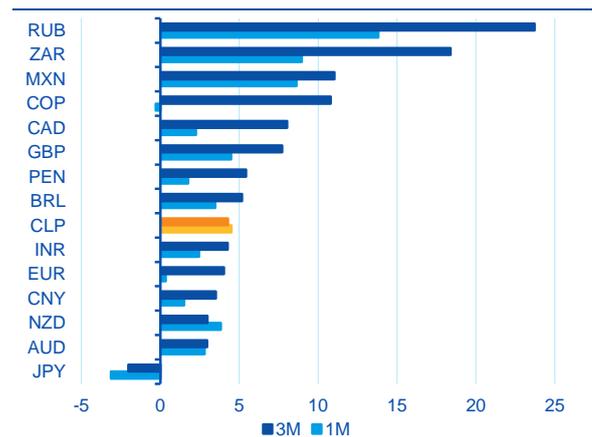
En Chile, el peso se ha depreciado desde la entrega de nuestro anterior informe alcanzando un máximo de \$730 por dólar hacia mediados de enero, cifra 4% superior al nivel observado hace tres meses. Esta evolución coincidió con un desarme de operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carry trade*) por más de US\$ 3bn y con la intensa caída en el precio del cobre que ha reducido su valor en un 14%. Por su parte, el descenso del precio del petróleo ha sido un determinante fundamental en la depreciación de las monedas de diversos países exportadores de crudo, como es el caso del rublo ruso, el peso mexicano, el peso colombiano y el real brasileiro (Gráfico 8.2). Es por esta razón que en esta coyuntura el peso chileno ha sido relativamente menos castigado que en otros episodios de depreciación de las monedas emergentes.

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



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 8.2
Paridades (moneda local por dólar, porcentaje)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Según se desprende de la evolución de los fundamentos que determinan el valor del CLP consideramos que existe un leve desacople entre estos y el actual valor del tipo de cambio, el que estimamos se encontraría algo por sobre el nivel que explican sus determinantes (Gráfico 8.3). Estimamos que incluso valores del cobre marginalmente bajo US\$ 2 la libra no son consistentes con un tipo de cambio en niveles de \$730 como llegó a alcanzar. Más bien, consideramos que estos valores se registraron como

consecuencia del aumento de la volatilidad de los mercados, fenómeno de naturaleza eminentemente transitoria. Así, en un contexto en que el dólar se deprecia marginalmente y el precio del cobre sube levemente durante el año como esperamos que ocurra en el escenario base, proyectamos que la paridad se ubicaría algo por debajo de los \$700 por dólar en diciembre de este año y en torno a \$650 a fines de 2017.

En el corto plazo, debido a la alta volatilidad existente en los mercados financieros globales, no descartamos depreciaciones adicionales en el CLP que podrían llevar la paridad nuevamente a niveles sobre los \$730. En este contexto, consideramos que el Banco Central de Chile continuaría manifestando su preocupación respecto del alto nivel del tipo de cambio nominal y sus implicancias inflacionarias, aunque sin materializar intervenciones sobre el mercado cambiario debido a la poca efectividad que tendría una medida como esta, los altos costos involucrados y, principalmente, porque la depreciación multilateral del peso ha sido relativamente acotada (Gráfico 8.4)

Gráfico 8.3

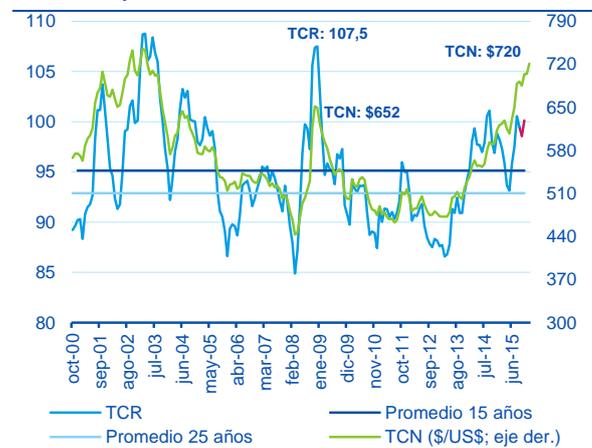
Tipo de cambio efectivo y estimado (\$/US\$)*



*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: BCCh, BBVA Research

Gráfico 8.4

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

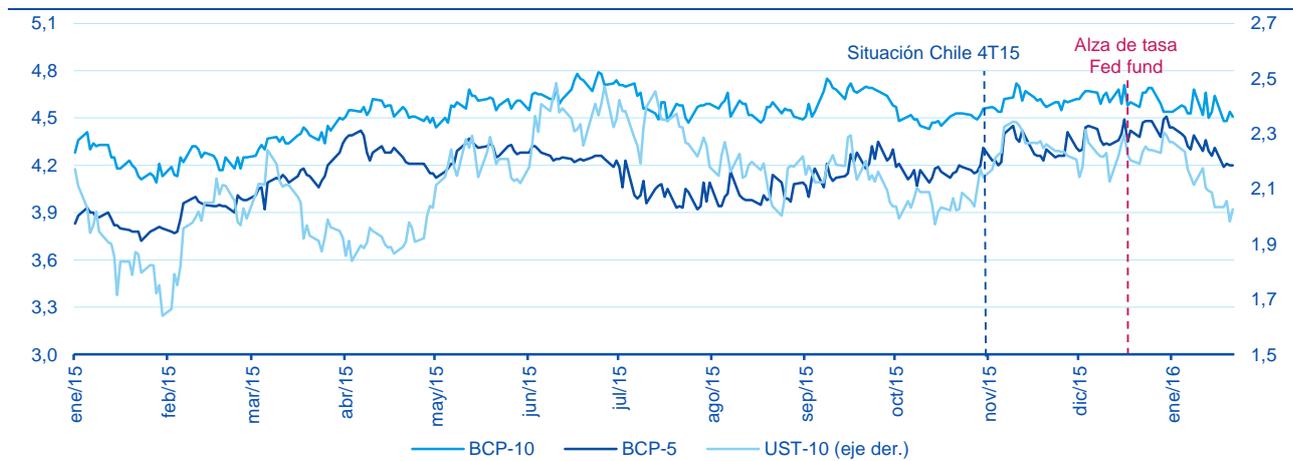


Fuente: BCCh, BBVA Research

Las tasas de interés *benchmark* en pesos a 10 años plazo se han mantenido estables, mientras que a 5 años han seguido de cerca la evolución de sus símiles en dólares (Gráfico 8.5). En el escenario base, las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo tanto en pesos como en dólares se ajustan al alza en el horizonte de proyección, aunque de forma acotada, de la mano del proceso de normalización monetaria en Chile y EE.UU. Sin embargo, en un escenario de riesgo en que se posterga el aumento de tasas de política, las referencias de largo plazo podrían retroceder y continuar en niveles históricamente bajos.

Gráfico 8.5

Tasas de interés locales y externas (%)



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

9 Escenario de riesgos externos se concreta parcialmente, mientras confianza doméstica sigue deprimida

Los riesgos internos para la economía chilena siguen vinculados a la evolución de la confianza de los agentes y al precio del cobre. En el frente externo la evolución de la economía china es la principal amenaza para el crecimiento, aunque por el momento consideramos que escenarios que lleven a la economía chilena a entrar en recesión este año tienen baja probabilidad de ocurrencia.

El primer riesgo externo de relevancia para Chile es el desempeño de la economía china y aquí las noticias no han sido para nada alentadoras. Si bien seguimos esperando una desaceleración suave de la economía, no es posible descartar un escenario de ajuste brusco que, como hemos señalado, tendría impactos relevantes sobre el precio del cobre, los ingresos fiscales, las exportaciones, la inversión y a última línea, sobre el crecimiento. Este riesgo ha estado presente en las últimas versiones de este informe, y en lo más reciente se ha concretado parcialmente con impactos significativos en los mercados financieros y en los precios de las materias primas.

Hacia delante, se mantiene la preocupación de una desaceleración más marcada en China ante dudas sobre la fragilidad de su sistema financiero, y el aumento generalizado en la percepción de riesgo sobre el mundo emergente. Un deterioro de la economía china tendría impactos relevantes en los países emergentes, transmitiéndose tanto por canales financieros como reales. De particular cuidado son las implicancias en el precio del cobre, así como en el crecimiento de otros socios comerciales relevantes para Chile.

Otro de los factores de riesgo externo que mencionamos en informes anteriores era el efecto que tendría el inicio del proceso de normalización monetaria en EE.UU. La primera alza de tasas se concretó y los impactos financieros fueron limitados. El mercado tenía bien internalizada la decisión y el anuncio de que el proceso de aumento de tasas sería gradual y dependiente de los datos, fue interpretado como una señal positiva, que no pondría en riesgo el crecimiento mundial. Las cifras en el margen para la economía americana muestran que, más allá del mercado laboral, la actividad ha perdido dinamismo en parte debido al efecto que está teniendo el fortalecimiento del dólar sobre el sector manufacturero. Esto, sumado al riesgo que significa para la inflación la fuerte baja del precio del petróleo, permite anticipar que el proceso de normalización monetaria será más gradual de lo previsto hace algunos meses.

Internamente, los riesgos se concentran en la posibilidad de un dinamismo de la demanda interna privada incluso menor al previsto en el escenario base. Esto ocurriría, por ejemplo, en el evento en que no se observa una recuperación de la confianza de los agentes económicos y que signifique un ajuste mayor en la inversión con implicancias negativas sobre el empleo. La mantención de la confianza en niveles pesimistas ha sido más duradera de lo previsto, lo que puede atribuirse en parte a la forma que se ha llevado a cabo el incesante proceso de reformas durante los últimos años. El escenario central de este informe considera una moderada recuperación de la confianza empresarial, pero es un riesgo que ésta no se concrete. Si esto sucede, entonces podríamos ver ajustes mayores en la inversión privada y, sin el apoyo fiscal de los últimos años, un aumento del desempleo que dañe aún más el débil consumo de las familias.

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

Escenario de riesgo Chile

Asignamos un 10% de probabilidad a un escenario de riesgo para la economía China, en cuyo caso crecería 1,6 pp y 2,0 pp menos que en el escenario base en 2016 y 2017, respectivamente. En este caso, que podemos considerarlo como un ajuste brusco, a diferencia del ajuste suave supuesto en el escenario base, estimamos que los impactos sobre el precio del cobre, el crecimiento de Chile y sobre las variables financieras relevantes para nuestro país serían significativos. En efecto, estimamos que en lugar de crecer 1,8% y 2,5%, el PIB crecería 0% y 0,5% en 2016-2017.

El canal a través del cual se produce este menor crecimiento es a través de un mayor costo de financiamiento externo, de la menor demanda externa y precio del cobre. Este último cae 30% respecto al escenario base (US\$1,6 dólares la libra en 2016-17), reduciendo las exportaciones, pero también generando efectos riqueza negativos más agudos que empeoran las ya débiles perspectivas para consumo privado. El alza de los premios por riesgo y las menores perspectivas para el cobre y la actividad económica, deprecian el tipo de cambio esperado hacia niveles promedio de CLP 785 y 750 por dólar en 2016 y 2017, respectivamente. Esto equivale a una senda que se ubica en promedio un 10% y 12% por sobre la del escenario base.

Si bien en este escenario existiría una mayor presión sobre la inflación en el corto plazo, no sería suficiente para contrarrestar las menores presiones inflacionarias que se generan por el aumento en las holguras de capacidad y el efecto en los precios internos asociados al menor precio del petróleo que se daría en este caso. Estimamos que la inflación cerraría este año en 2,5% y que en 2017 volvería a caer hasta 1,5%.

Así, el Banco Central, no solo postergaría la normalización monetaria, sino que debería recortar la tasa en al menos 100 puntos base tanto este año como el próximo, para no convertirse en un obstáculo para el crecimiento de la actividad, en un contexto de bajísimas presiones inflacionarias tanto domésticas como importadas. También cabría esperar un mayor accionar por parte de la política fiscal, lo que implicaría un aumento del gasto y un retraso en la meta de convergencia a balance estructural.

Adicionalmente, consideramos un escenario base alternativo para China, con una probabilidad de 30% de ocurrencia, en el que el crecimiento es 0,4 pp menor que en el escenario base en 2016-2017, donde el crecimiento esperado para Chile cae a 1,5 y 2,2% en 2016 y 2017, respectivamente. En este caso, el precio del cobre es en promedio 10% menor por año respecto a escenario base y el tipo de se deprecia, en torno a promedios de CLP 735 y 690 por dólar en 2016 y 2017, respectivamente. Esto equivale a una senda que se ubica en promedio un 3% por sobre la del escenario base. En este escenario, el Banco Central postergaría la normalización monetaria manteniendo la TPM en 3,50% durante todo el 2016 y 2017, y no esperamos una reacción diferente a la del escenario base por parte de la política fiscal.

Tabla 9.1

Escenario de riesgo para Chile bajo distintos escenarios de crecimiento de China

Año 2016	Base (60%)	Base alternativo (30%)	Riesgo (10%)
PIB China (%)	6,2	5,8	4,6
PIB Chile (%)	1,8	1,5	0,0
Tipo de cambio (vs. USD, prom.)	712	735	785
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	3,0	2,5
TPM (% fdp)	3,75	3,50	2,50

Fuente: BBVA Research

10 Tablas

Tabla 10.1

Previsiones macroeconómicas

	2013	2014	2015	2016	2017
PIB (% a/a)	4,2	1,9	2,0	1,8	2,5
Inflación (% a/a, fdp)	3,0	4,6	4,4	3,7	2,9
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	529	613	704	695	651
Tasas de interés (% fdp)	4,50	3,00	3,50	3,75	4,00
Consumo Privado (% a/a)	5,9	2,2	1,7	1,5	2,3
Consumo Público (% a/a)	3,4	4,4	5,4	4,5	1,7
Inversión (% a/a)	2,1	-6,1	0,0	1,0	2,7
Resultado Fiscal (% PIB)	-0,6	-1,6	-2,2	-3,3	-3,0
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,7	-1,2	-1,4	-1,3	-0,3

Fuente: BBVA Research

Tabla 10.2

Previsiones macroeconómicas

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (%, fdp)
T1 14	2,7	3,5	563,8	4,00
T2 14	2,1	4,3	553,1	4,00
T3 14	1,0	4,9	593,5	3,25
T4 14	1,8	4,6	612,9	3,00
T1 15	2,5	4,2	628,5	3,00
T2 15	1,9	4,4	630,0	3,00
T3 15	2,2	4,6	691,7	3,00
T4 15	1,6	4,4	704,2	3,50
T1 16	1,2	4,5	721,7	3,75
T2 16	1,6	3,9	722,1	3,75
T3 16	2,0	3,7	700,0	3,75
T4 16	2,5	3,7	694,8	3,75
T1 17	2,6	3,1	680,7	4,00
T2 17	2,7	3,0	670,6	4,00
T3 17	2,5	2,6	660,5	4,00
T4 17	2,2	2,9	650,7	4,00

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Chile

Economista Jefe de Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Hermann González
hgonzalez@bbva.com

Fernando Soto
fsotol@bbva.com

Cristóbal Gamboni
cristobal.gamboni@bbva.com

Anibal Alarcón
aalarcon@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes**Análisis Transversal de Economías Emergentes**

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sf.fernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Áreas Globales**Escenarios Económicos**

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Chile

Avenida Costanera Sur 2710
Las Condes

Santiago de Chile

E-mail: bbvaresearch_chile@bbva.com

www.bbvaresearch.com