

Situación Chile

4º TRIMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE CHILE



01
Mantenemos proyecciones de crecimiento en 2016-17. Nuestra visión sigue siendo más conservadora que la del mercado para 2017

02
Inflación terminaría este año cerca de la meta del Banco Central y fluctuaría bajo 3% en 2017

03
Proyectamos al menos dos recortes de la tasa de política monetaria hasta 1T17. No descartamos que sea necesario un mayor estímulo monetario

04
Recortes de la TPM son necesarios para tener un tipo de cambio más competitivo y para el anclaje inflacionario

Índice

1. Editorial	3
2. Entorno Global	4
3. Tasas de interés <i>benchmark</i> en torno a mínimos históricos	6
4. Proyecciones de crecimiento en 2016-2017 sin cambios	9
5. Inflación anclada a la meta, pero condicional a un mayor estímulo monetario	11
6. Mayor impulso monetario para enfrentar riesgo de desanclaje inflacionario	14
7. Acotado crecimiento del gasto fiscal en 2017	16
8. Depreciación tardía del peso retrasaría recuperación	18
9. Tablas	19

Fecha de cierre: 28 de octubre de 2016

1. Editorial

El crecimiento mundial se mantendrá en torno a 3% en 2016 y registraría un leve aumento a 3,2% en 2017. Revisamos ligeramente a la baja nuestra previsión, en parte por los resultados peores de lo esperado en la primera mitad del año en algunas áreas, así como por un menor crecimiento previsto en EEUU.

En el plano local, mantenemos las proyecciones de crecimiento para el bienio 2016-2017 en 1,7% y 1,8%, respectivamente. La información disponible nos permite proyectar un crecimiento cercano a cero para la inversión total el próximo año, al tiempo que se mantendrá un crecimiento acotado del consumo privado y veremos un menor impulso fiscal. Proyecciones más optimistas para 2017 se sustentan en un mayor impulso de la minería y del sector externo que no suscribimos.

Se ha confirmado nuestra previsión de descenso de las presiones inflacionarias. En los últimos meses hemos observado una convergencia de la inflación más rápida que lo anticipado por el mercado, pero en línea con nuestra visión. No solo el tipo de cambio está detrás de esta evolución, sino también una persistente moderación de la inflación de servicios, consistente con una economía que opera con holguras y en la que el mercado laboral sigue debilitándose. Estimamos que la inflación cerrará 2016 en torno a la meta del Banco Central y que se mantendría bajo 3% durante todo el próximo año.

En este escenario, proyectamos a lo menos dos recortes de 25 puntos en la tasa de política monetaria hasta 1T17. Consideramos que estos recortes serían necesarios para evitar un desanclaje a la baja de las expectativas inflacionarias y contribuirán a tener un tipo de cambio en niveles que permitan a nuestras exportaciones ser más competitivas. Crecientemente la necesidad de un mayor estímulo monetario está siendo compartida por el mercado y se ha ido incorporado al precio de los activos, aunque con una temporalidad diferente a la nuestra.

Continuarían los ajustes a la baja en las tasas de interés *benchmark*. Mayores tasas de interés internacionales repercutirán en las tasas de interés locales, sin embargo, estimamos que lo que predominará, especialmente en el tramo corto de la curva de rendimiento, será la incorporación de un escenario de mayor estímulo monetario al que actualmente está implícito en los precios.

Acotado crecimiento del gasto público en 2017, acorde con la regla fiscal y sin ceder a presiones políticas. Pese a ello, el déficit fiscal volvería a subir, lo mismo que el endeudamiento. Será necesario un ajuste fiscal, cuya responsabilidad recaerá en los próximos gobiernos. La situación fiscal seguirá siendo un tema relevante en los siguientes años en un contexto de altas presiones sociales y débiles perspectivas para la evolución de los ingresos públicos.

Mayores riesgos internos se asocian a la posibilidad de un escenario de no recuperación de la confianza de los agentes y una acción tardía de la política monetaria. En el ámbito externo, se han moderado los riesgos asociados al ajuste macro de China y a la normalización monetaria en EE.UU., aunque siguen presentes.

2. Entorno Global

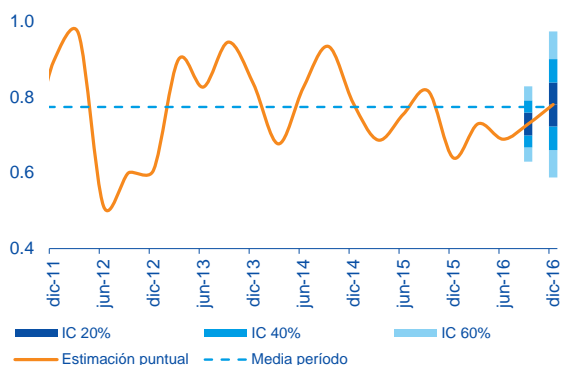
Lenta recuperación con el apoyo de los bancos centrales

Los últimos meses han deparado pocas novedades sobre el desempeño de la economía mundial. Las tensiones financieras se han mantenido moderadas al tiempo que la actividad global parece dar señales de una ligera mejora (Gráfico 2.1), tras una primera mitad del año débil y cierta estabilización del comercio internacional. Todo ello con el continuo apoyo de las autoridades económicas, sobre todo los bancos centrales de los países desarrollados. En particular, el tono más cauto de la Fed confirma una normalización muy gradual de las tasas de interés, después de que se materialice la segunda subida, previsiblemente el próximo mes de diciembre.

Mientras tanto, en las economías emergentes continúa la entrada de capitales impulsada por la búsqueda de rentabilidad y la baja volatilidad, a lo que se une la recuperación del precio del petróleo y de otras materias primas. Respecto a las divisas, el esperado aumento de tasas de interés por parte de la Fed antes de fin de año está favoreciendo la apreciación generalizada del dólar.

Gráfico 2.1

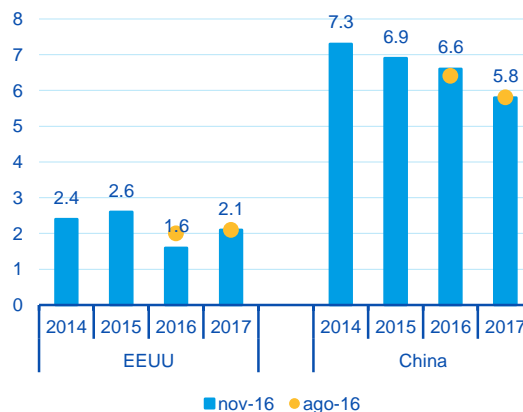
PIB mundial, % t/t. Previsiones 3T y 4T para 2016 en base a BBVA-GAIN



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2

Crecimiento del PIB en EEUU y China (%)



Fuente: BBVA Research

En lo que respecta a las dos principales economías con más influencia en América Latina, EEUU y China, los cambios en las previsiones han ido en direcciones opuestas. En EEUU los datos más recientes apuntan a un crecimiento en la segunda mitad del año menos fuerte de lo previsto hace tres meses, tras un primer semestre ya débil, que nos lleva a revisar a la baja el crecimiento para este año en 0,4pp hasta el 1,6% (Gráfico 2.2). Esto supone una clara moderación de la actividad respecto al avance promedio cercano al 2,5% en el bienio 2014-15.

La composición del crecimiento sigue alentando las preocupaciones sobre el potencial a mediano plazo, al continuar mostrando una economía a dos velocidades con un consumo privado sólido pero una inversión que podría retroceder ligeramente en el conjunto de 2016, tras haber avanzado algo por debajo del 1% en promedio en los últimos cinco años. Las expectativas de un menor potencial de crecimiento a largo plazo podrían estar lastrando las decisiones de inversión y a su vez podría retroalimentar un menor avance de la productividad en el futuro, con un mercado de trabajo prácticamente en pleno empleo. Con todo, seguimos esperando un avance moderado de 2,1% en 2017.

El crecimiento mundial aumentará lentamente en 2017 respecto a 2016

Por el lado de China, los impulsos fiscal y monetario puestos en marcha a principios de año para estabilizar el crecimiento han dado sus frutos y van a permitir alcanzar el objetivo de crecimiento a corto plazo marcado por las autoridades, a costa de acumular crecientes desequilibrios. Así, revisamos al alza la previsión de crecimiento para 2016 hasta 6,6% (Gráfico 2.2). No obstante, el escenario continúa siendo de una gradual desaceleración hasta 5,8% en 2017. Y aumentan los riesgos a mediano plazo sobre todo el calentamiento del sector inmobiliario, la estabilidad financiera, la depreciación del renminbi y la salida de capitales, así como el endeudamiento de las empresas. A largo plazo, las dudas sobre las perspectivas de crecimiento continúan ante el lento progreso de las reformas estructurales en algunas áreas clave, en particular de las empresas públicas.

En este contexto, hemos revisado ligeramente a la baja nuestra previsión de crecimiento mundial, en parte por los resultados peores de lo esperado en la primera mitad del año en algunas áreas, como por un menor crecimiento previsto en EEUU. En cualquier caso, el crecimiento se mantendrá en torno a 3% en 2016, con un ligero aumento a 3,2% en 2017.

3. Tasas de interés *benchmark* en torno a mínimos históricos

Aún se requiere mayor depreciación del peso para mejorar la posición cíclica de la economía

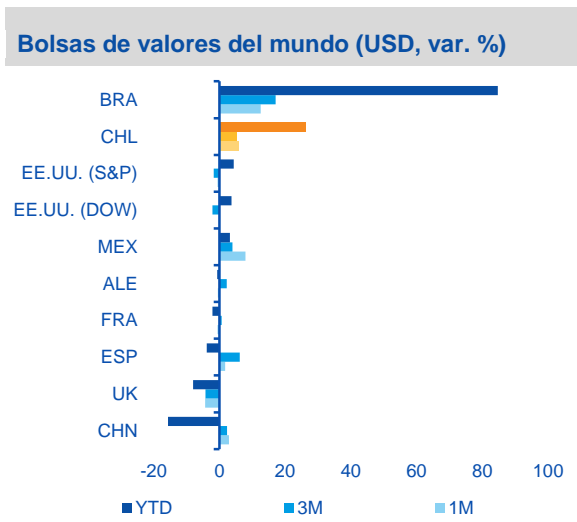
La incertidumbre sobre la evolución de la economía china sigue vigente, aunque la recuperación del precio del petróleo y de otros *commodities* ha mitigado la aversión al riesgo, y ha favorecido a monedas emergentes. El episodio de volatilidad que trajo el *Brexit* se ha aplacado, y el peso chileno ha mantenido la resiliencia depreciativa observada desde principios de año. En ese contexto, desde enero la bolsa local acumula una recuperación de 26% medida en dólares (Gráfico 3.1).

TCR se mantiene en torno a promedios históricos, insuficiente para apoyar reasignación a sectores no mineros

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 vistos a mediados del 2015 (Gráfico 3.2). Esta evolución ha coincidido con el arribo de operaciones de arbitraje de tasas de interés a través de instrumentos derivados (*carry trade*), 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

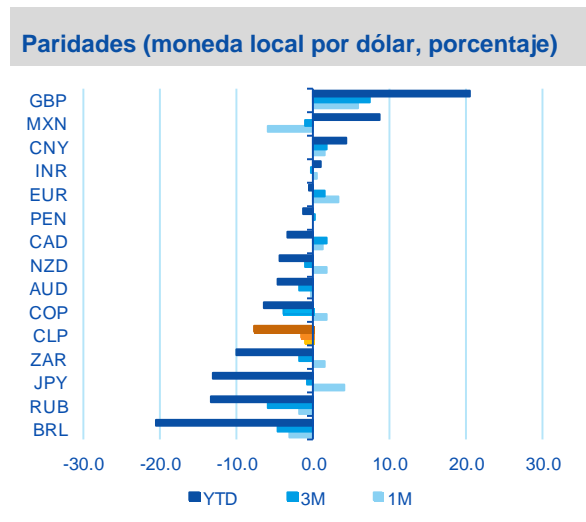
localmente. Aquello también se observa con el real brasileño (Gráfico 3.3), aunque con una mayor volatilidad en lo más reciente. Asimismo, inversionistas institucionales locales –particularmente AFPs- han repatriado capitales como respuesta a las decisiones de sus cotizantes que se han movido a fondos más conservadores, lo que también ha generado un aumento en la oferta de dólares apoyando cierta presión apreciativa (Gráfico 3.4).

Gráfico 3.1



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

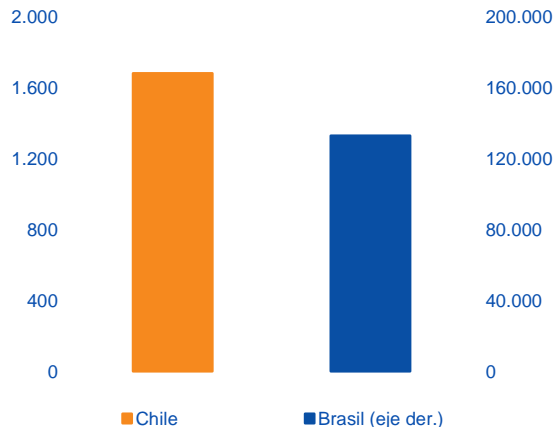
Gráfico 3.2



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 3.3

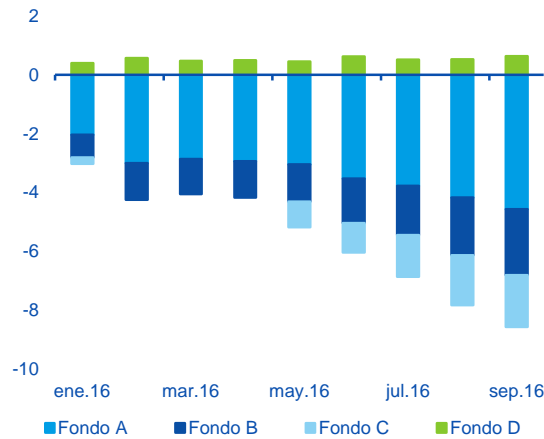
Aumento en la posición larga Peso chileno y Real brasileño*



* Contratos estandarizados para Brasil por un monto de USD 50.000. Incremento observado entre el 24 de mayo de 2016 y el 14 de octubre de 2016.
Fuente: Banco Central de Chile, BM&F Bovespa, BBVA Research

Gráfico 3.4

Traspos netos de recursos al fondo E (cambio en participación durante 2016, %)



Fuente: Superintendencia de Pensiones, BBVA Research

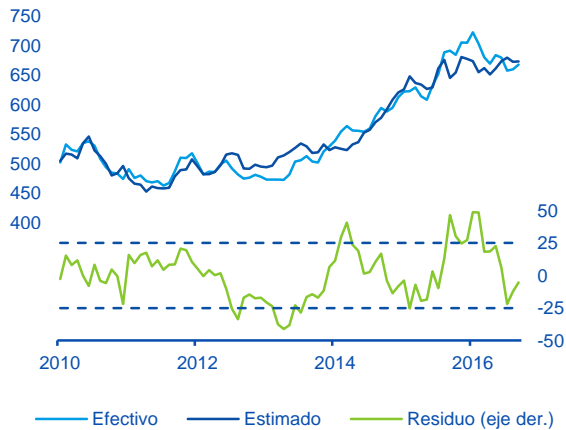
De nuestra evaluación de desalineamiento nominal, no observamos evidencia clara de que la moneda se encuentre en niveles distintos a los que sugieren los términos de intercambio y otros factores de corto plazo (Gráfico 3.5). Sin embargo, si bien en su momento consideramos que no existiría espacio para depreciaciones fundamentales que llevaran la paridad peso-dólar sobre \$700, tampoco estimamos hoy día

Tasas de interés bajas, sintomático de menor crecimiento de largo plazo

que las condiciones cíclicas apoyen un tipo de cambio nominal consistente con un tipo de cambio real en (o bajo) sus promedios históricos como está siendo el caso en lo más reciente (Gráfico 3.6). 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 que implicaría este fortalecimiento del peso, sería necesario. Nuestro escenario base contempla una depreciación del peso en el horizonte de proyección de la mano de recortes en la tasa de política monetaria que permitirían ubicar la moneda entre \$680 y \$700 hacia fines del 2016.

Gráfico 3.5

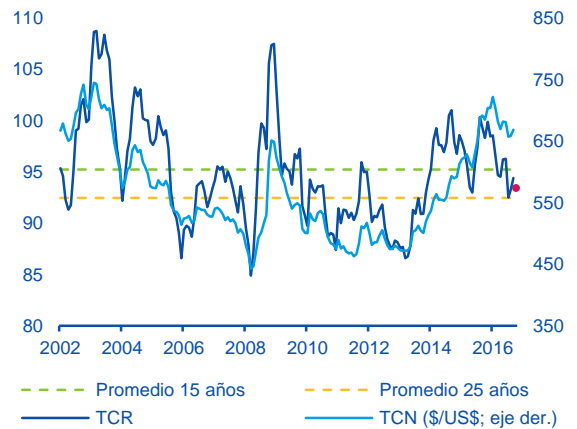
Tipo de cambio efectivo y estimado (\$/US\$)*



* Modelo de determinación del Tipo de cambio nominal en base a evolución del Precio del cobre, Confianza empresarial, *DollarIndex* y el diferencial de tasas entre Chile y EE.UU.
Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

Gráfico 3.6

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



* Puntoraje muestra TCR proyectado para octubre (93,4).
Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

Las tasas de interés *benchmark* de plazos sobre 5 años han retrocedido respecto a los niveles observados en nuestro informe anterior, en un contexto de bajas tasas externas, ajuste a la baja en las expectativas de crecimiento, cierta internalización de mayor estímulo monetario adicional y demanda de inversionistas institucionales. En este contexto, no vemos desalineamientos respecto a los fundamentales. En el escenario base, las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo en dólares se ajustarían al alza en el horizonte de proyección, de la mano del proceso de normalización monetaria en EE.UU. Esto repercutirá en las tasas de interés locales, sin embargo estimamos que lo que predominará, especialmente en el tramo corto de la curva de rendimiento, será la incorporación de un escenario de mayor estímulo monetario al que actualmente está implícito en los precios.

4. Proyecciones de crecimiento en 2016-2017 sin cambios

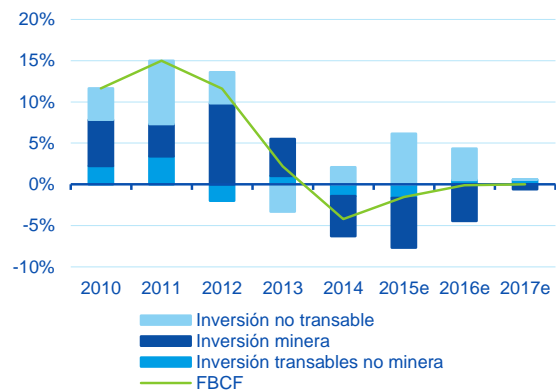
Proyectamos en 2017 un crecimiento similar al de este año e inferior a las expectativas del consenso

Las cifras de actividad de corto plazo han presentado una alta volatilidad en los últimos meses, pero más allá de ello, con la información disponible, nos parece que la estimación de crecimiento para el año de 1,7% que presentamos por primera vez en nuestro informe de abril sigue plenamente vigente. A nivel de componentes, el primer semestre mostró cifras de demanda interna por sobre lo previsto, lo que nos llevó a corregir levemente su estimación de crecimiento para este año y el próximo. La principal sorpresa provino de la inversión fija, pero también fue acompañada de un mayor crecimiento del consumo privado, tras un cambio metodológico que agregó nueva información para su cálculo. Esta mayor contribución de la demanda interna, sin embargo, es contrarrestada en la proyección por un menor aporte del sector externo neto en el bienio 2016-2017.

La información efectiva de inversión al primer semestre, sumada a las cifras del catastro de inversión de la Corporación de Bienes de Capital (CBC), más las cifras del Presupuesto 2017, nos llevan a corregir levemente al alza nuestras estimaciones para la inversión fija. Si hace tres meses proyectábamos una caída de este componente de la demanda este año y el próximo, ahora prevemos una variación cercana a cero en ambos períodos. Respecto de los determinantes de la inversión, pese a que las tasas de interés siguen estando bajas desde una perspectiva histórica, el bajo nivel de las expectativas empresariales, sumado a la alta incertidumbre que aún persiste respecto de una serie de aspectos regulatorios-legales, al deterioro de las perspectivas de crecimiento y al término del ciclo alcista de inversión minera e inmobiliaria, generan un escenario de crecimiento prácticamente nulo para la inversión fija este año y el próximo. Mientras el ajuste del sector minero estaría finalizando, el resto de los sectores no empujarían el carro de la inversión el próximo año (Gráfico 4.1).

Gráfico 4.1

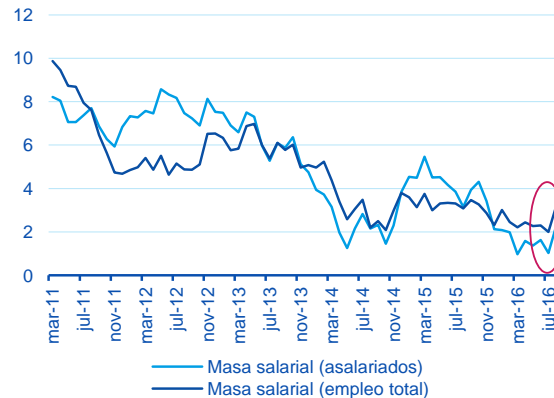
Crecimiento real de la inversión total (FBCF) e incidencias por componente



(e): estimación.
Fuente: BCCh, CBC, BBVA Research

Gráfico 4.2

Masa salarial (var % anual)



Fuente: INE, BBVA Research

En el caso del consumo privado, luego de incorporar las mayores cifras estimadas por el Banco Central para 2015 y para el primer semestre de este año, seguimos previendo un crecimiento acotado de este componente de la demanda y mantenemos la proyección de crecimiento para el próximo año. La confianza de los consumidores se ha mantenido en torno a mínimos históricos, mientras que el mercado laboral ha seguido debilitándose y seguirá haciéndolo. En efecto, el bajo ritmo de creación de empleo asalariado, así como el acotado incremento de las remuneraciones y condiciones de crédito que se mantienen restrictivas, ponen en jaque la posibilidad de observar un mayor dinamismo del consumo de las familias. En este contexto, un aspecto positivo lo constituye el descenso de la inflación que permite reducir la erosión al poder adquisitivo que ha significado el alza de los precios en los últimos dos años (Gráfico 4.2).

En cuanto a las cifras de gasto público, para este año proyectamos algún grado de subejecución principalmente en el componente de inversión y para 2017 preliminarmente nos apegamos al Presupuesto actualmente en discusión en el Congreso de manera que anticipamos que el gasto total crecerá del orden de 2,7%, con una caída del componente de inversión de 3,7%. Estas cifras no difieren mayormente de nuestras estimaciones previas y dan cuenta de una decreciente contribución del gasto de gobierno a la demanda, en relación con lo ocurrido en 2014 y 2015.

Para 2016 las proyecciones de crecimiento del PIB de consenso se han ido ajustando a la baja y ahora no difieren mayormente de nuestra estimación vigente desde inicios de año. Para 2017, en cambio, se observan importantes diferencias. Mientras las encuestas apuntan a un crecimiento cercano a 2%, las estimaciones oficiales (Ministerio de Hacienda y Banco Central) están centradas en 2,25%. Ambas se ubican por sobre el 1,8% que consideramos en nuestro escenario central. Según se ha señalado, las proyecciones más optimistas para el próximo año se sustentarían en dos factores que tienen riesgos importantes de concretarse, como son el mayor crecimiento mundial y el aumento de la producción minera, por lo que no las suscribimos. Finalmente, mantenemos la proyección de crecimiento para 2018 en 2,4%, cifra que supone una gradual recuperación de la actividad hacia tasas de expansión más cercanas al potencial, que se daría en un contexto de gradual recuperación de la confianza de los agentes y de condiciones internacionales que mejorarían paulatinamente.

5. Inflación anclada a la meta, pero condicional a un mayor estímulo monetario

Los datos han validado nuestra visión de normalización inflacionaria. Proyectamos que la inflación anual cerrará este año en 3,1% y mantenemos proyección de 2,5% al cierre de 2017

En los últimos meses hemos observado una convergencia de la inflación más rápida que lo anticipado por el mercado, en especial de la inflación subyacente, pero en línea con nuestra visión de bajas presiones inflacionarias generalizadas, que nos llevarían a cerrar el 2016 con un registro en torno a 3,1%, y que se mantendría bajo 3% durante todo el próximo año.

La inflación subyacente, medida por el IPC sin alimentos y energía (IPC SAE), ha retrocedido con fuerza en los últimos meses, de la mano no sólo de una menor inflación de bienes, sino también de una clara desaceleración en la inflación de servicios, evidenciando las mayores holguras de capacidad existentes (Gráfico 5.1 y 5.2). Los componentes transables de la canasta, bienes vinculados mayormente al tipo de cambio, han respondido simétricamente a la apreciación del peso, disipando rápidamente la inflación generada durante 2015. En septiembre, la inflación de bienes SAE se redujo a 2,3% anual, con una caída mensual no observada en 20 años para este mes, registro que sorprendió a la baja al mercado pero también al escenario base del último IPoM del Banco Central, publicado en septiembre.

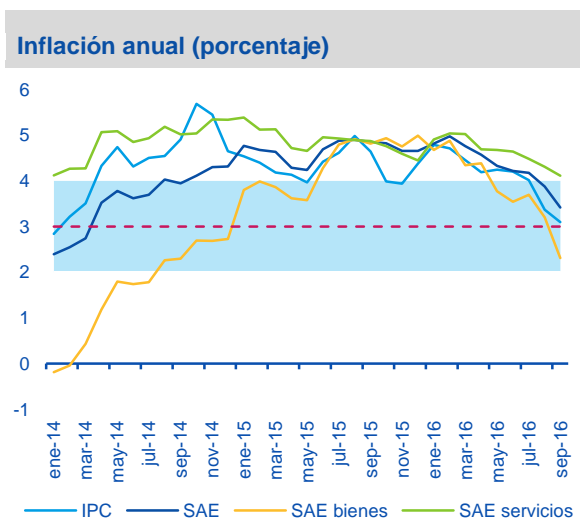
Inflación de servicios cae bajo su promedio de los últimos 15 años

A esto se suma el retroceso en la inflación de servicios, componente más persistente del IPC, que de la mano del menor dinamismo interno y el ajuste en el mercado laboral ha descendido hasta 4,1% anual en septiembre, incluso por debajo de la inflación promedio de los últimos 15 años de este indicador (4,2%). Si a este registro le descontamos el efecto puntual del aumento del impuesto de Timbres y estampillas de enero de 2016, la inflación anual sería cerca de 0,3 puntos porcentuales menor, y el IPC SAE servicios se ubicaría marcadamente bajo su promedio histórico.

Respecto a los componentes más volátiles de la canasta, como alimentos y energía, si bien se observan aumentos en los precios internacionales en los últimos meses, consideramos que su impacto inflacionario sería acotado, en línea con el fortalecimiento del peso y con efectos estacionales, y ya estaría incorporado en las expectativas de mercado. Por el lado de los alimentos, si bien hemos observado aumentos importantes en algunos productos, especialmente perecibles, estos obedecen principalmente a factores

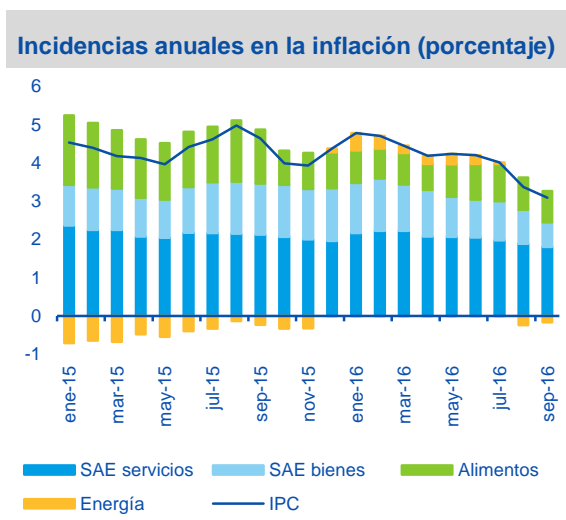
estacionales que comenzarían a revertirse en el registro de octubre, y con mayor fuerza en noviembre y diciembre. Los precios de alimentos no perecibles, en tanto, han mostrado alzas en mercados internacionales, en especial los cereales y las carnes, y más recientemente el azúcar, sin embargo, estimamos que esto no representaría una amenaza, ya que gran parte de las alzas se han traspasado en los últimos registros de inflación, y la incidencia de los demás productos se mantiene baja¹. Por otra parte, la evolución reciente del precio internacional del petróleo y de los combustibles refinados generaría presiones inflacionarias nulas o incluso negativas en el mercado local durante los últimos meses del año.

Gráfico 5.1



Fuente: INE, BBVA Research

Gráfico 5.2



Fuente: INE, BBVA Research

Tras el sorpresivamente bajo IPC de septiembre (0,2% m/m), las encuestas de mercado (EEE y EOF)² de octubre muestran un ajuste a la baja en las proyecciones de inflación, y ambas incorporan expectativas de al menos un recorte de 25 puntos base en la TPM en los próximos meses, como se explica en más detalle en el capítulo de política monetaria de este informe.

Si bien la mediana de las encuestas sigue anclada a una inflación de 3% en un horizonte de dos años, esto es condicional a una reducción de la TPM tal como la incorporada en estas encuestas (Gráfico 5.3). Si este escenario no se materializa, por consistencia podríamos esperar un desanclaje inflacionario en el horizonte de política, de no mediar sorpresas en actividad y/o inflación respecto a lo plasmado en dichas encuestas. Esto también se refleja en la inflación implícita en los precios de activos financieros, que muestran una fuerte corrección a la baja durante octubre e incluyen dos recortes de tasas en 2017. Además, si consideramos que el último IPoM de septiembre ya incluía una inflación subyacente de 2,5% para 2017, y que por el lado de los combustibles no

Anclaje inflacionario condicional a recortes en la TPM

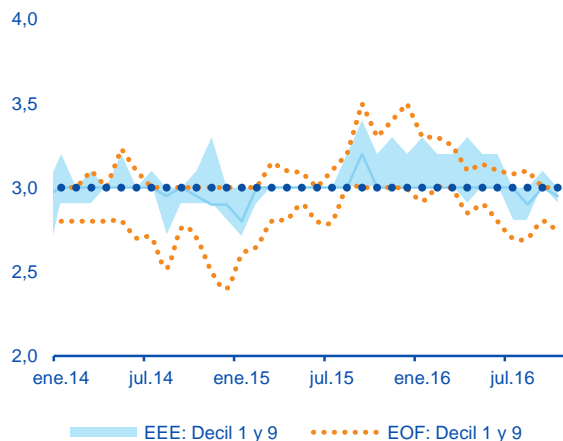
1: Según nuestro análisis, las variaciones en precios internacionales (Índice de precios de alimentos de la FAO) afectan los precios locales con un rezago de aproximadamente 7 meses. Para mayores detalles, ver nuestro Observatorio Económico de Alimentos: "Alza de precios internacionales de alimentos: aún lejos de ser una amenaza para la inflación local". Véase <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/chile-precios-internacionales-de-alimentos-lejos-de-ser-una-amenaza-para-la-inflacion/>

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

vemos grandes diferencias respecto a lo considerado en su escenario base, estas sorpresas podrían llevar aún más abajo la proyección del Banco Central, manteniéndola por más tiempo de lo previsto bajo 3%.

Gráfico 5.3

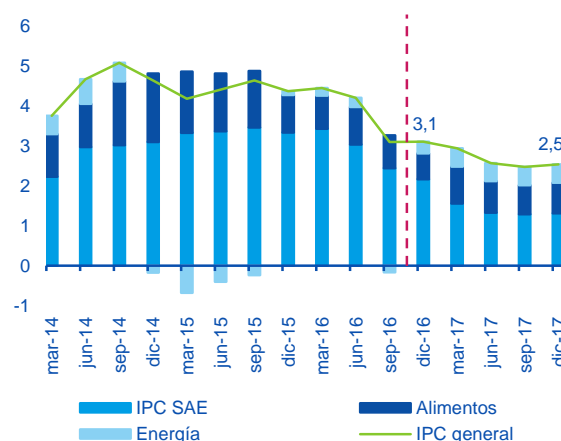
Expectativas de inflación a 2 años* (porcentaje)



* Los puntos corresponden a la mediana de cada encuesta (EEE y EOF). EEE: Encuesta de Expectativas Económicas. EOF: Encuesta de Operadores Financieros.
Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

Gráfico 5.4

Proyección de inflación (var. % anual, fdp)



* Línea punteada indica comienzo de la proyección.
fdp: fin de periodo.
Fuente: INE, BBVA Research

Al cierre estadístico de este informe, la inflación anual se ubica en 3,1% a/a, tras permanecer más de 2 años por encima del techo del rango de tolerancia del Banco Central. 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 3,1%. Para 2017 mantenemos nuestra proyección de inflación de cierre de año en 2,5%. Estimamos que la inflación se ubicaría bajo 3% todo el año. Si bien los productos más volátiles, como energía y alimentos, seguirían aportando inflación durante el próximo año, las bajas presiones inflacionarias subyacentes, tanto de bienes como de servicios, determinarían la trayectoria a la baja para la inflación total. La incidencia de la inflación subyacente de bienes sería muy baja, en línea con una senda apreciativa para el peso durante el año, mientras que la inflación de servicios seguiría retrocediendo, en un contexto de mayores holguras de capacidad (Gráfico 5.4).

6. Mayor impulso monetario para enfrentar riesgo de desanclaje inflacionario

Ratificamos nuestra previsión y proyectamos a lo menos dos recortes de 25 puntos base hasta 1T17

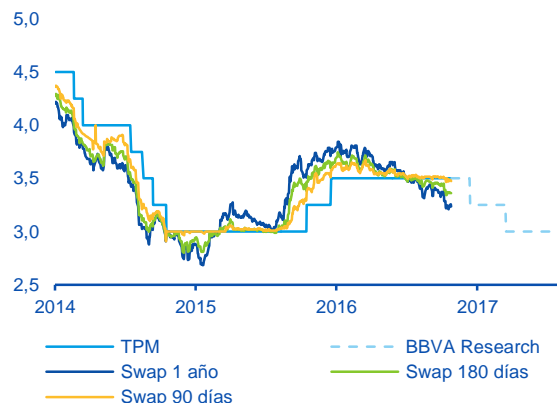
En sus últimas reuniones, sin recortar la tasa de política monetaria, el Banco Central ha dado pasos significativos en la línea de reconocer la necesidad de un mayor estímulo monetario y traducirlo en acciones concretas. Recordemos que el escenario planteado en su informe de junio, el Instituto Emisor usaba como supuesto de trabajo que la tasa de política monetaria subiría dos veces hasta 4% en el horizonte de política. Luego, en agosto, el sesgo de la política monetaria fue modificado desde contractivo a neutral y en el informe de septiembre se planteó como supuesto de trabajo que la tasa de referencia se mantendría en 3,5% en el horizonte de proyección, descartándose cualquier posibilidad de subir la tasa.

En la reunión de política monetaria de septiembre se discutió la opción de recortar la tasa de interés, aunque todavía sin apoyo mayoritario al interior del Consejo como quedó en evidencia en la minuta de dicha reunión. Finalmente, en línea con nuestra expectativa, y posterior al sorpresivo IPC de septiembre, el Consejo mantuvo el sesgo neutral pero dio cuenta de la sorpresa desinflacionaria y de sus consecuencias en las expectativas inflacionarias, las que se ubican todas bajo la meta de inflación en el horizonte de política monetaria. Consideramos que con esta información se allana aún más el camino para recortar la TPM en 25 pb. en la reunión de diciembre.

Este cambio que fue teniendo el discurso oficial de política monetaria, fue acompañado de un descenso de las tasas swap que asumieron uno y luego dos recortes de tasas pese a que el Banco Central mantiene un sesgo neutral (Gráfico 6.1). De igual forma, las encuestas de expectativas económicas y de operadores financieros comenzaron a tener un creciente número de participantes que anticipaban recortes de tasas, hasta que en las mediciones de octubre, ambas incluyeron con claridad al menos una baja de 25 puntos base (Gráfico 6.2) Toda esta tendencia se vio reforzada tras el sorpresivo IPC de septiembre que se ubicó marcadamente bajo las expectativas del mercado y también las del Banco Central.

Gráfico 6.1

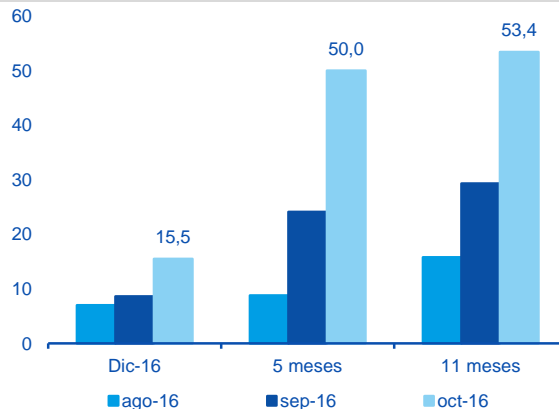
TPM y Swap promedio cámara (puntos base)



Fuente: Banco Central, Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 6.2

Encuestados que proyectan que la TPM se ubicará bajo 3,5% (EEE, %)



Fuente: BCCh, BBVA Research

Si bien las expectativas de inflación a dos años plazo se han mantenido ancladas a la meta, lo que puede dar cierta tranquilidad al Banco Central, estas asumen que habrá al menos un recorte de 25 puntos base en un horizonte no superior a seis meses, el cual como se señaló, hasta ahora no ha sido ratificado por el Instituto Emisor. Consideramos que demorar el cambio de diagnóstico, junto con la observación de cifras mensuales de IPC bajas en la última parte del año y durante el verano, podría desencadenar un desanclaje de las expectativas de inflación más intenso y prolongado del que se observó en agosto y que se observa levemente también en la encuesta de operadores financieros de octubre. Estimamos que la autoridad monetaria ha tendido a suscribir esta preocupación, y es por ello que insistimos en la necesidad de entregar un mayor estímulo monetario pronto, no más allá de diciembre, es decir incluso antes de lo que consideran las encuestas y los precios de los activos. Esperamos que esta decisión esté precedida por un cambio de sesgo en la reunión de noviembre y que sea explicada junto con el nuevo escenario macroeconómico en el informe de política monetaria de diciembre, donde además debiese quedar claramente establecida la magnitud del estímulo monetario que se quiere inyectar en el escenario base.

Proyectamos que un segundo recorte de tasas debería ocurrir durante el primer trimestre de 2017, en lugar de postergarse como indican las encuestas y los precios de los activos. No descartamos que sean necesarios recortes adicionales para garantizar que la inflación se mantiene anclada a la meta, pero ese no es nuestro escenario base. Por cierto, esto podría ser necesario en un escenario de riesgo en que la actividad y sobre todo la inflación se ubican marcadamente por debajo de nuestras previsiones el próximo año.

En ningún caso pensamos en que el mayor estímulo monetario es la solución para el bajo crecimiento de la economía chilena, sino que apelamos a que este opere por los canales tradicionales para mantener ancladas las expectativas de inflación. En efecto, si bien es cierto que las principales razones detrás del bajo crecimiento dicen relación con el fin del ciclo minero y con condiciones de desconfianza críticas a nivel local, también pensamos que en un contexto en que las presiones cambiarias y de demanda se mantienen muy contenidas, un mayor estímulo monetario contribuirá a reducir el costo de financiamiento para familias y empresas y, sobre todo, hará posible sostener un tipo de cambio más alto, en niveles acordes con la posición cíclica de la economía.

7. Acotado crecimiento del gasto fiscal en 2017

Tal como lo anticipamos, el crecimiento del gasto público en 2017 será menor a 3%

La estabilidad de las proyecciones macroeconómicas con respecto al trimestre pasado también se refleja en las cuentas fiscales. A la fecha, seguimos estimando un déficit fiscal efectivo de 2,9% del PIB para el cierre del presente año, algo mejor que el 3,1% del PIB estimado por el Ministerio de Hacienda. Las diferencias obedecen a que proyectamos una leve sub ejecución del gasto corriente y mayores ingresos distintos a los tributarios y a los provenientes de la minería. Con esto, el gasto crecería 4,0% en 2016 y la deuda bruta cerraría el año en 21,6% del PIB.

Al momento de conocerse los parámetros estructurales para el Presupuesto 2017 (crecimiento de PIB tendencial de 3% y precio de referencia del cobre de US\$ 2,56 la libra), adelantábamos que el espacio de crecimiento del gasto sería menor a 3%. Con todo, un aumento del gasto tan acotado se veía difícil de implementar en términos políticos, al existir voces que pedían un gasto más contracíclico y por tratarse de un año de elecciones presidenciales y parlamentarias. Por eso, destacamos el crecimiento de 2,7% anunciado por el gobierno, el cual sigue determinándose por la regla fiscal y se mantiene en la meta de reducir el déficit estructural a un ritmo de $\frac{1}{4}$ de punto del PIB por año.

El déficit efectivo proyectado por el Gobierno para 2017 es de 3,3% del PIB. En BBVA Research estimamos un déficit levemente mayor, de 3,4% del PIB. La diferencia obedece a que estimamos una menor recaudación tributaria e ingresos de la minería, en un escenario de menor crecimiento económico y también de menor tipo de cambio, compensado parcialmente por mayores ingresos no relacionados al ciclo. Con todo, este nivel de déficit corresponde a una necesidad de financiamiento cercano a los US\$ 8.600 millones.

Sorpresivamente, se optará por financiar el déficit solo con mayor deuda

Como se observa en la tabla 7.1, de acuerdo a lo expresado por la autoridad fiscal, la emisión autorizada de deuda de US\$ 11.500 millones para el próximo año dispone recursos principalmente para financiar el déficit fiscal. Pero una de las mayores sorpresas constituye el no uso del FEES para financiamiento, toda vez que esa opción fue levantada por el propio Ministerio de Hacienda para evitar una acumulación mayor de la deuda bruta. Es más, se contemplan US\$ 1.000 millones para cumplir con los aportes obligatorios al FRP. Con esto, compartimos la estimación de deuda bruta 2017 del gobierno sobre 25% del PIB y consideramos que al menos por ahora el bajo crecimiento del gasto y el cumplimiento de la meta de reducción del déficit estructural permitirían mantener el *outlook* y la clasificación de deuda soberana en Chile.

Tabla 7.1

Emisión de deuda y descomposición por uso para 2017

Necesidades de financiamiento:	Millones de US\$
Déficit fiscal	9.000
Bonos de reconocimiento	1.000
Org. multilaterales	500
Aporte a Fondos Soberanos	1.000
Total	11.500

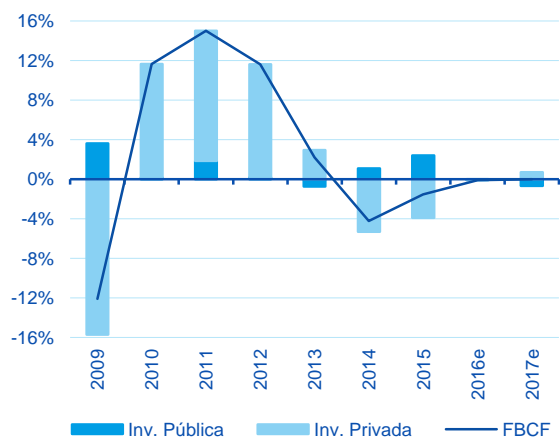
Fuente: Ministerio de Hacienda, BBVA Research

El proyecto de presupuestos contempla una caída de 3,7% de la inversión pública, con lo que se completaría un segundo año de caídas en este componente (gráfico 7.1). Tal como lo adelantamos, el gasto corriente es más difícil de recortar, sobre todo en un contexto de reformas que comprometen mayores subsidios y donaciones por parte del Estado. Con todo, dados los recursos extra que generará el fin del FUT el 2018, ese año vuelvan a existir espacios, aunque acotados, para el crecimiento del gasto de capital.

Reiteramos nuestra preocupación respecto al devenir de la política fiscal a partir de 2019, año a partir del cual los espacios para el crecimiento del gasto, si se quiere seguir cumpliendo con la reducción del déficit estructural, se limitan a un ritmo anual en torno a 1%, lo que hoy parece políticamente inviable. A esto se suma que no se avizoran saldos fiscales positivos al menos hasta después de 2020, por lo que la generación de deuda seguirá teniendo un importante rol en el financiamiento del fisco (gráfico 7.2). Dado lo anterior, no descartamos que algunos candidatos presidenciales promuevan la realización de una nueva reforma tributaria que aumente nuevamente la carga tributaria para financiar un mayor nivel de gasto. No creemos que esta sea la mejor opción y más bien nos inclinamos por generar los espacios necesarios para nuevas iniciativas de gasto dentro del marco de la regla fiscal, lo que requiere recortar gastos en áreas que sean menos prioritarias.

Gráfico 7.1

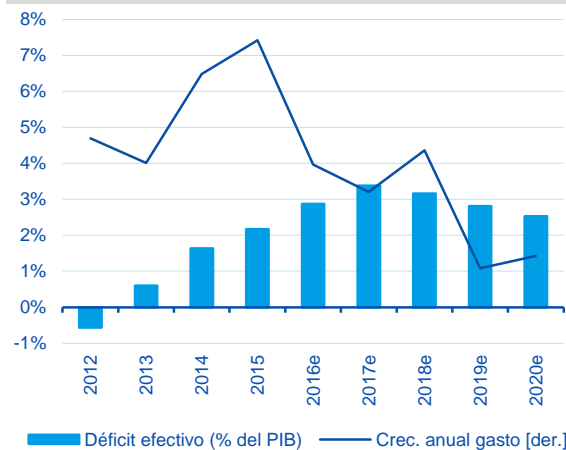
Contribución de inversión pública y privada al crecimiento anual de la FBCF (%)



(e): estimación.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 7.2

Déficit efectivo y crecimiento anual del gasto 2012 – 2020e



(e): estimación.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

8. Depreciación tardía del peso retrasaría recuperación

Retraso en el apoyo de la política monetaria podría también generar mayor lentitud en el proceso de recuperación

El principal riesgo de mediano plazo para Chile es el desempeño de la economía china. Las cifras recientes han mostrado cierta estabilidad en el proceso de redireccionamiento del gasto hacia consumo privado y menos dependencia de la inversión. Seguimos esperando una desaceleración suave de la economía china, y aunque persiste el riesgo de un proceso desordenado, las noticias en el margen tienden a mitigar en algo las preocupaciones que teníamos en informes previos. Una desaceleración mayor de la economía china, proveniente del excesivo crédito acumulado podría llevar a un escenario de 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 de Chile. Un deterioro de la economía china tendría también impactos relevantes en los 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 pausado, colocando menos presión sobre la política monetaria local y permitiendo que ésta permanezca en niveles estimulativos por más tiempo.

Sin embargo, respecto al informe anterior, se ha acentuado la apreciación del peso lo que consideramos podría retrasar una recuperación 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 por demasiado tiempo sino también empujar la inflación de mediano plazo hacia niveles inferiores a los consistentes con la meta inflacionaria.

Por cierto que también sigue vigente el riesgo de una recuperación más lenta de lo provisto de la confianza de los agentes, que postergue incluso más allá del próximo año una recuperación de los componentes privados de la demanda, consumo e inversión. Por ahora nuestro escenario central contempla niveles neutrales de confianza a fines del próximo año o, a más tardar, a inicios de 2018.

9. Tablas

Tabla4.1

Previsiones Macroeconómicas						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB (% a/a)	4,0	1,9	2,3	1,7	1,8	2,4
Inflación (% a/a, fdp)	3,0	4,6	4,4	3,1	2,5	3,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	530	613	704	690	680	651
Tasas de interés (% fdp)	4,5	3,0	3,5	3,3	3,0	3,0
Consumo Privado (% a/a)	5,5	2,4	1,9	1,8	1,5	1,9
Consumo Público (% a/a)	3,5	5,1	5,8	5,4	3,2	2,9
Inversión (% a/a)	2,2	-4,2	-1,5	-0,1	0,0	2,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-0,6	-1,6	-2,2	-2,9	-3,4	-3,2
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,7	-1,3	-2,0	-1,6	-1,8	-1,0

Fecha de cierre de previsiones: 28 de octubre de 2016.

Fuente: BBVA Research

Tabla4.2

Previsiones Macroeconómicas Trimestrales				
	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	4,0
T2 14	2,3	4,3	553,1	4,0
T3 14	0,9	4,9	593,5	3,3
T4 14	1,6	4,6	612,9	3,0
T1 15	2,7	4,2	628,5	3,0
T2 15	2,3	4,4	630,0	3,0
T3 15	2,5	4,6	691,7	3,0
T4 15	1,7	4,4	704,2	3,5
T1 16	2,2	4,5	682,1	3,5
T2 16	1,5	4,1	681,1	3,5
T3 16	1,6	3,1	668,6	3,5
T4 16	1,7	3,1	689,7	3,3
T1 17	0,9	2,8	687,3	3,0
T2 17	1,6	2,4	684,9	3,0
T3 17	2,4	2,6	682,5	3,0
T4 17	2,1	2,5	680,1	3,0
T1 18	2,5	2,7	669,7	3,0
T2 18	2,8	3,0	661,4	3,0
T3 18	1,8	3,0	656,1	3,0
T4 18	2,7	3,0	650,7	3,0

Fecha de cierre de previsiones: 28 de octubre de 2016.

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
+56 2 29391354

Cristóbal Gamboni
Cristobal.gamboni@bbva.com
+56 2 29391034

Waldo Riveras
wriveras@bbva.com
+56 2 23931495

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research Chile. Avenida Costanera Sur 2710, Las Condes, .Santiago de Chile -
bbvaresearch@bbva.comwww.bbvaresearch.com