

Situación Chile

3° TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE CHILE



01 Proyección de crecimiento 2017 se ajusta a la baja hasta 1,8% ante concreción de riesgos externos e internos.

02 Apreciación cambiaria ha sido excesiva, dificultando la recuperación y con el riesgo potencial de generar relevantes presiones desinflacionarias

03 Proyectamos dos recortes de la TPM en los próximos 12 meses. El primero ocurriría en 4T16

04 China continúa siendo el principal riesgo externo, pero reacción tardía de la política monetaria emerge como el mayor riesgo local

Índice

| | |
|--|----|
| 1 Editorial | 3 |
| 2 Entorno global: los bancos centrales atajan el Brexit | 4 |
| 3 Revisamos a la baja estimación de crecimiento 2017 hasta 1,8% ante concreción de riesgos internos y externos | 6 |
| 4 Cuenta corriente continúa en niveles sostenibles | 9 |
| 5 Inflación se mantendría bajo 3% durante gran parte del próximo año | 10 |
| 6 La política monetaria no es todo lo expansiva que la economía requiere en esta etapa del ciclo | 12 |
| 7 Mayor estrechez fiscal en 2017 en medio de crecientes presiones de gasto | 13 |
| 8 Demasiada apreciación del peso retrasa recuperación | 15 |
| 9 China continuaría siendo el principal riesgo externo, pero reacción tardía de la política monetaria emerge como riesgo local | 17 |
| 10 Tablas | 18 |

Fecha de cierre: 5 de agosto de 2016

1 Editorial

La economía global ha continuado en su evolución moderada de los trimestres precedentes, con cierta mejora en las economías emergentes. El Brexit trajo consigo un aumento sustancial de la volatilidad financiera, común al grueso de los activos. Su efecto, sin embargo, fue transitorio y no sistémico. La búsqueda de rentabilidad, en un contexto de tasas de interés muy reducidas, y el alivio generado por el retraso de la Fed sobre las condiciones financieras, han fomentado la reorientación de flujos de capital hacia los países emergentes, que en julio recibieron las mayores entradas de capital extranjero desde 2013.

Ajuste a la baja en la estimación de crecimiento 2017 hasta 1,8% ante concreción de riesgos internos y externos. Bajos niveles de confianza, deterioro del mercado laboral, condiciones de crédito más estrechas y menor impulso fiscal, dificultarán una recuperación más vigorosa del crecimiento. Por su parte, un tipo de cambio real que se mantiene bajo promedios históricos afecta seriamente la competitividad de sectores exportadores y dificulta la reasignación de recursos hacia sectores no mineros.

Déficit de cuenta corriente se mantiene en niveles sostenibles y se cerraría parcialmente el próximo año. Leve recuperación del precio del cobre y depreciación real del peso contrarrestarían la débil demanda externa permitiendo que el déficit de cuenta corriente se ubique en torno a 1% del PIB el 2017.

Mantenemos proyección de inflación en 3,2% a/a para diciembre de 2016 y bajo 3% durante gran parte del próximo año. Después de dos años de alta inflación vinculada a un proceso de relevante ajuste cambiario, esta se ubicó en 4% en julio. Estimamos que el ritmo de convergencia hacia la meta podría ser más acelerado que lo previsto por el mercado y por el propio Banco Central.

La política monetaria no está siendo todo lo expansiva que la economía requiere en esta etapa del ciclo. En un contexto de débil crecimiento y riesgos de desanclaje inflacionario a la baja, proyectamos que serán necesarios dos recortes de la TPM de 25 puntos base en los próximos 12 meses. Esta proyección no es de consenso, ni es acorde con el sesgo moderadamente contractivo del Banco Central, el cual estimamos debería cambiar en el corto plazo.

La estrechez fiscal se ha hecho más evidente ante el peor desempeño de los ingresos efectivos y el posible deterioro de los parámetros estructurales. Aun en un escenario en que el gobierno cumple con su compromiso de cerrar gradualmente el déficit estructural, no logrará hacerlo completamente dejando el trabajo para la próxima administración. En el intertanto estamos viendo fuertes presiones de gasto y veremos déficit fiscales efectivos en torno a 3% del PIB este año y el próximo. Asumimos en nuestro escenario base que se usarán un máximo de US\$2.000 millones del FEES el próximo año para financiar el Presupuesto.

La economía necesita un tipo de cambio real sobre promedios históricos para facilitar la reasignación de recursos y ello podría requerir apoyo de la política monetaria, justificada en los impactos desinflacionarios de mediano plazo. La apreciación reciente del peso ha sido significativa y, en alguna medida, superior a lo que sugieren los fundamentales. El rango más probable de la paridad estaría entre \$650 y \$700 durante los próximos trimestres.

Emerge con fuerza el riesgo de una reacción tardía de la política monetaria que dificulte la reasignación de recursos, la recuperación económica y genere presiones desinflacionarias mayores a las deseadas. Se han concretado los riesgos asociados a la no recuperación de los indicadores de confianza y externamente se concretó un escenario global de menor crecimiento, pero se han atenuado los riesgos financieros y reales asociados con el desempeño de la economía china.

2 Entorno global: los bancos centrales atajan el Brexit

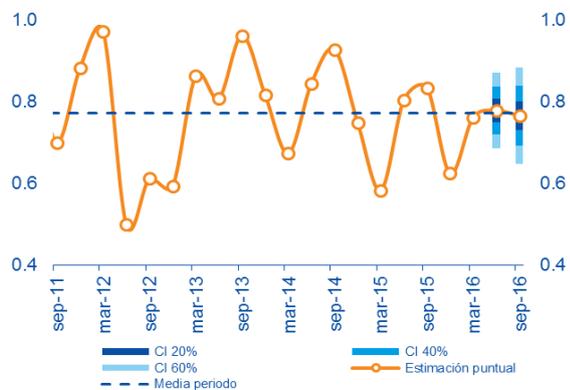
La economía global ha continuado en los tres últimos meses su evolución moderada de los trimestres precedentes, con tasas de crecimiento en torno al 3% (Gráfico 1), claramente por debajo de los ritmos anteriores a la crisis. Dentro de este promedio, las economías desarrolladas no muestran signos de recuperación, mientras se empieza a ver un cierto punto de mejora en las economías emergentes, especialmente las asiáticas. Así, los datos agregados a nivel global han mejorado parcialmente o han frenado su deterioro.

El Brexit trajo consigo un aumento sustancial de la volatilidad financiera, común al grueso de los activos. Su efecto, sin embargo, fue transitorio y no sistémico (Gráfico 2), en parte por la respuesta de los bancos centrales, retrasando el proceso de normalización de las tasas de interés (en el caso de la Fed) o manteniendo la predisposición a reforzar su esquema de estímulos (BCE, BoE y Banco de Japón). En particular, la respuesta de la Fed fue determinante para explicar la resistencia de los mercados emergentes. La búsqueda de rentabilidad, en un contexto de tasas de interés muy reducidas, y el alivio generado por el retraso de la Fed sobre las condiciones financieras, han fomentado la reorientación de flujos de capital hacia los países emergentes, que en julio recibieron las mayores entradas de capital extranjero desde 2013.

En EE.UU., los malos datos del primer y segundo trimestre siguen sin mostrar la recuperación esperada. Esto, sumado a la incertidumbre ligada a las elecciones en la segunda mitad del año y a los riesgos globales (Brexit y otros riesgos en Europa, China más a largo plazo) nos llevan a reducir nuestra previsión de crecimiento en 2016-17 del entorno de 2.5% al entorno del 2%. Por su parte, la Reserva Federal ha mostrado en sus últimas reuniones mayores dudas sobre el potencial de crecimiento de la productividad y el PIB de la economía americana a largo plazo, lo que, unido a los riesgos de la economía global, le ha hecho retrasar su proceso de normalización de tasas. Así, ahora prevemos una subida adicional este año (probablemente el diciembre) y dos en 2017.

Por su parte, en China, los temores a una desaceleración brusca de la economía se han disipado en parte tras registrar un crecimiento del PIB estable del 6,7% en el segundo trimestre del año, aunque hay señales menos optimistas provenientes de la debilidad de la inversión (sobre todo privada). Con todo, se mantiene la previsión de una desaceleración del crecimiento hasta el 6,4% en 2016 (desde el 6,9% 2015) y el 5,8% en 2017. Continúan los riesgos a corto plazo sobre la estabilidad financiera, la depreciación del renminbi y la salida de capitales, así como el mercado inmobiliario y el endeudamiento de las empresas, mientras que a largo plazo continúan las dudas sobre las perspectivas de crecimiento debido al lento progreso de las reformas estructurales en algunas áreas clave, en particular las empresas públicas.

Gráfico 2.1
PIB mundial, % t/t. Previsiones 2T y 3T para 2016
en base a BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y Haver

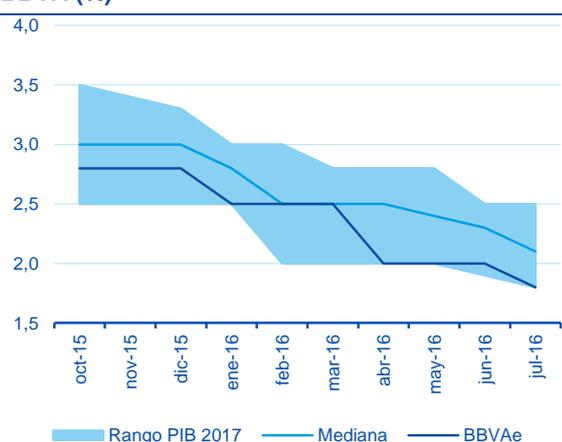
3 Revisamos a la baja estimación de crecimiento 2017 hasta 1,8% ante concreción de riesgos internos y externos

Tipo de cambio real bajo promedios históricos afecta seriamente la competitividad de sectores exportadores y dificulta la reasignación de recursos hacia sectores no mineros.

Las expectativas de crecimiento de consenso para este año se han mantenido estables en 1,7% desde marzo. Sin embargo, para el próximo año han continuado con la tendencia a la baja que registran desde su segunda lectura en abril de 2015, ubicándose en 2,1% al cierre de este informe. El FMI también revisó a la baja la proyección de crecimiento del próximo año hasta 2%, mientras que el Banco Central aun mantiene el rango estimado entre 2% y 3%. Si bien compartimos la visión del mercado para el crecimiento de este año, estimamos que aun hay espacio para ajustes adicionales a la baja en la proyección de crecimiento del PIB en 2017, el que estimamos en 1,8%. Esta cifra es 0,2 puntos porcentuales inferior a la estimada en nuestro informe previo, como consecuencia de la concreción de riesgos internos y externos anticipados en dicho reporte (Gráfico 3.1).

En los primeros seis meses del año, el crecimiento de la actividad promedia 1,6% a/a. Si bien el crecimiento del primer trimestre de este año (2,0% a/a) superó nuestras expectativas, las cifras del segundo trimestre apuntan a un crecimiento de 1,1% a/a, levemente menor a lo anticipado, de manera que para el primer semestre como un todo, el crecimiento que hoy estimamos no difiere mayormente de lo previsto en mayo. Hacia delante, observamos que se han concretando riesgos para la evolución de la demanda interna y externa que dificultarán una recuperación vigorosa del gasto privado en la segunda parte del año. La confianza de los agentes lejos de recuperarse, ha continuado cayendo y, tal como hemos señalado con anterioridad, es posible que permanezca en terreno pesimista hasta bien entrado 2017 e incluso hasta inicios de 2018 (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
Proyección de crecimiento 2017: de consenso y BBVA (%)*



* La proyección de consenso corresponde a lo plasmado en la Encuesta de Expectativas Económicas al mes de julio de 2016. Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 3.2
Confianza de consumidores (IPEC) y empresarios (IMCE) (índice)



Fuente: BCCh, Adimark, ICARE, BBVA Research

Por otro lado, en los últimos meses hemos visto un deterioro más nítido del mercado laboral que se refleja no solo en un relevante aumento de la tasa de desocupación, sino también en una moderación del crecimiento del empleo asalariado y en un acotado dinamismo de las remuneraciones. Otros indicadores

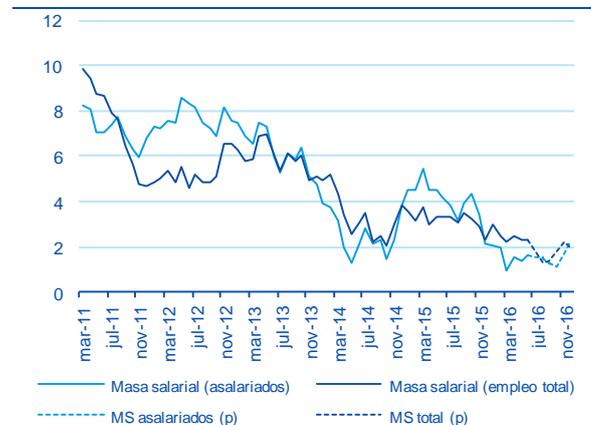
como la diferencia entre el número de contratos suscritos y desahucios de isapres confirman esta tendencia de deterioro (Gráfico 3.3). Así, se mantiene un reducido crecimiento de la masa salarial, el que sumado al ya mencionado deterioro de la confianza y condiciones financieras menos expansivas, explican el actuar más precautorio de las familias que se traduce en un bajo crecimiento del consumo privado (Gráfico 3.4). No anticipamos una recuperación relevante de los determinantes del consumo privado en los próximos 18 meses, lo que nos hace ser escépticos respecto del desempeño de este componente de la demanda. Consistente con una tasa de desempleo promedio de 6,6% este año y 7,2% el próximo y suponiendo niveles de confianza neutrales solo a inicios de 2018, entre otros supuestos, proyectamos que el consumo privado crecerá 1,4% y 1,5% en 2016 y 2017, respectivamente.

Gráfico 3.3
Contratos suscritos menos desahucios con Isapres*



*Información a mayo 2016.
Fuente: Superintendencia de salud, BBVA Research

Gráfico 3.4
Masa salarial efectiva y proyecciones (var. % anual)*



* Línea punteada corresponde a proyección.
Fuente: INE, BBVA Research

En lo que respecta a la inversión, en los últimos meses observamos una nueva corrección a la baja de los proyectos en carpeta, especialmente en el sector minero privado y público, así como también un persistente bajo dinamismo del componente importado de la inversión (maquinarias y equipos) más allá de la internación de otros vehículos de transporte (Gráfico 3.5).

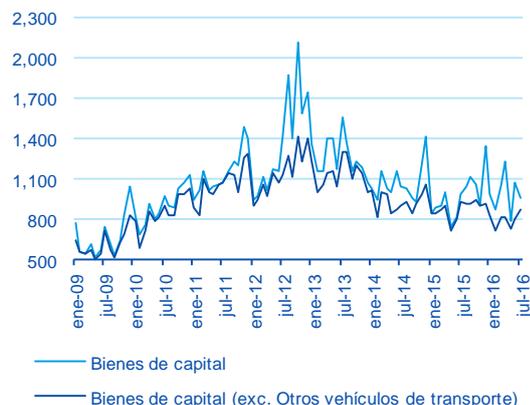
Las principales fuentes de crecimiento de la inversión en años previos que fueron la minería y los sectores inmobiliario y público parecen haber agotado su contribución. En los próximos años será el sector energía el de mayor protagonismo, principalmente por los proyectos que se centran en generar energías renovables no convencionales (ERNC), pero también por la potencial entrada de nuevos proyectos de energía hidroeléctrica.

Para este año proyectamos una contracción de la inversión de 1,1%, la cual estaría empujada por una relevante caída de la construcción, en una magnitud no vista desde el año 2009. Por su parte, con base en las cifras de la Corporación de bienes de capital (CBC) y en la proyección de los determinantes fundamentales, anticipamos una nueva contracción de la inversión en 2017, esta vez de un 0,5%, nuevamente empujada por la construcción (Gráfico 3.6).

El ajuste a la baja de la inversión en el bienio 2016-17 se explica por una menor inversión minera y de sectores transables no mineros, que no son totalmente compensados por un ajuste al alza en la estimación del crecimiento de la inversión no transable, donde destacan los montos en inversión en telecomunicaciones, vivienda, obras públicas y, principalmente, energía. En lo que respecta a la inversión pública, las restricciones presupuestarias que enfrenta el gobierno, sumadas a la relevante inercia de los

compromisos de gasto corriente, llevarán a que este componente retroceda en 2016 y en 2017, aportando negativamente al crecimiento de la inversión total.

Gráfico 3.5
Importaciones de bienes de capital (MM USD)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 3.6
Inversión efectiva y proyectada por componentes (var. %)



Fuente: BBVA Research

El escenario base aquí presentado también asume una paulatina recuperación de las exportaciones en el horizonte de proyección, aunque menor que la prevista en el informe previo, en línea con el deterioro de las perspectivas de crecimiento mundial. Para las importaciones, proyectamos una contracción para este año y un crecimiento más acotado el próximo. En conjunto, el sector externo neto tendrá una contribución levemente positiva al crecimiento del PIB tanto este año como el próximo.

A nivel de sectores, más allá de la volatilidad típica de los sectores relacionados con recursos naturales, el crecimiento del PIB no minero también registra un crecimiento acotado reflejo de que la economía continúa operando con holguras de capacidad. En los primeros seis meses del año el PIB minero se contrajo 3,7% en promedio, mientras que el PIB no minero creció 2,2% cifra que se compara con un crecimiento potencial estimado en torno a 3%.

Respecto al precio del cobre, estimamos que este promediará US\$2,14 la libra este año y US\$2,2 la libra en 2017. No hemos modificado nuestra estimación de largo plazo (US\$2,5 la libra), pero dicho nivel demorará en alcanzarse al menos hasta el inicio de la próxima década. Aunque los movimientos de agentes no comerciales han dejado de impactar negativamente en el precio del metal con la misma fuerza que a inicios de este año y el Brexit no parece haber tenido repercusiones significativas, se mantiene un escenario de superávit mundial de cobre que haría mantener el precio en los niveles actuales por algunos años. Es más, los riesgos siguen a la baja, tanto por factores de oferta y demanda (aumentos de producción en lo que resta de año y el próximo, riesgos al crecimiento mundial) como financieros (apreciación del dólar).

La competitividad de sectores transables ha caído significativamente en los últimos años, no solo en lo referido a la minería, sino también en el caso de la industria y, en menor medida, de la agricultura. Esta pérdida de competitividad es consecuencia de caídas en los precios de exportación en dólares y aumentos de costos locales que no han sido compensadas por una depreciación multilateral del peso. Consideramos que es fundamental contar con un tipo de cambio real multilateral sobre los promedios históricos, para apoyar una recuperación más vigorosa del crecimiento, apoyada en una reasignación de recursos hacia sectores transables distintos de la minería.

4 Cuenta corriente continúa en niveles sostenibles

Leve recuperación del precio del cobre y depreciación real del peso contrarrestarían la débil demanda externa permitiendo que el déficit de cuenta corriente se ubique en torno a 1% del PIB hacia el 2017. Financiamiento externo seguirá siendo liderado, aunque de manera más moderada, por la Inversión Extranjera Directa (IED). Proyectamos déficit externo de 1,7% del PIB para este año.

El año pasado las cuentas externas cerraron con un saldo negativo de US\$4.761 millones y proyectamos en torno US\$4.400 millones de déficit este 2016. La rápida caída del precio del cobre unida al más lento proceso de ajuste en el consumo privado llevó a que la balanza comercial sufriera un rápido deterioro relativo al pasar de un superávit sobre US\$6.300 millones en 2014 a uno en torno a US\$3.500 millones en 2015. El 2016 hemos visto que este ajuste estaría en gran parte concluido toda vez que las importaciones de bienes de consumo e intermedios se han unido a la desaceleración de las importaciones de bienes de capital.

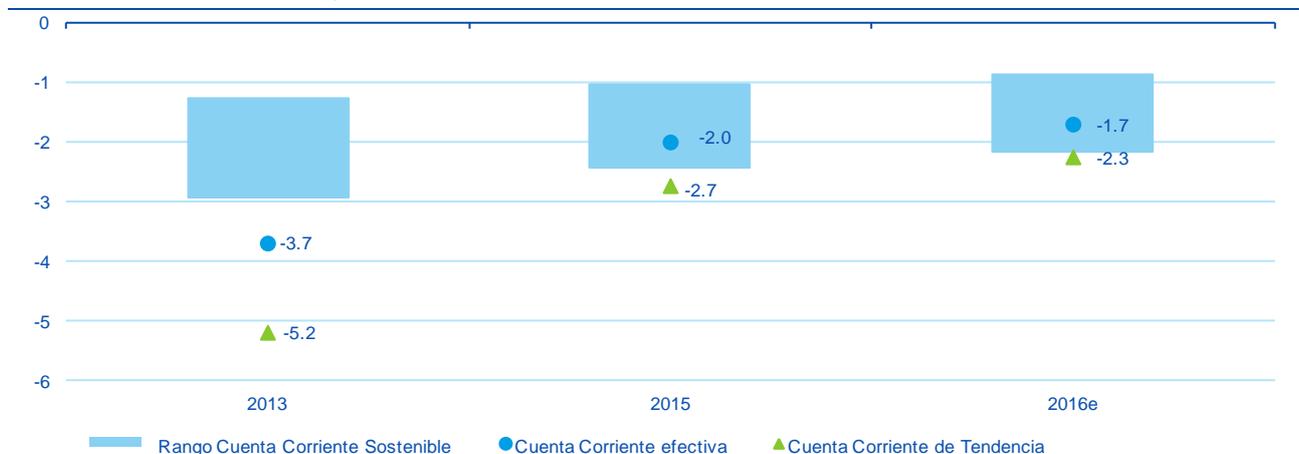
La dependencia del financiamiento externo continúa pero sin riesgos de sostenibilidad, impulsado por los componentes de inversión directa y en menor medida por inversión de cartera. En este contexto, la valoración para el saldo en cuenta corriente durante los próximos años se mantiene caracterizada por una convergencia al equilibrio. Bajo nuestro escenario, la recuperación en el precio del cobre, más lenta pero persistente durante los próximos trimestres, nos permiten proyectar cierta recuperación hacia equilibrio en 2019.

Con todo, corregimos muy levemente el déficit externo esperado para este año desde un 1,8% a un 1,7% del PIB, mientras que para 2017 vemos un saldo externo negativo en torno a 0,9% del PIB.

En términos de sostenibilidad, damos cuenta de que las cuentas externas no lucen con especial necesidad de mayores ajustes. El déficit de cuenta corriente sostenible (DCCS) se ubica entre 0,9 % y 2,2% del PIB, y tanto el déficit de cuenta corriente del 2015 como 2016 se ubican en torno a esos valores. Asimismo, al evaluar el déficit de cuenta corriente a precios de largo plazo para el precio del cobre y petróleo (déficit de cuenta corriente de tendencia – DCT), la evaluación no cambia sustancialmente (Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1

Cuenta corriente sostenible y de tendencia (% PIB)



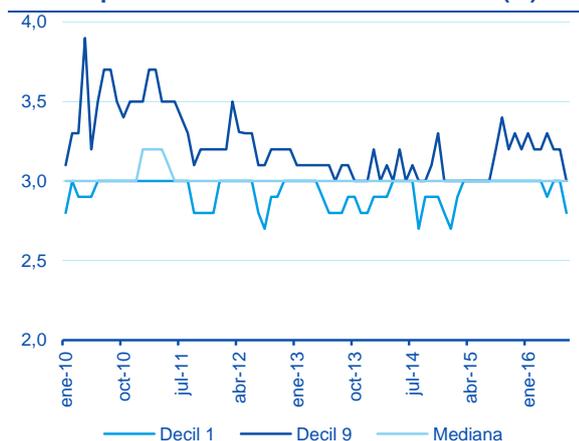
* Rango de CCS en base a estimación de PIB de tendencia para 2016.
Fuente: BCCh, BBVA Research

5 Inflación se mantendría bajo 3% durante gran parte del próximo año

Mantenemos nuestra proyección de IPC en 3,2% a/a para diciembre de 2016, así como nuestra visión de que la inflación se encontrará bajo 3% gran parte del próximo año.

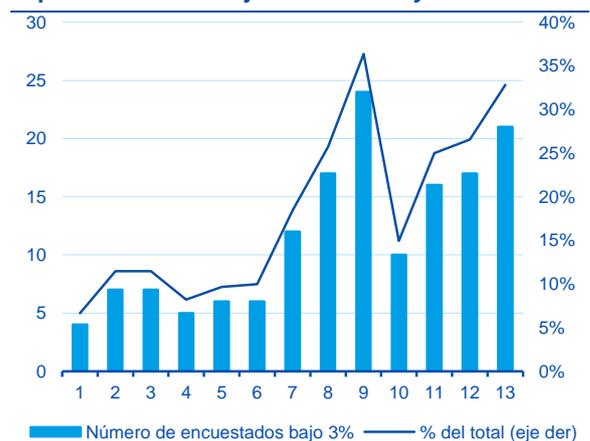
Durante el último trimestre los acotados registros de inflación mensual junto con un tipo de cambio que ha retrocedido a niveles cercanos a \$650, han contribuido a moderar las expectativas de inflación de los agentes del mercado. Es así como para 12 meses adelante las expectativas pasaron de 3,5% a 3% entre enero y julio según la EOF¹, mientras que en 23 meses a pesar de que la mediana se encuentra en 3%, el decil 9 al mes de julio descendió rápidamente a 3% en la EEE². Asimismo, el número de encuestados que espera inflación bajo 3% entre 13 y 24 meses adelante sobrepasa el 30% del total al mes de julio según la EOF (Gráficos 5.1 y 5.2).

Gráfico 5.1
EEE: Expectativas de inflación a 23 meses (%)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 5.2
EOF: Número y porcentaje de encuestados que esperan inflación bajo 3% entre 13 y 24 meses*



* El eje horizontal comienza en la encuesta de la primera quincena de enero de 2016 (1) y termina en la primera quincena de julio de 2016 (13).
Fuente: BCCh, BBVA Research

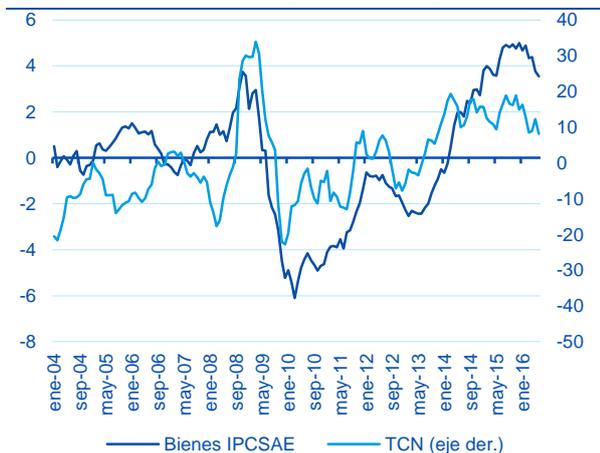
Al cierre estadístico de este informe, la inflación anual se ubica en 4% a/a, tras permanecer más de 2 años por encima del techo del rango de tolerancia del Banco Central. El menor incremento de los precios ha sido posible gracias al fortalecimiento del CLP frente al dólar en lo que va del año, lo que ha permitido una desaceleración de la inflación de bienes transables, especialmente los menos volátiles de la canasta, disminuyendo las presiones inflacionarias en el IPC total (Gráfico 5.3). Lo anterior también ha contribuido a contener el incremento en el precio de los alimentos y la energía asociados a los mayores precios internacionales. En nuestro escenario base, que considera que el tipo de cambio se ubicará en \$690 al cierre de año, la inflación terminaría este año en 3,2%.

Para 2017 mantenemos nuestra proyección de inflación de cierre de año en 2,5%. Estimamos que la inflación convergerá rápidamente a la meta en el transcurso de 1T17, para luego ubicarse por debajo de 3% durante el resto del año. Aunque el precio de los productos más volátiles de la canasta podría continuar aportando inflación durante el próximo año, serán las escasas presiones subyacentes las que liderarán esta

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

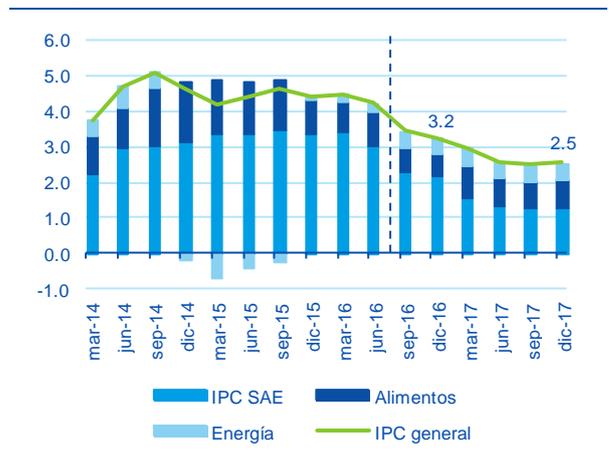
trayectoria. De esta forma, los bienes aportarán cada vez menor inflación apoyados por la trayectoria apreciativa del CLP, mientras que la inflación de servicios subyacente, retrocederá en un contexto de mayores holguras de capacidad (Gráfico 5.4).

Gráfico 5.3
Inflación de bienes SAE (var. % anual)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 5.4
Proyección de inflación por componentes (var. % anual)



* Línea punteada indica comienzo de la proyección.
Fuente: BCCh, BBVA Research

6 La política monetaria no es todo lo expansiva que la economía requiere en esta etapa del ciclo

Más estímulo monetario se hace necesario en un escenario en que la actividad se mantiene débil y la inflación proyectada se ubica marcada y persistentemente bajo 3%. Proyectamos dos recortes de la TPM de 25 puntos base en los próximos 12 meses.

El deterioro de las perspectivas de crecimiento local, asociado en parte a las menores perspectivas de crecimiento mundial, junto con acotados espacios para un estímulo proveniente del sector público, hace necesario tener en cuenta la posibilidad de un mayor aporte de la política monetaria en esta coyuntura. Este mayor estímulo, además de reducir los costos de financiamiento para familias y empresas, permitiría tener un tipo de cambio real más depreciado y, por esa vía, ayudaría al redireccionamiento de los recursos hacia sectores transables distintos de la minería. Estimamos que un mayor estímulo monetario es necesario y que, si bien tendría efectos inflacionarios de corto plazo, estos serían acotados, toda vez que la economía opera con un bajo uso de su capacidad instalada y con una demanda interna que se mantiene muy débil.

En nuestro informe del trimestre anterior presentamos un escenario en que la tasa de instancia se mantenía en 3% por un período prolongado, no compartiendo la visión que en ese momento tenían el consenso de mercado y el Banco Central, respecto de la necesidad de retirar estímulo. El IPoM de junio postergó las alzas de tasas pero mantuvo el sesgo contractivo, apegándose a la trayectoria implícita en los precios de los activos financieros que contemplaban, en ese momento, un primer aumento de 25 puntos base a fines de este año o inicios del 2017 y un segundo incremento de igual magnitud en meses posteriores a un año plazo. Sin embargo, tras el informe del Banco Central, las cifras de actividad y del mercado laboral han decepcionado, el peso se apreció y el escenario externo se ha hecho más incierto tras el Brexit, un evento no considerado en las proyecciones, excepto por los efectos de las votaciones en la volatilidad de los mercados financieros. Siendo aún pronto para cuantificar los efectos finales de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, el impacto más probable es un menor crecimiento mundial y tasas de interés más bajas en gran parte del mundo por un período prolongado.

Las últimas reuniones de política monetaria en las que se ha mantenido la tasa en 3,5% han mantenido el sesgo moderadamente contractivo, pese a que la única opción de política relevante discutida por el Consejo ha sido la mantención. Consideramos que mantener el sesgo contractivo en un contexto en que la tasa de interés se mantiene por un período largo de tiempo genera riesgos de credibilidad que se debiesen cautelar. Por su parte, contrario a la visión de la autoridad monetaria, nuestras estimaciones apuntan a que el actual nivel de la TPM es solo marginalmente expansivo si toman en cuenta diversas estimaciones para la tasa de política neutral.

Nuestra proyección para la TPM sigue sin ser compartida por el consenso, aunque en lo más reciente diversas voces se han sumado a la idea de que será necesario aumentar el estímulo monetario. Tácticamente, un recorte de tasas de interés debe ir acompañado por un mayor convencimiento del Consejo del Banco Central de que la inflación cederá de forma definitiva, lo que según nuestras previsiones será más evidente en el último trimestre de este año. Los precios de los activos financieros al cierre de este informe no contemplan alzas en los próximos 24 meses y tímidamente comienzan a incorporar la posibilidad de un recorte. Por su parte, las encuestas apuntan a una mantención prolongada de la tasa en su nivel actual, de manera que aun vemos espacios para retrocesos adicionales en las tasas swap y ciertamente proyectamos correcciones adicionales a la baja en las expectativas de tasas de interés del consenso de los analistas.

7 Mayor estrechez fiscal en 2017 en medio de crecientes presiones de gasto

Menores ingresos estructurales acotan el espacio de gasto en 2017 a 3%, mientras el gobierno compromete nuevos recursos para gratuidad en educación superior y pensiones, en medio de una discusión sobre las fuentes de financiamiento.

El presente año fiscal no debería contener sorpresas al cierre por el lado del gasto, donde las cifras del primer semestre permiten proyectar una ejecución de 100% del Presupuesto. Respecto a los ingresos, la Operación Renta mostró un buen resultado en la recaudación de impuesto a las empresas no mineras, pero confirmó el deterioro de los traspasos de recursos al Fisco por parte del sector minero. A lo anterior se suma el magro resultado de la recaudación por IVA, la cual acumulaba un crecimiento de 4,8% a/a al primer trimestre, en parte por los buenos resultados de las medidas antievasión y de factura electrónica, pero que ostentó caídas en los meses de abril y mayo, para alcanzar apenas un crecimiento acumulado de 0,7% a/a para el primer semestre de 2016. De todas formas, los ítems de Otros ingresos se ubicarían en diciembre algo por sobre lo estimado por el Fisco en julio, por lo que proyectamos un total de ingresos ligeramente mayor a la proyección oficial.

Así, el déficit efectivo de este año sería 2,9% del PIB (algo en torno a US\$ 7.000 millones), menor al 3,2% del PIB estimado por el gobierno, con un crecimiento del gasto de 4,2%. Como al cierre del primer semestre el déficit es prácticamente cero, restan por financiar la totalidad del los US\$7.000 el segundo semestre. Los activos en pesos al 30 de junio totalizan US\$ 4.3bn, por lo que se recurriría a la liquidación de parte de los activos en dólares, que totalizan a la fecha aproximadamente US\$ 3.0bn, utilizando además por completo el límite de deuda de US\$10.500 autorizada por la ley (restarían en torno a US\$ 2.700 millones por emitir en 2S16).

El aspecto sobre el que no hay mayor certeza es la proyección del déficit estructural 2016, clave para estimar los espacios de crecimiento del gasto en 2017. El reciente cambio metodológico en el cálculo de los ingresos estructurales, que tomará la estimación de parámetros estructurales (PIB tendencial y precio de referencia del cobre) que durante junio y julio informarían los Comités de expertos independientes al Ministerio de Hacienda, más la meta de reducir a un ritmo de 0,25% del PIB el déficit estructural en cada año, encadenan con fuerza las proyecciones de 2017 al resultado de 2016.

Estimamos que ambos parámetros estructurales serán revisados a la baja, ante perspectivas de mediano plazo más deprimidas respecto a las que se tenían en las pasadas consultas. Así, el precio del cobre de referencia debiese situarse en torno a US\$ 2,47 la libra y el crecimiento del PIB tendencial en 3%. Con estas cifras, estimamos que el déficit estructural 2016 sería de 1,2% del PIB. Cabe recordar que el gobierno se comprometió a no incorporar los ingresos del reintegro de capitales para calcular la meta de convergencia, los cuales alcanzaron este año un monto de aproximadamente 0,3% del PIB. Así, la meta para 2017 sería un déficit estructural de 1,3% del PIB ($-1,2\% - 0,3\% + 0,25\%$). De cumplirse estas cifras, el espacio para crecimiento del gasto en 2017 estaría en torno a 3%, lo que implica un déficit efectivo de 3,3% del PIB, algo en torno a US\$ 8.300 millones (Tabla 7.1).

La discusión fiscal ha girado en lo reciente en torno a la mantención de la clasificación de riesgo y sus perspectivas. Los temores radican principalmente en el aumento de la deuda bruta, que al primer semestre alcanza 20,4% del PIB, y que proyectamos terminará en 21,5% del PIB al cierre de este año. Con todo, la deuda neta sigue siendo casi cero, nivel bajo desde una perspectiva histórica (Gráfico 7.1). Por lo mismo, para financiar el déficit efectivo del próximo año (US\$ 8.300 millones), los vencimientos de deuda (US\$ 2.000 millones) y otros compromisos financieros, como bonos de reconocimiento y eventuales

capitalizaciones a empresas públicas (al menos US\$ 1.000 millones), sin elevar la deuda bruta al ritmo que lo ha hecho este último año, se está evaluando la opción de utilizar recursos de los fondos soberanos, FEES y FRP. Consideramos como muy probable la opción de utilización del FEES para el financiamiento de las obligaciones financieras del Fisco el próximo año, en un máximo de US\$ 2.000 millones, así como también el FRP en el monto permitido, US\$ 570 millones³. De esta forma, la Ley de Presupuestos 2017 contemplaría un monto de emisión de deuda entre US\$ 8.500 y US\$ 9.000 millones, inferior a los US\$ 10.500 millones de este año.

Por último, seguimos proyectando un crecimiento sobre 3% para el gasto en 2018, dado el aumento en los ingresos estructurales que daría el fin del FUT, para de 2019 en adelante mostrar crecimientos muy acotados si se quiere seguir convergiendo a balance estructural (Gráfico 7.2). Esto resulta más desafiante, toda vez que se siguen comprometiendo recursos hacia futuro. Así, con un gasto que no se contendría en el mediano plazo, asignamos una mayor probabilidad a las opciones que existen para que las cuentas fiscales cuadren, que podrían ser un abandono de la meta gradual de converger a balance estructural o una nueva reforma tributaria que genere mayores recursos.

Tabla 7.1
Proyección variables fiscales para 2016 y 2017

| | 2016 Min. Hacienda | 2016 BBVA Research | 2017 BBVA Research |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Precio cobre de ref. (US\$/lb) | 257 | 247 | 247 |
| PIB tendencial (var. a/a) | 3,6 | 3,0 | 3,0 |
| Déficit efectivo* (mm USD) | 7.713 | 6.951 | 8.316 |
| Déficit efectivo (% del PIB) | -3,2% | -2,9% | -3,3% |
| Déficit estructural sin reg. cap. (% del PIB) | -1,4% | -1,5% | -1,3% |

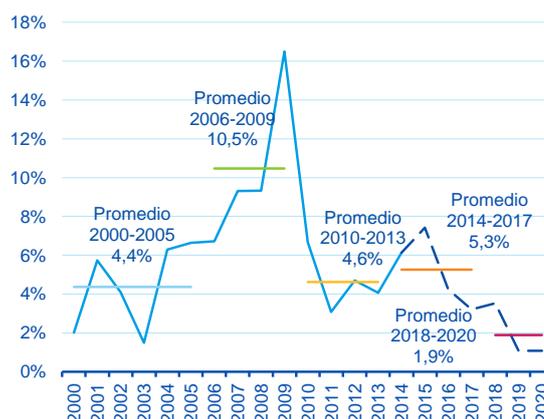
Fuente: Dirección de Presupuestos, BBVA Research

Gráfico 7.1
Evolución de la deuda bruta y neta 1990 – 2015 y proyección 2016 (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda, BBVA Research

Gráfico 7.2
Crecimiento del gasto público y promedios por periodo 2000-2020



Fuente: Dirección de Presupuestos, BBVA Research

3: Con lo señalado, la ecuación de financiamiento cerraría de la siguiente forma: Déficit + Amortización deuda + Bonos de Reconocimiento y otros = Emisión deuda + FEES+FRP, es decir, US\$ 8.300 + US\$ 2.000 + US\$ 1.000 = US\$11.300 millones, que serían perfectamente financiados por deuda bruta (estimamos US\$8.500 a 9.000) y el resto con liquidación de activos del FEES y el FRP.

8 Demasiada apreciación del peso retrasa recuperación

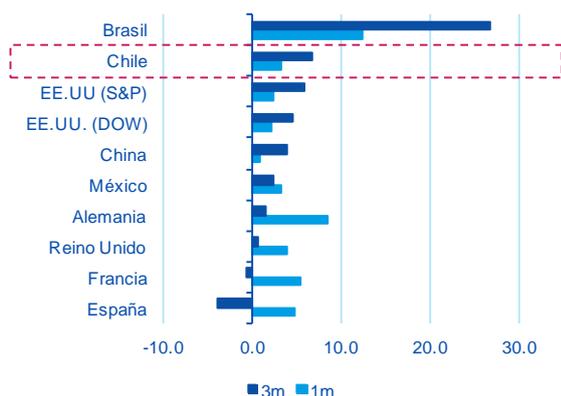
Intensidad de la apreciación multilateral del peso ha sido superior a lo que aconseja la posición cíclica de la economía dejando el tipo de cambio real por debajo de sus promedios históricos. Tasas de interés a todos los plazos han bajado siguiendo en parte a sus contrapartes internacionales.

La incertidumbre sobre la evolución de la economía china persiste, aunque la recuperación en el precio del petróleo y otros *commodities* ha mitigado la aversión al riesgo, y favorecido a monedas emergentes. El episodio de volatilidad que trajo el Brexit se ha aplacado, y el peso chileno ha mostrado renovada apreciación bilateral y multilateral. En ese contexto, la bolsa local acumula una recuperación de 6,8% medida en dólares en los últimos 3 meses (Gráfico 8.1).

En Chile, el peso pasó por un período de depreciación estrechamente vinculado a los temores que generó el Brexit. Sin embargo, despejado ese riesgo, ha vuelto a apreciarse hacia niveles no vistos desde mediados del 2015. Esta evolución coincidió con un relevante arde de operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carry trade*) por cerca de US\$ 2,5 bn., dando cuenta del apetito de inversionistas globales por recuperar en alguna medida la exposición a los mayores rendimientos nominales que ofrecen tasas de interés superiores localmente. Por su parte, la concreción del Brexit ha impactado fuertemente sobre la libra esterlina y el euro, las cuales se han depreciado 11% y 3% frente al dólar, respectivamente (Gráfico 8.2).

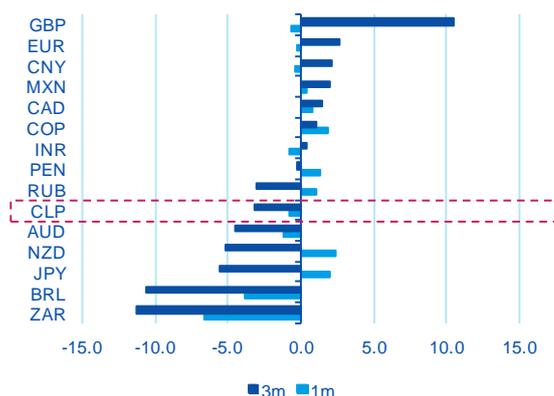
Con todo, en la coyuntura reciente el peso chileno ha sido favorecido, incluso algo más que sus socios comerciales tal como da cuenta la apreciación multilateral de la moneda, aspecto que en alguna medida también se explica por la relevante apreciación del real donde también se han observado operaciones de *carry trade* en coincidencia con las del peso chileno.

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



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

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



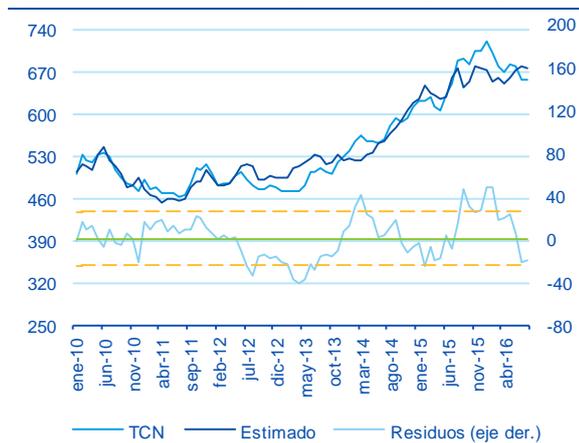
* Aumento indica depreciación de la moneda local mientras que disminución significa apreciación de la moneda local frente al dólar.
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

De la evaluación del desalineamiento cambiario se desprende que la apreciación del peso ha sido significativa y, en alguna medida, superior a lo que sugieren los fundamentales (Gráfico 8.3). Si bien consideramos que no existiría espacio para depreciaciones fundamentales que lleven la paridad peso-dólar sobre \$700, tampoco estimamos que las condiciones cíclicas apoyen un tipo de cambio nominal consistente

con un tipo de cambio real en o bajo sus promedios histórico como está siendo el caso en lo más reciente (Gráfico 8.4). Consideramos que el tipo de cambio debería permanecer en niveles sobre sus promedios históricos para facilitar la reasignación de recursos hacia sectores exportadores distintos al sector minero, y con ello, permitir la recuperación de la inversión en sectores de bienes y servicios transables. Un eventual apoyo de la política monetaria, justificada ciertamente en los impactos desinflacionarios de mediano plazo, podría ser necesario. De hecho, el Banco Central ya ha manifestado que la apreciación reciente no se condice favorablemente con la recuperación económica, pero existe el riesgo de una respuesta de política monetaria tardía que termine retrasando la recuperación.

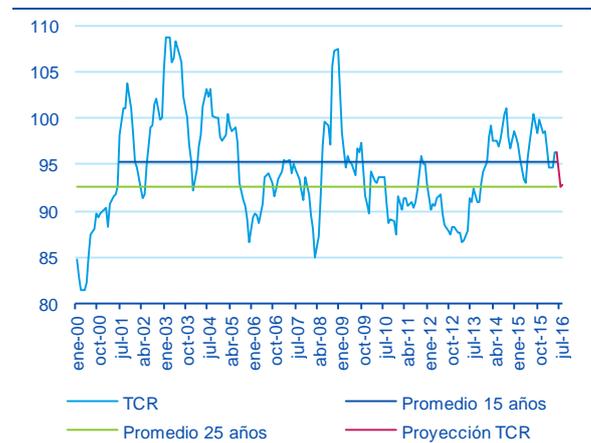
En el corto plazo, debido a la alta volatilidad existente en los mercados financieros globales, no descartamos depreciaciones adicionales del CLP que podrían llevar la paridad nuevamente a niveles de \$700, pero no consideramos que estarían dadas las condiciones para trabajar con esos niveles como permanentes.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

Gráfico 8.3
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, Dollar Index y 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)



* Línea para los meses de julio y agosto corresponden a estimación del TCR en base a evolución del Tipo de cambio multilateral e inflación externa. Fuente: BCCh, BBVA Research

Las tasas de interés *benchmark* en pesos a 10 años plazo se han mantenido estables durante los últimos 3 meses, mientras que a 5 años plazo han seguido de cerca la evolución de sus similares en dólares. En el escenario base, los dos recortes de 25 pb. en la TPM tendrían efectos bajistas sobre las tasas en pesos locales. Sin embargo, estos serían compensados por un incremento en las tasas externas de largo plazo y por el mayor tipo de cambio que esperamos se concrete en el horizonte de proyección.

9 China continuaría siendo el principal riesgo externo, pero reacción tardía de la política monetaria emerge como riesgo local

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

Internamente, se concreta riesgo de no recuperación de las confianzas y ahora esperamos neutralidad hacia principios del 2018. También se ha concretado el riesgo de una apreciación del peso mayor a la que sugiere la posición cíclica de la economía. Una reacción tardía de la política monetaria se transforma en un nuevo riesgo local.

El riesgo asociado al desempeño de la economía china, se ha tendido a mitigar. Las noticias han mostrado cierta estabilidad en la manufactura, pero el empleo y una débil demanda externa continúan inyectando presión, y pueden implicar ajustes abruptos en el yuan con consecuencias en el precio del cobre. Seguimos esperando una desaceleración suave de la economía. Sin embargo, una concreción de este riesgo significaría un ajuste brusco que, como hemos señalado, tendría impactos relevantes sobre *commodities*, los ingresos fiscales, las exportaciones, la inversión y a última línea, sobre el crecimiento. Este riesgo ha estado presente en las últimas versiones de este informe, y en lo más reciente no se ha hecho presente en alguna medida gracias a la pérdida de valor del dólar globalmente que ha apoyado el precio de las materias primas y a las políticas fuertemente contracíclicas implementadas por las autoridades de ese país. Un deterioro de la economía china tendría también impactos relevantes en otros países emergentes, transmitiéndose tanto por canales financieros como reales.

Otro de los factores de riesgo externo que mencionamos en informes anteriores era el efecto que tendría el inicio del proceso de normalización monetaria en EE.UU. Sin embargo, las noticias en el margen han apoyado un proceso más pausado, colocando menos presión sobre la política monetaria local y, con ello, permitiendo que ésta permanezca en niveles estimulativos por más tiempo.

Sin embargo, emerge un nuevo riesgo en este informe referente a una apreciación del peso que deje el tipo de cambio real marcadamente bajo sus promedios históricos lo que consideramos podría retrasar una recuperación cíclica y limitar la reasignación de recursos hacia sectores transables no mineros. Una acción tardía de la política monetaria podría colocar no solo el tipo de cambio real en niveles apreciados sino también empujar la inflación de mediano plazo hacia niveles inferiores a los consistentes con la meta inflacionaria. Este riesgo interno se suma al de una mantención más prolongada de lo previsto del pesimismo de los agentes.

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.

10 Tablas

Tabla 10.1

Previsiones macroeconómicas

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| PIB (% a/a) | 4,0 | 1,9 | 2,1 | 1,7 | 1,8 | 2,4 |
| Inflación (% a/a, fdp) | 3,0 | 4,6 | 4,4 | 3,2 | 2,5 | 3,0 |
| Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | 529 | 613 | 704 | 690 | 680 | 651 |
| Tasas de interés (% fdp) | 4,50 | 3,00 | 3,50 | 3,25 | 3,00 | 4,00 |
| Consumo Privado (% a/a) | 5,5 | 2,4 | 1,5 | 1,4 | 1,5 | 2,0 |
| Consumo Público (% a/a) | 3,5 | 5,1 | 5,8 | 5,4 | 3,1 | 2,2 |
| Inversión (% a/a) | 2,2 | -4,2 | -1,5 | -1,1 | -0,5 | 2,5 |
| Resultado Fiscal (% PIB) | -0,6 | -1,6 | -2,2 | -2,9 | -3,3 | -3,0 |
| Cuenta Corriente (% PIB) | -3,7 | -1,3 | -2,0 | -1,7 | -0,9 | -0,1 |

Fuente: BBVA Research

Tabla 10.2

Previsiones macroeconómicas

| | PIB (% a/a) | Inflación (% a/a, fdp) | Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | Tasa de Interés (% fdp) |
|--------------|----------------|---------------------------|----------------------------------|----------------------------|
| T1 14 | 2,7 | 3,5 | 563,8 | 4,00 |
| T2 14 | 2,3 | 4,3 | 553,1 | 4,00 |
| T3 14 | 0,9 | 4,9 | 593,5 | 3,25 |
| T4 14 | 1,6 | 4,6 | 612,9 | 3,00 |
| T1 15 | 2,7 | 4,2 | 628,5 | 3,00 |
| T2 15 | 2,1 | 4,4 | 630,0 | 3,00 |
| T3 15 | 2,2 | 4,6 | 691,7 | 3,00 |
| T4 15 | 1,3 | 4,4 | 704,2 | 3,50 |
| T1 16 | 2,0 | 4,5 | 682,1 | 3,50 |
| T2 16 | 1,1 | 4,1 | 681,1 | 3,50 |
| T3 16 | 1,3 | 3,4 | 680,0 | 3,50 |
| T4 16 | 2,1 | 3,2 | 689,7 | 3,25 |
| T1 17 | 0,5 | 2,9 | 687,3 | 3,25 |
| T2 17 | 2,1 | 2,6 | 684,9 | 3,00 |
| T3 17 | 2,4 | 2,5 | 682,5 | 3,00 |
| T4 17 | 2,4 | 2,5 | 680,1 | 3,00 |
| T1 18 | 2,4 | 2,7 | 669,7 | 3,25 |
| T2 18 | 2,4 | 3,0 | 661,4 | 3,50 |
| T3 18 | 2,4 | 3,0 | 656,1 | 3,75 |
| T4 18 | 2,4 | 3,0 | 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
hgonzalezb@bbva.com

Waldo Riveras
wriveras@bbva.com

Cristóbal Gamboni
cristobal.gamboni@bbva.com

Aníbal Alarcón
aalarcon@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Chile

Avenida Costanera Sur 2710
Las Condes
Santiago de Chile
E-mail: bbvaresearch_chile@bbva.com
www.bbvaresearch.com