

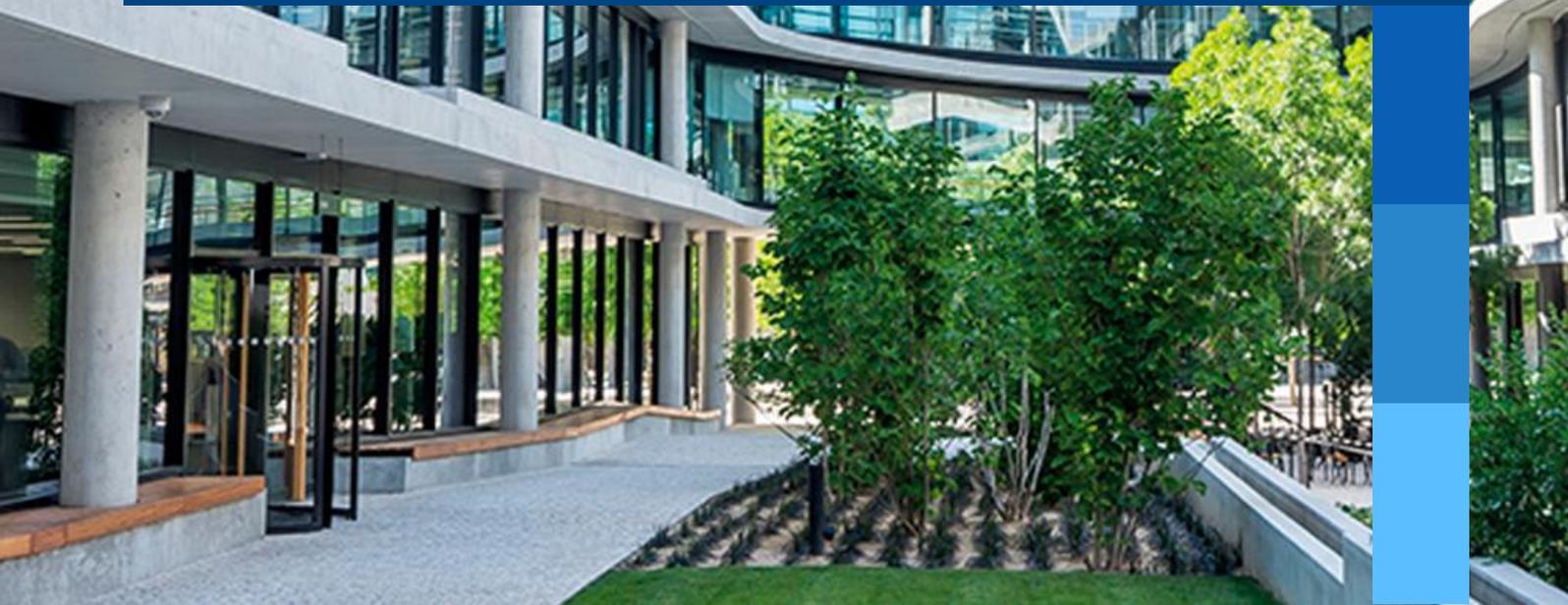
The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Situación Chile

2° TRIMESTRE DE 2017 | UNIDAD DE CHILE

Santiago, 17 de abril de 2017



Índice

| | |
|---|-----------|
| 1. Editorial | 3 |
| 2. Entorno global: el crecimiento se afianza, pero aún con riesgos | 4 |
| 3. Riesgos a la baja en el crecimiento 2017 | 6 |
| 4. Tasas de interés de largo plazo en camino ascendente | 9 |
| 5. Convergencia inflacionaria condicional a mayor depreciación del peso | 13 |
| 6. Sigue en marcha la entrega de estímulo monetario | 15 |
| 7. Política fiscal: Inminente <i>downgrade</i> en clasificación crediticia | 17 |
| 8. Riesgos externos se disipan pero se mantienen los idiosincráticos | 20 |
| 9. Tablas | 21 |

Fecha de cierre: 12 de abril de 2017

1. Editorial

Las previsiones para el crecimiento mundial en 2017-18 se revisan marginalmente al alza, pero los riesgos siguen sesgados a la baja. El mejor inicio de año eleva las previsiones para la Eurozona y, sobre todo, para China. En EE.UU. mantenemos las previsiones de crecimiento en 2,3% este año y 2,4% en 2018. Como resultado, el crecimiento mundial esperado es 3,3% y 3,4% en 2017-18, en ambos casos una décima más que lo previsto hace tres meses.

Internamente, mantenemos la proyección de crecimiento para este año en 1,6%, aunque los riesgos están sesgados a la baja. También mantenemos la proyección de crecimiento para 2018 en 2,4%, cifra que considera que desde fines de este año la economía estará creciendo a tasas en torno a su potencial.

La inflación se mantendrá fluctuando durante gran parte del año bajo 3%. Los riesgos desinflacionarios, asociados a una economía que se mantiene débil por más tiempo, a un mercado laboral que sigue debilitándose, a una menor depreciación del peso y a una tasa de política monetaria (TPM) que no incorpore a tiempo todo el estímulo esperado por el mercado, se avizoran mayores que los riesgos inflacionarios provenientes de un aumento de precios externos, como alimentos y combustibles.

Nuestro escenario base contempla un depreciación del peso en el horizonte de proyección de la mano de recortes en la tasa de política monetaria que permitirían ubicar el valor del dólar más cerca de \$700 a mediados de este año. Por otra parte, anticipamos un empinamiento de la curva de rendimiento, tanto por factores locales como por factores externos, y proyectamos que la TPM se ubicará en 2,5% al cierre del primer semestre. Pero si se concreta el escenario de riesgo para la inflación, será necesario un mayor estímulo monetario.

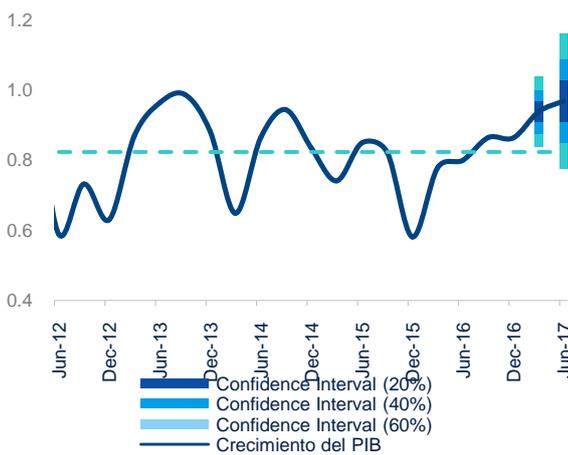
En materia de política fiscal, mantenemos la estimación de crecimiento del gasto público en 4% para este año. Dado el aumento del gasto el primer bimestre del año, se hará necesaria una disminución del ritmo de ejecución presupuestaria en lo que resta de 2017. El déficit fiscal efectivo ascenderá a 3,1% del PIB (US\$ 8.000 millones) y no vemos espacios para una significativa menor emisión de deuda en el año.

El balance de riesgos internos es negativo en el corto plazo. El riesgo de una respuesta tardía e insuficiente de la política monetaria se ha disipado parcialmente. Se mantiene como riesgo la lenta depreciación del peso, algo que estimamos indispensable que ocurra para apoyar la recuperación de la inversión y la competitividad de los sectores exportadores. También mantenemos como elemento de riesgo las elecciones presidenciales, aunque a *priori*, no es posible conocer si el efecto final de este debate será positivo o negativo para la economía. Otros riesgos internos consideran la no recuperación de la confianza de los agentes y los efectos de un *downgrade* a la clasificación de riesgo.

2. Entorno global: el crecimiento se afianza, pero aún con riesgos

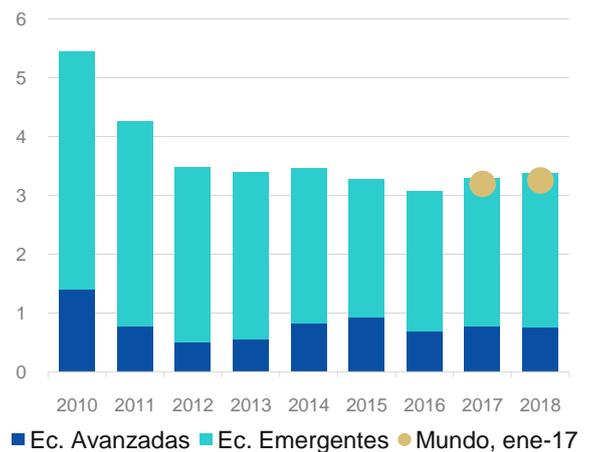
El crecimiento del PIB a nivel global continuó aumentando, hasta tasas de alrededor del 1% trimestral, mayor que el 0,8% promedio desde el año 2011 (Gráfico 2.1). Detrás de esta aceleración está la mejora generalizada de las confianzas, junto con el avance del comercio global, dinamizado sobre todo por los estímulos monetarios y fiscales en China. El desempeño de los países avanzados sigue siendo especialmente positivo, con la consolidación de la recuperación de EE.UU. y con Europa creciendo por encima de su potencial. Por el contrario, América Latina saldrá este año de la recesión, aunque con crecimiento aún moderado.

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



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Crecimiento mundial y contribuciones por regiones (% , a/a)



Fuente: BBVA Research

Revisamos al alza el crecimiento mundial, que aumentará de 3,1% en 2016 a 3,3% en 2017 y 3,4% en 2018

El mejor comportamiento global viene acompañado de una cierta clarificación en torno a la economía americana, donde tanto las expectativas de una rápida reflación apoyada en un impulso fiscal como las de un escenario con una rápida deriva hacia el proteccionismo se han rebajado, o al menos se han retrasado. No obstante, la dificultad para sacar adelante la reforma del sistema sanitario también

ha puesto de manifiesto los problemas para aprobar otras medidas, como las ligadas a la reducción de impuestos o el plan de gasto en infraestructuras, lo que elimina la probabilidad de un fuerte impulso en el corto plazo.

Los mercados financieros se han mantenido tranquilos en los últimos meses, registrando una baja volatilidad a pesar de la elevada incertidumbre. En este contexto, los bancos centrales avanzan de forma gradual en el proceso de normalización de la política monetaria. La Fed, que lidera este proceso, mantiene su mensaje de salida gradual por lo que prevemos que realice dos subidas adicionales de tasas de interés este año y otras dos en 2018, hasta el 2%. Al

mismo tiempo, está ya planteando cómo abordar la tercera fase de la estrategia de salida, esto es, la reducción de su balance, algo que previsiblemente no sucederá hasta el año que viene y se implementará de forma pasiva. El BCE se muestra también más optimista con el crecimiento, pero todavía no muy confiado por el lado de la inflación e irá rezagado respecto al ritmo de salida de la Fed. Dado este proceso de normalización de políticas monetarias cabe esperar un aumento del costo de financiación a nivel global hacia adelante.

En conjunto, nuestras previsiones de crecimiento para 2017-18 se revisan sólo marginalmente. El mejor inicio de año las eleva para la Eurozona y sobre todo para China (donde esperamos un crecimiento de 6,3% y 5,8% en 2017-18, alrededor de 0,5pp más que hace tres meses), mientras que las de los países latinoamericanos son algo más negativas este año (con la notable excepción de México). En EE.UU. mantenemos nuestras previsiones de crecimiento en 2,3% este año y 2,4% en 2018 apoyado en la aceleración de la inversión. Como resultado, el crecimiento mundial esperado es del 3,3% y 3,4% para 2017-18, en ambos casos una décima más que en nuestras últimas previsiones (Gráfico 2.2).

Los riesgos siguen sesgados a la baja. Más allá de la incertidumbre todavía asociada a las medidas que finalmente se aprueben en EE.UU., sobre todo en el plano comercial, las dudas se centran en los resultados electorales en Francia e Italia, por el impacto fuertemente negativo que podrían tener en la estabilidad de la zona euro en el caso (poco probable) de vencer las opciones fuertemente antieuropeístas. A ello se une el riesgo asociado a la economía china, donde la fortaleza reciente de la inversión puede frenar el proceso de reducción de desequilibrios. Otros elementos importantes de riesgo son las negociaciones sobre el brexit (que no han empezado con buen pie), los múltiples riesgos geopolíticos o los riesgos asociados a la normalización de la política monetaria, sobre todo en EE.UU.

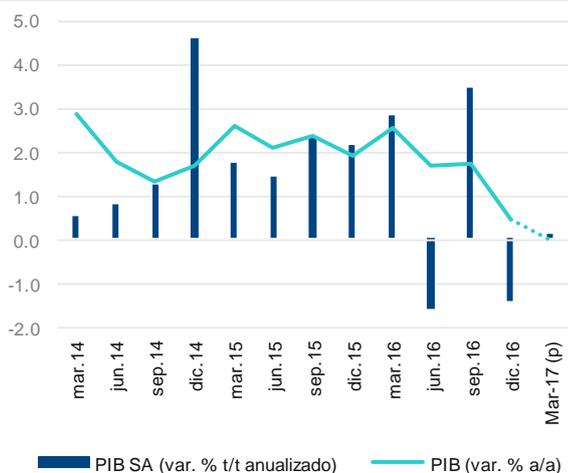
3. Riesgos a la baja en el crecimiento 2017

Solo a partir de 4T17 la economía retomaría tasas de crecimiento en torno a su potencial

En el informe de febrero proyectamos un crecimiento de 1,6% para este año, lo que significaba una expansión casi idéntica a la de 2016 y en ese momento era inferior a las proyecciones en torno a 2%, tanto del mercado como del propio Banco Central. Desde entonces hemos conocido un conjunto de noticias que han permitido validar nuestra visión de que este será un cuarto año de un magro desempeño económico, sin indicios de recuperación al menos hasta el primer semestre. La economía ha sido afectada por shocks puntuales como el paro en la minera Escondida y los incendios que afectaron al sur del país en el verano, pero también el PIB no minero ha perdido dinamismo, empujando especialmente por el ajuste de la construcción.

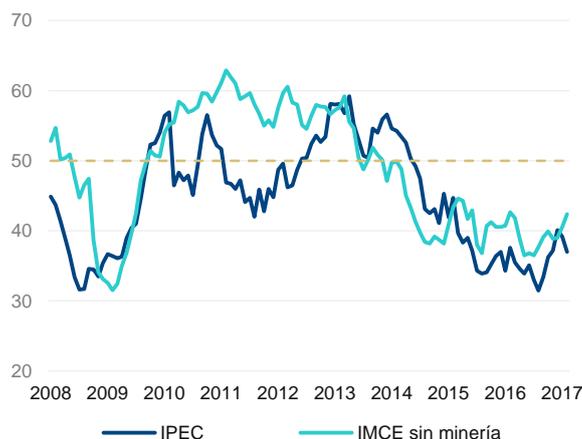
El PIB no minero creció menos en 4T16 respecto de los trimestres previos y, además, su velocidad de expansión se revisó a la baja de acuerdo con las nuevas Cuentas Nacionales. En enero el IMACEC creció 1,4% anual, en febrero se contrajo 1,3% y para marzo proyectamos una cifra en torno a 0%, afectada nuevamente por una contracción de dos dígitos en la producción minera. De esta forma, el primer trimestre terminaría con un crecimiento cercano a cero (Gráfico 3.1). Con todo, este escenario de estancamiento no se prolongaría más allá del primer trimestre, puesto que prevemos que el crecimiento tendrá una tendencia creciente a lo largo del año, para cerrar 2017 con una expansión de 1,6%.

Gráfico 3.1 Crecimiento trimestral del PIB (var. anual y trimestral, %)



(p): proyección.
Fuente: BCCh, BBVA Research

Gráfico 3.2 Confianza de consumidores y empresarios (índices)



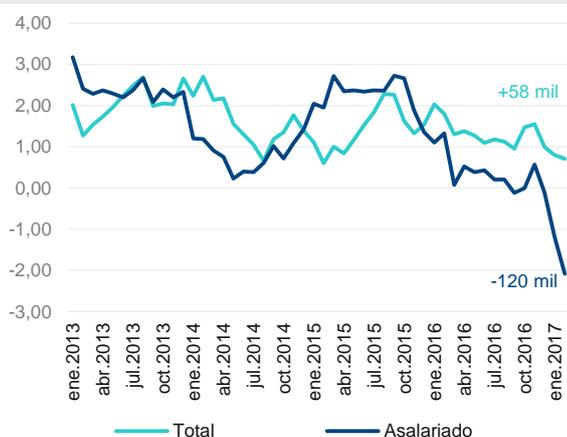
Fuente: BCCh, BBVA Research

En lo que resta del año, el mayor impulso monetario contribuirá a crear mejores condiciones de financiamiento para familias y empresas, mientras que el mejor escenario de crecimiento y comercio mundial apoyarán un mayor dinamismo de los sectores exportadores. Pero por otro lado, hay una serie de factores que están jugando en contra de un mejor desempeño de la demanda interna, entre los que destaca la persistencia de la confianza en niveles pesimistas (Gráfico 3.2); condiciones de crédito que se mantienen estrechas, la incertidumbre regulatoria y legislativa en algunas materias y los riesgos de un mayor deterioro del mercado laboral. Además, este año se suma una fuente de incertidumbre adicional, de carácter político, asociada a la realización de elecciones presidenciales y parlamentarias en noviembre.

En relación con el mercado laboral, en nuestro escenario base consideramos que la tasa de desocupación promediará 6,9% este año (desde 6,5% en 2016), lo que implica observar tasas superiores a 7% durante los meses de invierno. Sin embargo, en los últimos dos meses ha comenzado una nueva fase de ajuste que podría ser más severa de lo previsto (Gráfico 3.3). Proyectamos que este año el consumo privado crecería en torno a 2,5%, pero de concretarse un escenario de riesgo con mayor desempleo y persistencia de la desconfianza, la expansión de este componente del gasto sería menor.

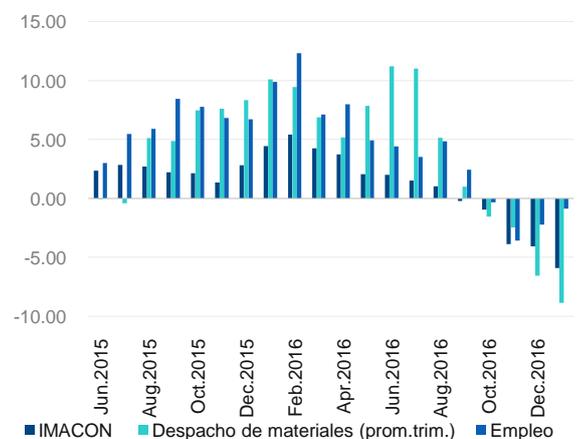
Para la inversión fija proyectamos una caída de 1,3% este año, cifra que en caso de concretarse significaría la cuarta contracción anual consecutiva. En este sentido, la fuerte caída de la inversión del último trimestre del año pasado, sumada al negativo inicio de año para los indicadores del sector construcción y a un estancamiento de las importaciones de bienes de capital, anticipan un complejo año para este componente del gasto clave para incrementar la capacidad de crecimiento de la economía (Gráfico 3.4). El consumo de gobierno se encuentra restringido por la regla fiscal a crecer en torno a 3,4% real este año y 4% real el próximo. En cuanto a las exportaciones, la proyección considera una recuperación de los volúmenes este año y el próximo, de la mano de un escenario de mayor crecimiento mundial y de los socios comerciales.

Gráfico 3.3 Creación de empleos (var. anual, %)



Fuente: BCCh, INE, BBVA Research

Gráfico 3.4 Indicadores de la construcción (var. anual, %)



Fuente: BCCh, INE, BBVA Research

Finalmente, mantenemos la proyección de crecimiento para 2018 en 2,4%, cifra que considera que desde fines de este año la economía estaría creciendo a tasas en torno a su potencial y que está bastante en línea con la proyección de consenso (2,5%) aunque bajo el punto medio del rango proyectado por el Banco Central en el último IPOM (2,75%).

4. Tasas de interés de largo plazo en camino ascendente

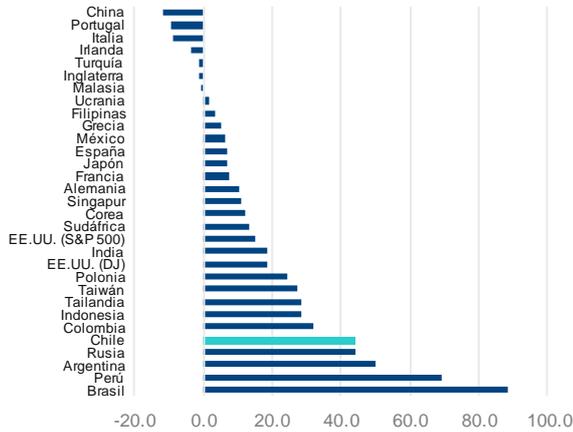
Anticipamos empinamiento de la curva de rendimiento local por factores locales y externos

La incertidumbre sobre la evolución de la economía china sigue vigente, aunque la recuperación del precio del cobre posterior a la elección presidencial en EE.UU. ha mejorado en algo los términos de intercambio. Como contrapartida, el peso chileno ha mantenido una fortaleza que consideramos impide un proceso más rápido de ajuste toda vez que desincentiva inversiones en sectores transables en un ambiente de baja productividad. Anticipando una recuperación económica y/o incorporando un escenario más benigno para el ambiente de negocios ante el cambio de gobierno, la bolsa local ha experimentado recuperaciones significativas que la han ubicado en la parte alta de lo que estimamos consistente con sus determinantes (Gráfico 4.1, Gráfico 4.2).

TCR se mantiene bajo promedios históricos, insuficiente para apoyar reasignación de recursos a sectores no mineros

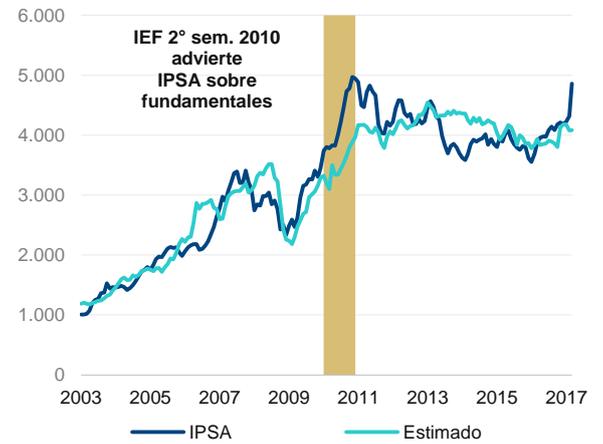
A pesar del alza de tasa por parte de la Fed y noticias respecto a un relevante estímulo fiscal en EE.UU., el peso se mantiene transando entre \$650 y \$660, aunque ha tenido alguna depreciación multilateral (Gráfico 4.3). La falta de suficiente depreciación del peso a pesar de cifras económicas débiles e incluso contracción económica se explica por un apetito de inversionistas extranjeros aunque se observa cierta diferenciación para el peso chileno que ha llevado a desarme de *carry trade* contrario al arme que ha ocurrido para el real brasileño, en sintonía con la depreciación multilateral de la moneda local (Gráfico 4.4).

Gráfico 4.1 Bolsas de valores del mundo (USD, var. % acum. desde 2016)



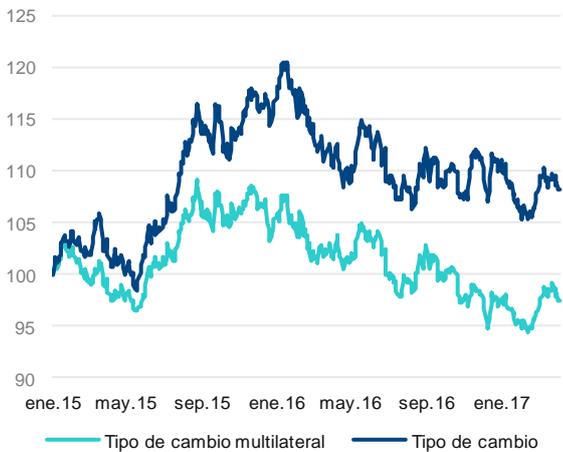
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 4.2 Modelo fundamentales del IPSA* (Índice)



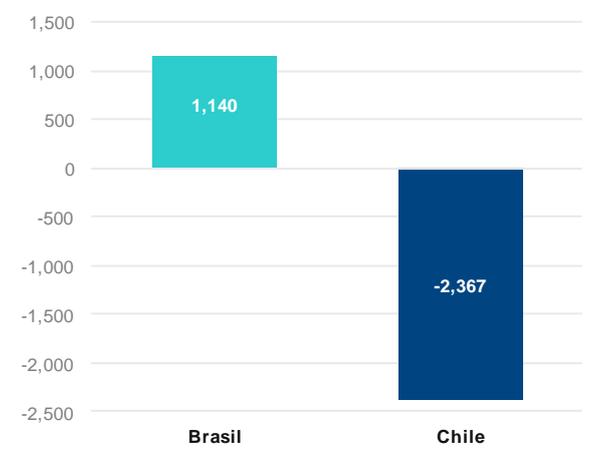
* Modelo de fundamentales que incluye como determinantes: Imacec, precio del cobre y tasa de interés real de largo plazo.
Fuente: Bloomberg, BBVA Research

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



Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

Gráfico 4.4 Operaciones de carry trade Peso y Real* (Millones de US\$)



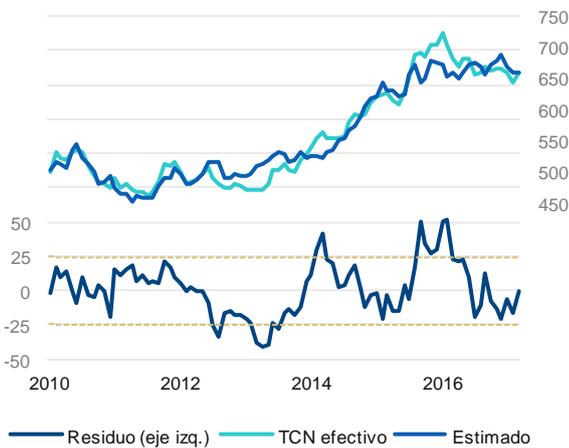
* Contratos estandarizados para Brasil por un monto de USD 50.000. Incremento observado entre el 31 de marzo de 2017 y el 17 de febrero de 2017.
Fuente: Banco Central de Chile, BM&F Bovespa, BBVA Research

Riesgo de alza de las tasas de interés de largo plazo ante eventual cambio de cotizantes a fondos riesgosos

De nuestra evaluación de desalineamiento nominal del tipo de cambio, 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 4.5). Sin embargo, el tipo de cambio real se ubica bajo sus promedios históricos lo que no facilita la reasignación de recursos hacia

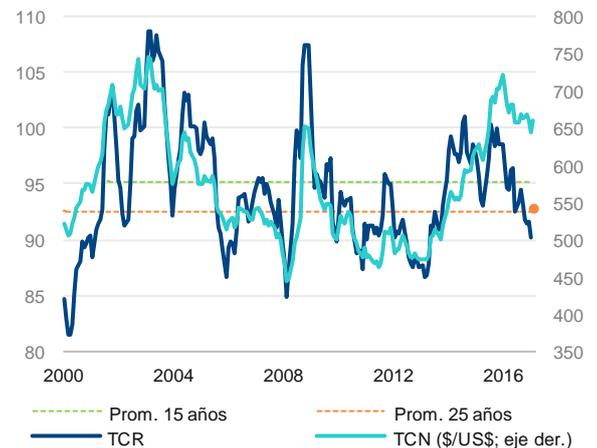
sectores exportadores (Gráfico 4.6). La política monetaria, justificada ciertamente en los impactos desinflacionarios de mediano plazo que implicaría este fortalecimiento del peso, ha comenzado a actuar. Nuestro escenario base contempla un depreciación del peso en el horizonte de proyección de la mano de recortes en la tasa de política monetaria que permitirían ubicar la moneda más cerca de \$700 a mediados de este año.

Gráfico 4.5 Tipo de cambio efectivo y estimado (\$/US\$)*



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

Gráfico 4.6 Tipo de cambio real, TCR (promedio 1986=100)



* Punto muestra TCR proyectado para marzo 2017 (92,7).
Fuente: Banco Central de Chile, BBVA Research

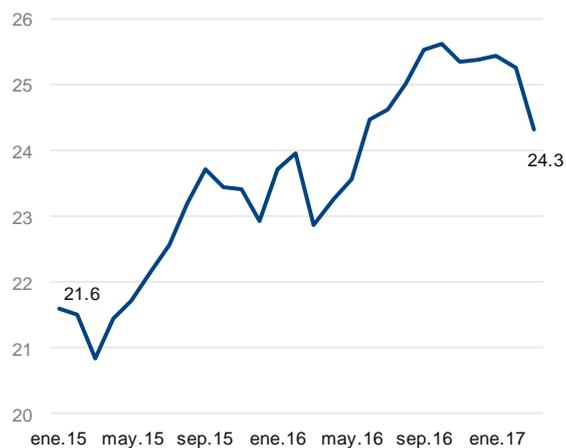
Las tasas de interés *benchmark* experimentaron una fuerte alza posterior a la elección presidencial en EE.UU., pero ya se ubican en niveles históricamente bajos (Gráfico 4.7). De particular preocupación para las tasas de interés de largo plazo es una reversión en el comportamiento precautorio que tuvieron los cotizantes de las AFPs que estuvieron moviéndose a fondos menos riesgosos parte importante del 2016 (Fondo E), pero que ante rentabilidades mejores en lo más reciente (Fondo A ha rentado un promedio de 6,5% real el 1T17), podría forzar la venta de instrumentos de renta fija por parte de las AFPs (Gráfico 4.8).

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



Fuente: Bloomberg, BBVA Research

Gráfico 4.8 Activos de AFPs en bonos soberanos locales (Porcentaje del total de activos del sistema)



Fuente: Superintendencia de Pensiones, BBVA Research

5. Convergencia inflacionaria condicional a mayor depreciación del peso

Mantenemos proyección de inflación de 3,2% para diciembre 2017 pero con sesgo a la baja

En los últimos meses la inflación ha seguido disminuyendo, a pesar de algunas sorpresas en direcciones opuestas durante los primeros meses del año, confirmando nuestra visión de bajas presiones inflacionarias generalizadas, ante las mayores holguras de capacidad de la economía y la contenida depreciación del peso. Esperamos que esta tendencia de la inflación se mantenga, por lo menos hasta mediados de año, para luego comenzar la convergencia hacia la meta, llegando a 3,2% anual en diciembre, de la mano de mejores registros de actividad y una mayor depreciación del peso. Sin embargo, consideramos que el balance de riesgos de este escenario está sesgado a la baja. Los riesgos desinflationarios, asociados a una economía que se mantiene débil por más tiempo, a un mercado laboral que sigue debilitándose, a una menor depreciación del peso por un precio del cobre que se mantiene en niveles actuales y a una TPM que no incorpore a tiempo todo el estímulo esperado por el mercado, se avizoran mayores que los riesgos inflacionarios provenientes de una mayor volatilidad de precios externos, como alimentos y combustibles. En efecto, en un escenario en que el tipo de cambio no se deprecia como proyectamos y más aún si sigue apreciándose, podríamos ver la inflación estacionándose marcadamente bajo 3%.

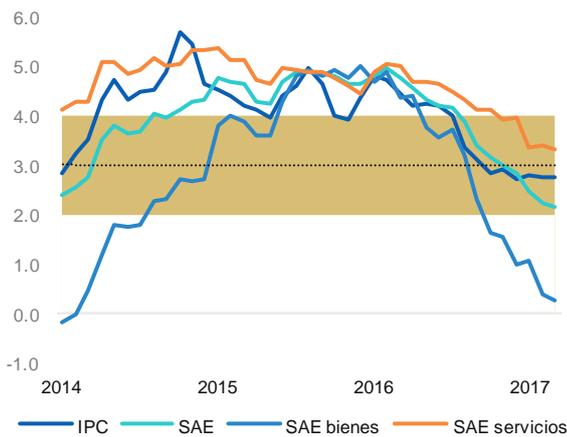
La inflación subyacente, medida por el IPC sin alimentos y energía (IPC SAE), ha continuado su tendencia a la baja, acercándose al piso del rango de tolerancia de la meta del Banco Central, de la mano no sólo de una menor inflación de bienes vinculados al tipo de cambio, sino también de una marcada desaceleración en la inflación de servicios (Gráfico 5.1). La inflación de bienes SAE prácticamente ha desaparecido, llegando en marzo a un 0,3% anual, culminando así el ciclo inflacionario vinculado a la depreciación del peso de los últimos años. La inflación de servicios, componente con un mayor grado de indexación dentro del IPC, ha seguido desacelerándose en los últimos meses, en línea con el bajo dinamismo interno que sigue ampliando las brechas de capacidad, la mayor debilidad del mercado laboral y la sostenida desaceleración de las remuneraciones. En marzo, la inflación anual de servicios SAE se ubicó en 3,3%, marcadamente bajo su promedio de los últimos 15 años (4,2%).

Nula inflación de bienes y debilidad interna mantendrían inflación acotada en 2017

Respecto a los componentes más volátiles de la canasta del IPC, como alimentos y energía, estos han seguido inyectando algo de inflación en los últimos meses, en línea con los aumentos en precios internacionales y la acotada depreciación del peso. Por el lado de los alimentos, la inflación de no perecibles se mantiene estable, a pesar de los mayores precios internacionales, debido a los rezagos con que estos se transmiten a los precios locales y a su baja incidencia dentro del IPC. Los alimentos perecibles, en tanto, han comenzado a repuntar, de la mano principalmente del precio de las verduras, en parte por su estacionalidad histórica, pero también por una esperada recuperación luego de los bajos niveles observados a fines del año pasado. Respecto a los precios de la energía, los combustibles

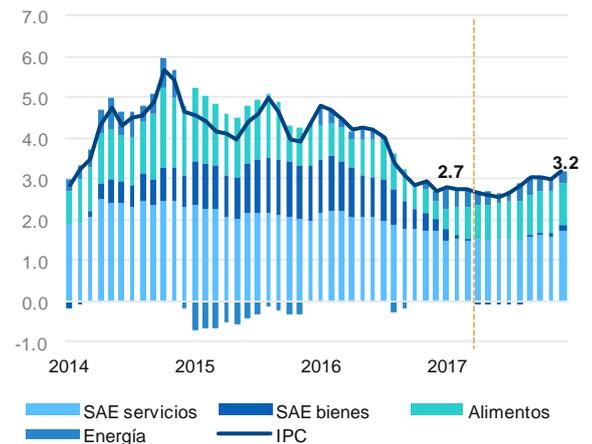
han seguido inyectando algo de inflación en el primer trimestre, en línea con los mayores precios internacionales del petróleo y con el alza estacional de los combustibles refinados en la Costa del Golfo de EE.UU. de las últimas semanas.

Gráfico 5.1 Inflación anual (Porcentaje)



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

Gráfico 5.2 Proyección de inflación anual (Porcentaje)



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

Mayores holguras y menor depreciación dificultarían convergencia a la meta

En nuestro escenario base para el año 2017 proyectamos una inflación de cierre de año de 3,2%, aunque fluctuando gran parte del año bajo 3%. En la medida que se materialicen nuestros supuestos de nuevas reducciones en la TPM hasta 2,5%, de convergencia del precio del cobre hacia US\$2,5 libra y depreciación del peso hasta los \$690, y de holguras de capacidad que comenzarían a moderarse, la inflación lograría repuntar hacia la segunda mitad del año (Gráfico 5.2). Esta proyección de inflación para 2017 es algo mayor a la reportada en la Encuesta de Expectativas Económicas (2,9%) y a lo implícito en los contratos de seguros de inflación (2,9%), pero consistente con nuestro escenario de mayor estímulo monetario y depreciación del peso. En el horizonte de política del Banco Central, las expectativas de inflación siguen débilmente ancladas a la meta, en especial en la Encuestas de Operadores Financieros (2,9%) y en las compensaciones inflacionarias (2,6%-2,8%).

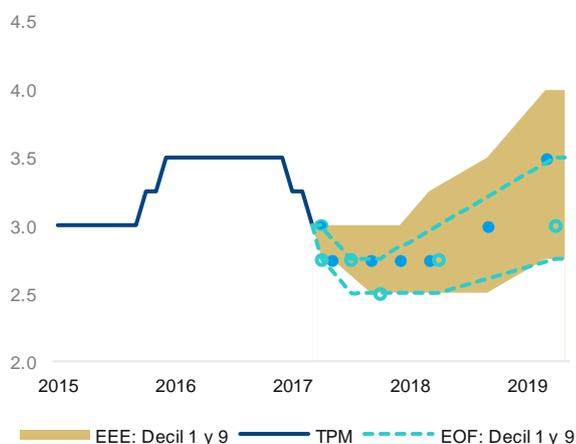
Sin embargo, de no darse estos eventos, la inflación se mantendría hundida en la parte baja del rango de tolerancia del Banco Central por un tiempo mayor al estimado, sin presiones relevantes de la inflación subyacente. Los productos más volátiles, como alimentos y energía, seguirían aportando inflación durante el año, con una inflación de alimentos que seguiría una tendencia alcista, recuperándose de los bajos niveles del año pasado, y de energía muy influenciada por efectos base en el precio de los combustibles y ajustes al alza en tarifas de electricidad. Los principales riesgos en estos ítems provendrían de ajustes abruptos en precios internacionales de alimentos no perecibles y en especial del petróleo, pero en este último, los riesgos alcistas de nuevos acuerdos de la OPEP parecen estar acotados por la mayor oferta de países no-OPEP, en especial de *shale oil*.

6. Sigue en marcha la entrega de estímulo monetario

Banco Central adelantó los recortes y el mercado anticipa que la TPM llegará a 2,5% en los próximos meses

El escenario macroeconómico reciente, caracterizado por un menor crecimiento, un deterioro adicional del mercado laboral y ausencia de presiones inflacionarias, ha permitido que el Banco Central recorte la tasa de política monetaria (TPM) en dos ocasiones durante el primer trimestre y que haya abierto la posibilidad para un recorte adicional. Estas decisiones han tomado por sorpresa a una parte del mercado como el consenso de la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) que en marzo veía el piso de la tasa en 3%. Ahora, la Encuesta de Operadores Financieros contempla que la TPM llegará a 2,5% en los próximos meses, mientras la EEE del mismo mes solo contempla un recorte adicional hasta 2,75% (Gráfico 6.1). Por su parte, los precios de los activos, que fueron usados por el Banco Central para delinear el supuesto de trabajo para la política monetaria, contemplan que la TPM llegará hasta 2,5% (Gráfico 6.2).

Gráfico 6.1 Expectativas para la TPM (%)



Fuente: Banco Central, BBVA Research

Gráfico 6.2 TPM y Swap promedio cámara (Puntos base)



Fuente: Banco Central, Bloomberg, BBVA Research

Nuestro escenario central sigue contemplando que la TPM llegará a 2,5% al cierre del primer semestre, pero no descartamos que pueda ser necesario un estímulo mayor. Preliminarmente nuestra proyección considera que la TPM se mantiene en 2,5% hasta mediados del próximo año, para luego comenzar un proceso gradual de normalización y cerrar 2018 en 3%. Por cierto, no se debe cerrar la puerta a un mayor estímulo monetario si las condiciones económicas se deterioran aún más y/o la inflación cede más de lo previsto.

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. Política fiscal: Inminente *downgrade* en clasificación crediticia

No solo mayor precio del cobre, también menor tipo de cambio y crecimiento afectan ingresos fiscales en 2017

El comienzo del 2017 trajo consigo dos noticias en el área fiscal. Por una parte, el mayor precio del cobre repercutiría, de acuerdo a la autoridad, en mayores ingresos y una menor necesidad de endeudamiento. Por otro lado, el gasto público creció sobre 5% a/a en enero y febrero. Respecto al primer punto, proyectamos para el año un precio promedio del cobre de US\$ 2,54 la libra, superior en US\$ 34 respecto a la proyección utilizada en la Ley de Presupuestos. Este aumento, de acuerdo a nuestras estimaciones, aumentaría los ingresos en dólares del gobierno en algo más de \$600 millones¹. Sin embargo, el Fisco lleva sus cuentas en pesos, dado que sus gastos son principalmente en moneda local. Por lo mismo, el menor tipo de cambio promedio estimado, de \$681, \$19 menor a lo estimado en la Ley de Presupuesto, cocontrarresta el efecto del aumento del precio del cobre. El efecto neto es positivo, pero de solo 0,2% del PIB (US\$ 500 millones). El menor crecimiento para este año en comparación a lo contemplado en el Presupuesto significará menores ingresos por cerca de US\$ 440 millones².

Mantenemos una estimación de crecimiento del gasto de 2017 de 4%, algo sobre lo estipulado en la Ley de Presupuestos, por el gasto fiscal adicional que iría a reconstrucción post incendios en el sur del país. Aún no conocemos el monto que el gobierno destinará a esta causa, pero preliminarmente suponemos una cifra en torno a US\$ 150 millones. Con todo, dado el alto aumento del gasto el primer bimestre del año, se hará necesaria una disminución del ritmo de ejecución en lo que resta de 2017. Es probable que se dé una dinámica similar a la del año anterior, con un gasto muy concentrado en los primeros tres trimestres, y una fuerte desaceleración hacia final de año.

De esta manera, el déficit efectivo ascenderá a 3,1% del PIB (US\$ 8.000 millones). No vemos espacios para una significativa menor emisión de deuda en el año. Por otra parte, el déficit estructural se ubicaría preliminarmente en 1,8% del PIB. Aunque esta cifra es alta, impactada por un mayor gasto y por el efecto de un menor tipo de cambio en los ingresos estructurales, la revisión del PIB tendencial que se generará debido al cambio de Cuentas Nacionales podría cambiar el escenario. Aún es pronto para hacer una mención respecto al cumplimiento de la meta de convergencia a balance estructural.

¹ El promedio histórico del impacto de un centavo de dólar adicional en el precio del cobre sobre los ingresos fiscales es mayor que nuestro cálculo. Sin embargo, los altos costos de la industria, las bajas utilidades de Codelco y los ajustes en las tasas de PPM y en las remesas al extranjero de la minería privada nos han llevado a romper la linealidad histórica y estimar una proporción menor.

² Estimamos mayores ingresos con respecto al Presupuesto por un total de US\$580 millones, donde a los efectos mencionados en el párrafo se sumaría la habitual subestimación de otras partidas de ingreso.

Elementos para un *downgrade* están dados: efectos en costo de financiamiento externo

En los últimos meses, tanto Fitch como S&P cambiaron de estable a negativo el *outlook* de la clasificación de deuda de Chile. Entre las razones enumeradas por ambas agencias, las perspectivas de menores ingresos y el rápido aumento de la deuda bruta en los últimos años serían las principales.

Los elementos que podrían evitar un *downgrade* no se avizoran. El crecimiento no repunta, las presiones de gasto no disminuyen, la acumulación de deuda bruta se mantiene y no ha habido mejoras en institucionalidad. En consecuencia, consideramos que una baja en la clasificación de riesgo resulta inminente.

Los resultados del *downgrade* no solo serán negativos para las cuentas fiscales. El golpe en el riesgo país y el costo de endeudamiento externo se propagará a las emisiones fiscales y privadas. En el caso de las cuentas de gobierno, en un escenario como el que proyectamos, de déficits efectivos sostenidos en todo el horizonte de proyección, el mayor costo de endeudamiento externo impone una carga creciente al gasto público de mediano plazo, el cual ya se encuentra bastante presionado. Si el gasto en intereses alcanzó a ser 0,76% del PIB en 2016 (casi US\$ 1.900 millones), podría llegar al menos a 1% del PIB en el mediano plazo (US\$ 2.500 millones).

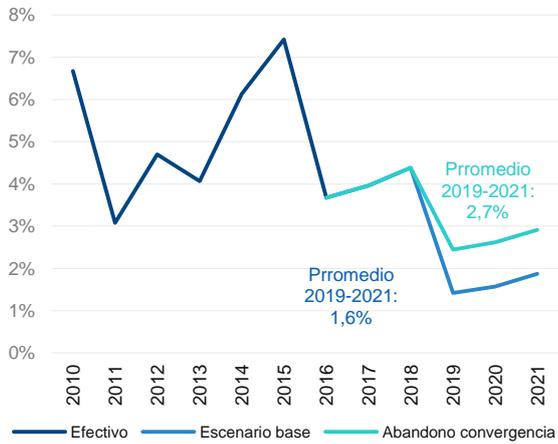
Definición presidencial 2018: ¿seguirá el nuevo gobierno cumpliendo con una meta de convergencia?

Desde hace muchos números atrás, hemos estado advirtiendo sobre el nulo espacio que existe en el mediano plazo para aumentar el gasto fiscal. Las proyecciones del escenario base muestran nuevamente que el crecimiento del gasto se acota a algo en torno a 1,6% a partir de 2019. Con todo, este escenario contempla una disminución del déficit estructural a un ritmo de 0,25% del PIB, es decir, que se mantiene la meta que se ha autoimpuesto la actual administración.

Las alternativas para alcanzar un mayor espacio fiscal son 1) recortar gasto, 2) aumentar impuestos o 3) modificar la meta de convergencia. Las opciones 1) y 2) serían técnicamente correctas, pero de difícil implementación. Respecto a los ingresos fiscales, discusiones preliminares indican que hay voluntad de hacer ajustes tributarios, pero no hay espacio para un aumento en recaudación como el logrado con la Reforma de 2014. Alcanzar mayor eficiencia del Estado, lo que redundaría en un menor gasto, también se ha mencionado. Pero aún está ausente una mención respecto a la regla. Existe el riesgo que la opción 3) sea la elegida, lo que tendría negativos efectos macroeconómicos y de sostenibilidad fiscal. Como ejercicio, los gráficos 7.1 y 7.2 muestran proyecciones de crecimiento de gasto y déficit efectivo en el escenario base respecto a un escenario de riesgo, donde el déficit estructural se mantiene en los mismos niveles de 2018 (estimamos 1,5% del PIB). Como se aprecia, aunque se logra un crecimiento del gasto mayor (promedio 2019-2021 de 1,6% vs. 2,7%), se observa un abandono del cierre del déficit, lo que resultaría nocivo para las cuentas fiscales en el largo plazo.

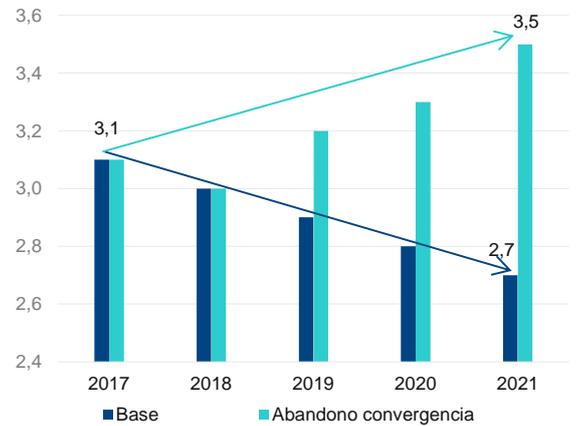
Será clave conocer cuál será la meta estructural propuesta

Gráfico 7.1 Crecimiento del gasto público efectivo y proyectado (var. %)



Fuente: Dipres, BBVA Research

Gráfico 7.2 Proyecciones déficit fiscal efectivo (% del PIB)



Fuente: BBVA Research

8. Riesgos externos se disipan pero se mantienen los idiosincráticos

Se mantiene un balance de riesgos negativo en el corto plazo

La política monetaria ha tomado un camino más claro hacia entregar mayor estímulo monetario que nos parece necesario para apoyar el proceso de redireccionamiento de la inversión hacia sectores no transables. En consecuencia, el riesgo de una respuesta tardía e insuficiente que levantamos en nuestro informe anterior se ha disipado parcialmente. Cabe mantener como riesgo la lenta depreciación de la moneda, en gran medida por una sostenida debilidad del dólar a nivel global, que estimamos indispensable para apoyar la recuperación de la inversión y competitividad de los sectores exportadores de bienes y servicios.

Mantenemos como elemento de riesgo las elecciones presidenciales, las cuales ya están generando un amplio debate político en torno a reformas relevantes para diversos sectores y para la economía como un todo. *A priori*, no es posible conocer si el efecto final de este debate será positivo o negativo para la economía, pero sí sabemos que generará incertidumbre, al menos hasta conocer las propuestas concretas de los candidatos, pero que incluso podrían prolongarse hasta el resultado de las elecciones en diciembre.

El 2016 terminó con una tercera contracción de la inversión total que se profundizó el cuarto trimestre. Para este 2017, estimamos que la inversión volverá a caer, pero no estaría exenta de riesgos, dados por la posibilidad que no se recupere la confianza de los empresarios y por el riesgo implícito en la concreción de proyectos en desarrollo, particularmente en el sector energía. Por ahora nuestro escenario central sigue contemplando niveles neutrales de confianza en la parte final de este año o, a más tardar, a inicios de 2018.

Tras el cambio de *outlook* realizado por Fitch y S&P, el riesgo de un cambio de clasificación de riesgo soberano se ha elevado significativamente y no descartamos que ocurra este año, pudiendo empujar a otras agencias a moverse en la misma dirección. De concretarse estos cambios, las consecuencias serían adversas sobre el costo de financiamiento dificultando aun más cualquier proceso de recuperación. Tampoco podría desconocerse impactos negativos sobre las confianzas de empresarios.

En el ámbito externo, el principal riesgo de mediano plazo para Chile sigue siendo el desempeño de la economía china, que puede sorprender con un ajuste desordenado que tendría efectos relevantes sobre *commodities*, ingresos fiscales, exportaciones, inversión y, a última línea, sobre el crecimiento. Un deterioro de la economía china tendría también impactos relevantes en otros países emergentes, transmitiéndose tanto por canales financieros como reales. Este riesgo, si bien presente desde hace varios informes, se ha mitigado nuevamente en el margen.

Mantenemos como riesgo global un endurecimiento de políticas proteccionistas provenientes desde la nueva administración de Donald Trump. Los efectos son difíciles de estimar, pero podrían afectar el dinamismo del sector externo relevante para Chile. Una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed, si bien es un riesgo desde el punto de vista del costo de financiamiento externo, sería positivos sobre la moneda toda vez que estimamos relevante espacio para depreciación del peso sin efectos significativos sobre la inflación dadas las holguras de capacidad y los bajos niveles de inflación.

9. Tablas

Tabla 9.1 Previsiones Macroeconómicas

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| PIB (% a/a) | 4.0 | 1.9 | 2.3 | 1.6 | 1.6 | 2.4 |
| Inflación (% a/a, fdp) | 3.0 | 4.6 | 4.4 | 2.7 | 3.2 | 2.9 |
| Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | 529 | 613 | 704 | 667 | 690 | 665 |
| Tasas de interés (% fdp) | 4.5 | 3.0 | 3.5 | 3.5 | 2.5 | 3.0 |
| Precio del cobre (US\$/lb) | 3.32 | 3.11 | 2.50 | 2.21 | 2.54 | 2.46 |
| Consumo Privado (% a/a) | 4.6 | 2.7 | 2.0 | 2.4 | 2.5 | 3.1 |
| Consumo Público (% a/a) | 2.8 | 4.4 | 4.5 | 5.1 | 3.4 | 4.0 |
| Inversión (% a/a) | 3.3 | -4.8 | -0.8 | -0.8 | -1.3 | 2.7 |
| Resultado Fiscal (% PIB) | -0.6 | -1.6 | -2.2 | -2.7 | -3.1 | -3.0 |
| Cuenta Corriente (% PIB) | -3.7 | -1.3 | -2.0 | -1.4 | -1.4 | -1.6 |

Fuente: Banco Central, BBVA Research

Tabla 9.2 Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

| | PIB (% a/a) | Inflación (% a/a, fdp) | Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | Tasa de Interés (% fdp) |
|--------------|----------------|---------------------------|----------------------------------|----------------------------|
| T1 14 | 2.9 | 3.5 | 563.8 | 4.0 |
| T2 14 | 1.8 | 4.3 | 553.1 | 4.0 |
| T3 14 | 1.3 | 4.9 | 593.5 | 3.3 |
| T4 14 | 1.7 | 4.6 | 612.9 | 3.0 |
| T1 15 | 2.6 | 4.2 | 628.5 | 3.0 |
| T2 15 | 2.1 | 4.4 | 630.0 | 3.0 |
| T3 15 | 2.4 | 4.6 | 691.7 | 3.0 |
| T4 15 | 1.9 | 4.4 | 704.2 | 3.5 |
| T1 16 | 2.5 | 4.5 | 682.1 | 3.5 |
| T2 16 | 1.7 | 4.1 | 681.1 | 3.5 |
| T3 16 | 1.8 | 3.1 | 668.6 | 3.5 |
| T4 16 | 0.5 | 2.7 | 667.2 | 3.5 |
| T1 17 | 0.0 | 2.9 | 670.0 | 3.0 |
| T2 17 | 1.3 | 2.7 | 690.0 | 2.5 |
| T3 17 | 2.0 | 3.1 | 698.0 | 2.5 |
| T4 17 | 3.2 | 3.2 | 690.0 | 2.5 |
| T1 18 | 3.7 | 3.4 | 687.0 | 2.5 |
| T2 18 | 2.6 | 3.2 | 683.0 | 2.5 |
| T3 18 | 1.2 | 3.0 | 674.0 | 2.8 |
| T4 18 | 1.9 | 2.9 | 665.0 | 3.0 |

Fuente: Banco Central, BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Chile

Economista Jefe de Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Hermann González
hgonzalezb@bbva.com
+56 2 29391354

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

Waldo Riveras
wriveras@bbva.com
+56 2 23931495

BBVA Research**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Oriente Medio, Asia y Geopolítica

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España). Tel.:+34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax:+34 91 374 30 25 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com