

# Situación Chile 3T17

Lenta recuperación y riesgos desinflacionarios al alza

Julio 2017



# Entorno Global



# Crecimiento sincronizado y normalización monetaria



## La dinámica global se mantiene positiva

### Crecimiento mundial empujado por China

Signos de estabilización del crecimiento global

### Algo de reequilibrio de EEUU hacia Europa

Tanto en la macro como en la política

### Inflación baja en países desarrollados

Moderación salarial y corrección de precio de las materias primas

### Bancos Centrales en países desarrollados hacia una normalización gradual

Retirada de liquidez y aumento de tipos de interés

### Mercados financieros complacientes

Baja volatilidad favorece la toma de riesgos

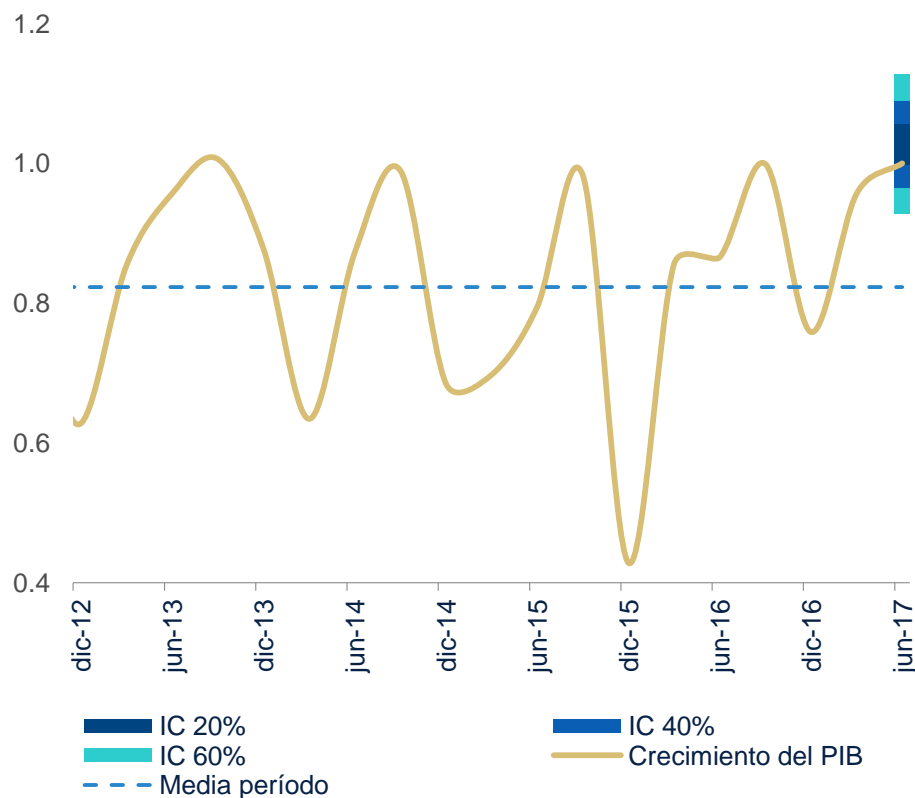
### Riesgos

Disminuyen en Europa, pero se acumulan en China

# Crecimiento global tiende a estabilizarse

## Crecimiento del PIB mundial

Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% t/t)

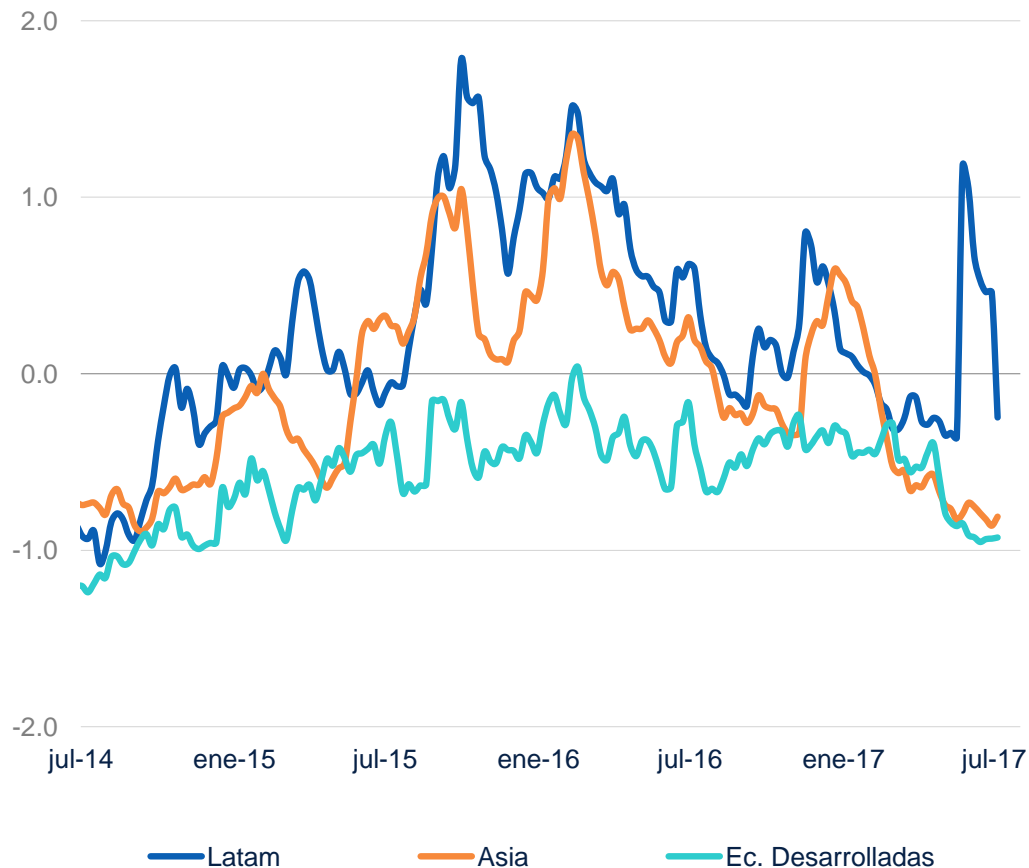


- ◆ Los indicadores de confianza están en niveles muy elevados, por encima incluso de los indicadores de actividad real
- ◆ Fuerte crecimiento en China y Asia emergente, impulsados por políticas expansivas...
- ◆ ... han apoyado la recuperación del comercio y la inversión en los últimos trimestres

## Las tensiones financieras se mantienen reducidas

### Índice de tensiones financieras BBVA

(índice normalizado)



Fuente: BBVA Research

- ◆ La volatilidad se ha reducido a niveles muy bajos a pesar de la incertidumbre sobre la política económica.
- ◆ La excepción en Latam fue Brasil, ante el fuerte aumento del ruido político
- ◆ Se han mantenido los flujos de capitales a economías emergentes.
- ◆ **Riesgo de complacencia en los mercados de capitales**

## Los bancos centrales empiezan a normalizar sus políticas

### Global

- ◆ **Comunicación más restrictiva** de los bancos centrales, apuntando más claramente a la normalización (excepto en Japón)
- ◆ Más allá de la inflación, los Bancos Centrales se muestran cada vez más **preocupados por el impacto colateral de la abundante liquidez** (especialmente sobre el precio de los activos financieros)

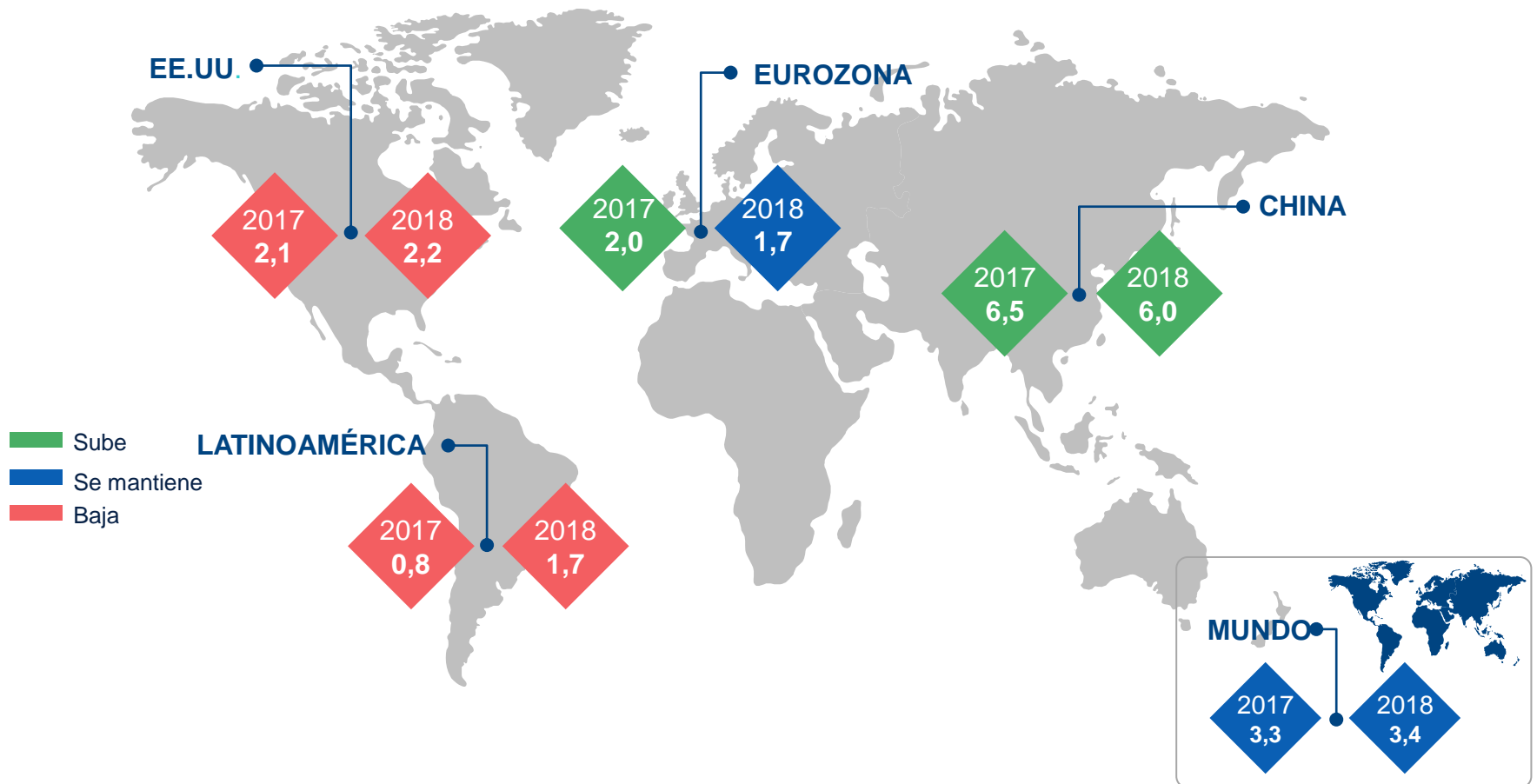
### Fed

- ◆ La Fed espera **aumentar sus tipos de interés** 25 pb adicionales en 2017 y **empezar a reducir su balance** antes del final de este año...
- ◆ ... pero **los mercados descuentan una normalización más lenta**

### BCE

- ◆ Ha tomado los **primeros pasos en el proceso de normalización**, cambiando su **comunicación**, pero de forma cauta.
- ◆ La **reducción de la compra de bonos** se anunciaría después del verano (boreal). **Subida de tipos de interés** hacia finales de 2018

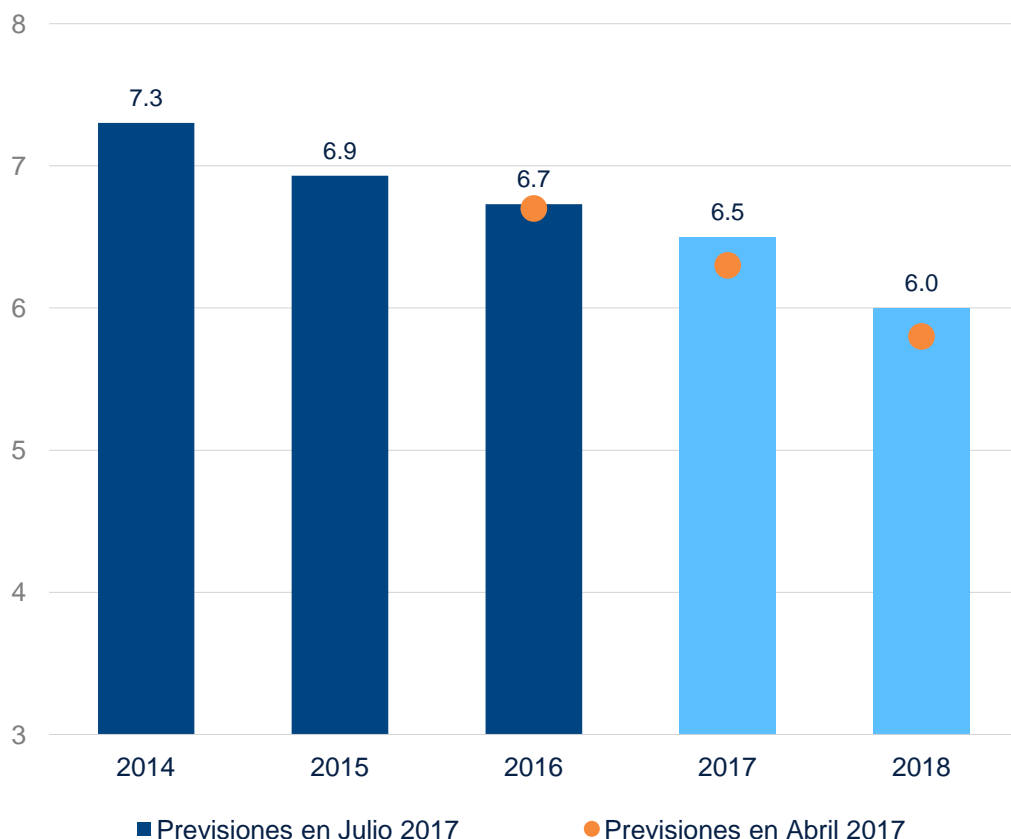
# Revisión al alza del crecimiento en Europa y China, a la baja en EEUU y América Latina





# China: los impulsos de política dan fruto en el corto plazo

**Crecimiento del PIB**  
(a/a, %)



◆ Revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento para 2017 y 2018, gracias a los datos recientes y el impulso fiscal. Desaceleración gradual en marcha, menos rápida de lo anticipado.

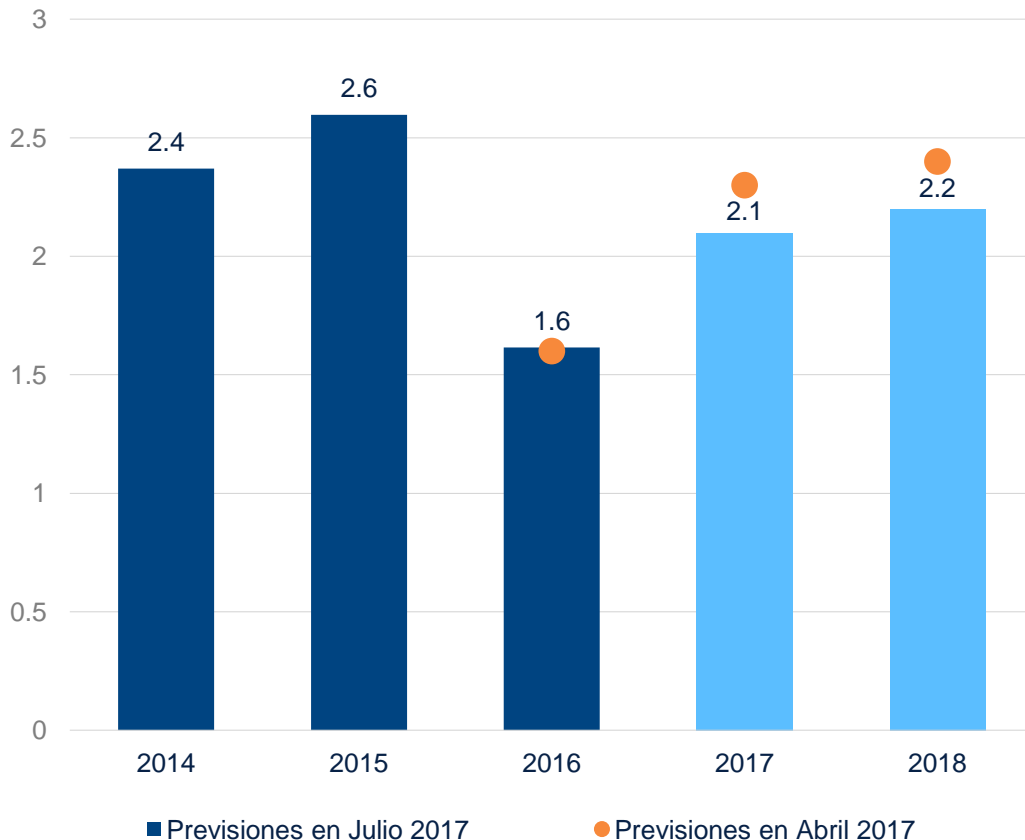
◆ Política monetaria prudente, política fiscal sigue apoyando el crecimiento.

◆ Riesgos a medio plazo siguen aumentando:

- Lento proceso de reequilibrio hacia servicios y consumo
- **Siguen acumulándose las fragilidades financieras por una recuperación basada en el aumento del endeudamiento de los agentes y favoreciendo la banca a la sombra**

## EE.UU.: el impulso fiscal no se materializa

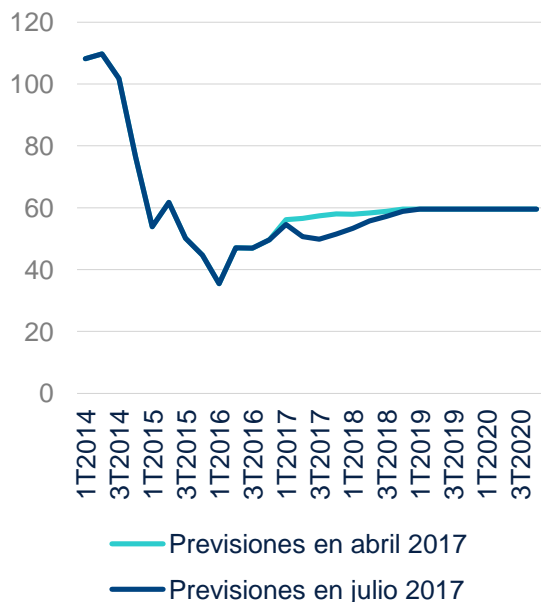
**Crecimiento del PIB**  
(a/a, %)



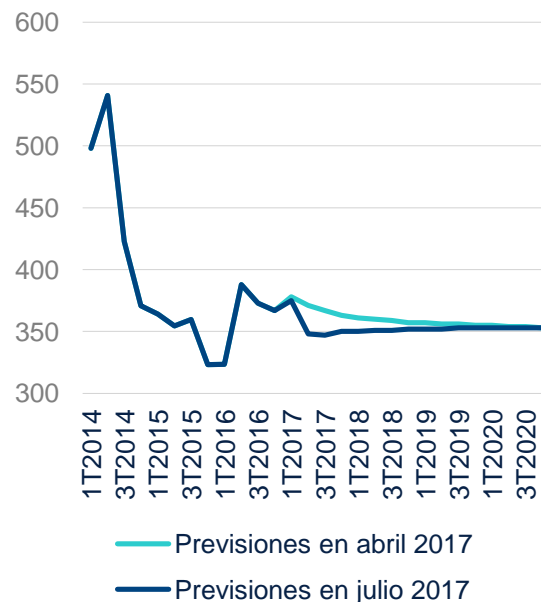
- ◆ **Revisión a la baja del crecimiento.** Medidas de estímulo probablemente no se implementen en el corto plazo
- ◆ **Fed: mercado laboral robusto y convergencia de la inflación al 2%** justifican la normalización
- ◆ **Disminuyen los riesgos ligados al proteccionismo,** pero se mantiene la incertidumbre sobre la política económica

# Ajuste de previsión de precios de materias primas en 2017-18, por preocupaciones sobre la fortaleza de la oferta

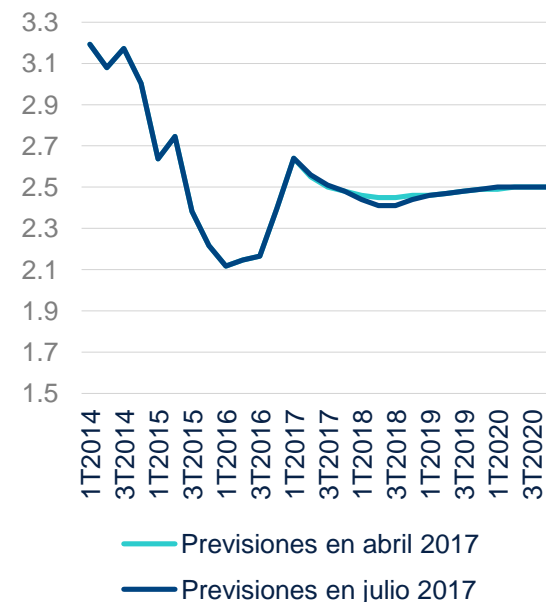
**PETRÓLEO BRENT**  
(USD/B)



**SOJA**  
(USD/tm)



**COBRE**  
(USD/lb)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

El precio del petróleo lastrado por la fortaleza de la producción y de los inventarios. Se mantiene la expectativas de precios en 60 USD/barril en el largo plazo, ante la disminución de la inversión en exploración.

Fortaleza de la oferta también afecta a los precios de la soja y cobre en el corto plazo- Sin cambios relevantes en la visión de precios de largo plazo para las materias primas.

## Los riesgos globales principales para Latam se centran en las políticas de EEUU y el reequilibrio en China

1



Incertidumbres todavía asociadas a las **medidas que se aprueben en EEUU**, aunque **disminuye el riesgo de proteccionismo**

2



Los estímulos de política para apuntalar la fortaleza reciente de la inversión en **China** continúan acumulando los **desequilibrios y fragilidades financieras**

3



**Se reducen los riesgos de carácter político en Europa**, pero se mantienen alrededor de las negociaciones del Brexit, la gestión de algunos problemas bancarios y las elecciones en Italia.

4



Riesgos asociados a la **normalización de la política monetaria**, especialmente en EEUU, dada la divergencia con las expectativas del mercado.

# Situación Chile

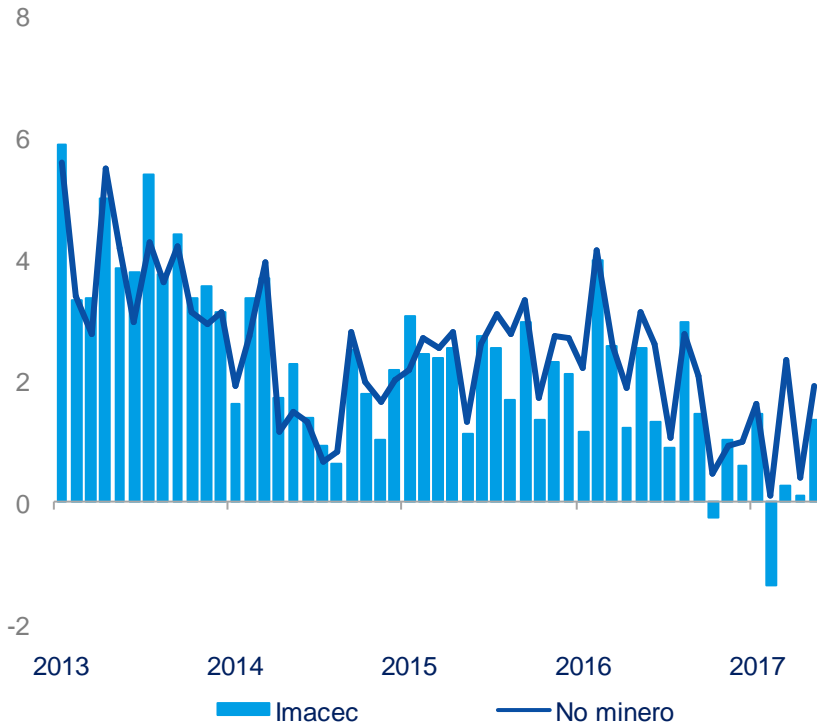


# Débil reuperación del crecimiento y ajuste del mercado laboral

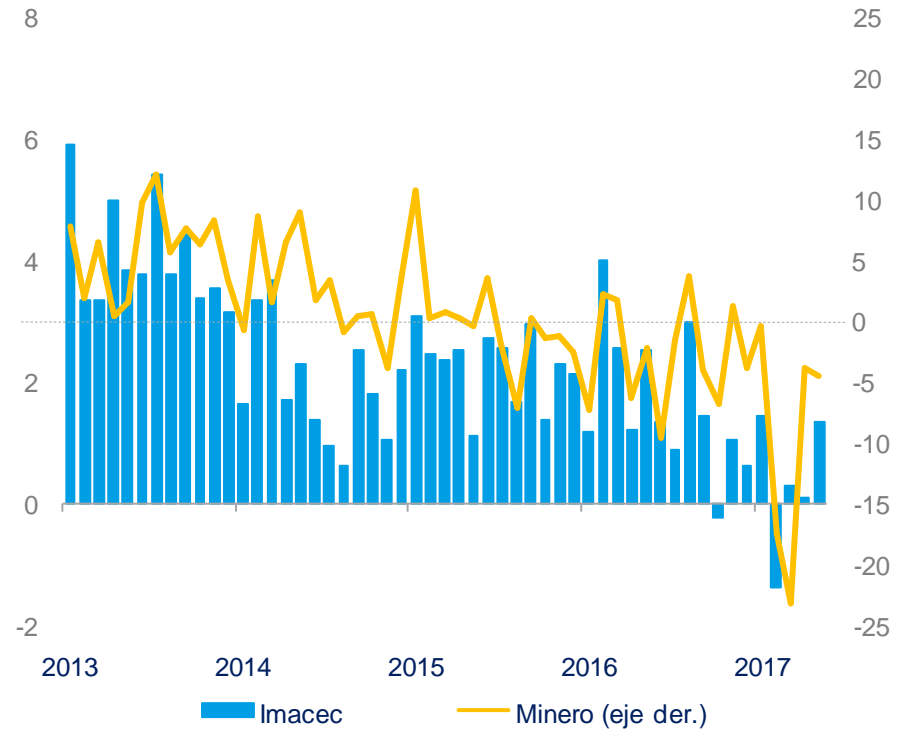


# Recuperación ha sido más tenue de lo previsto. Economía crecería en torno a 1% en 2T17 y 1,5% en 3T17

**IMACEC total y no minero**  
(Var a/a, %)



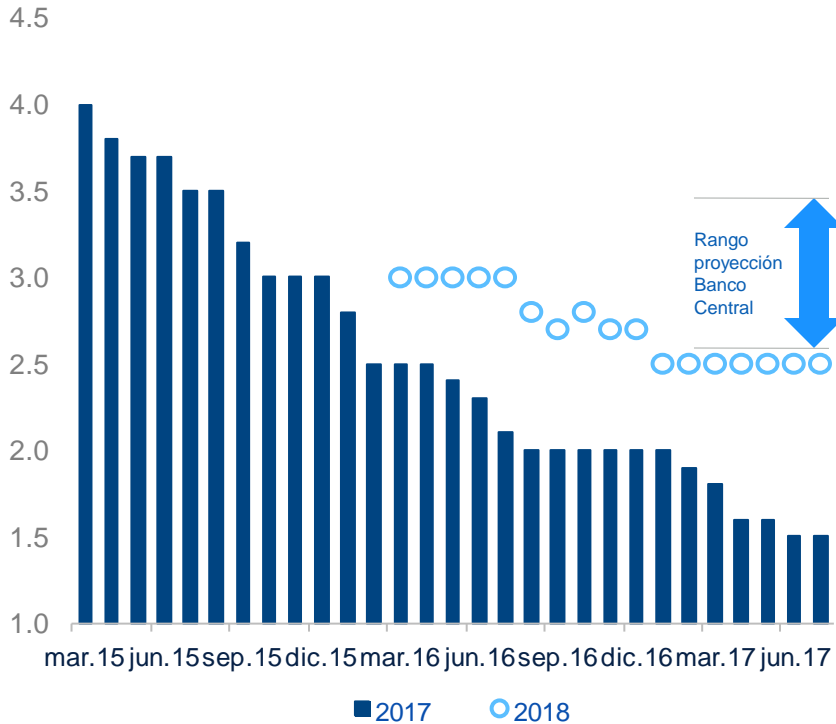
**IMACEC total y minero**  
(Var a/a, %)



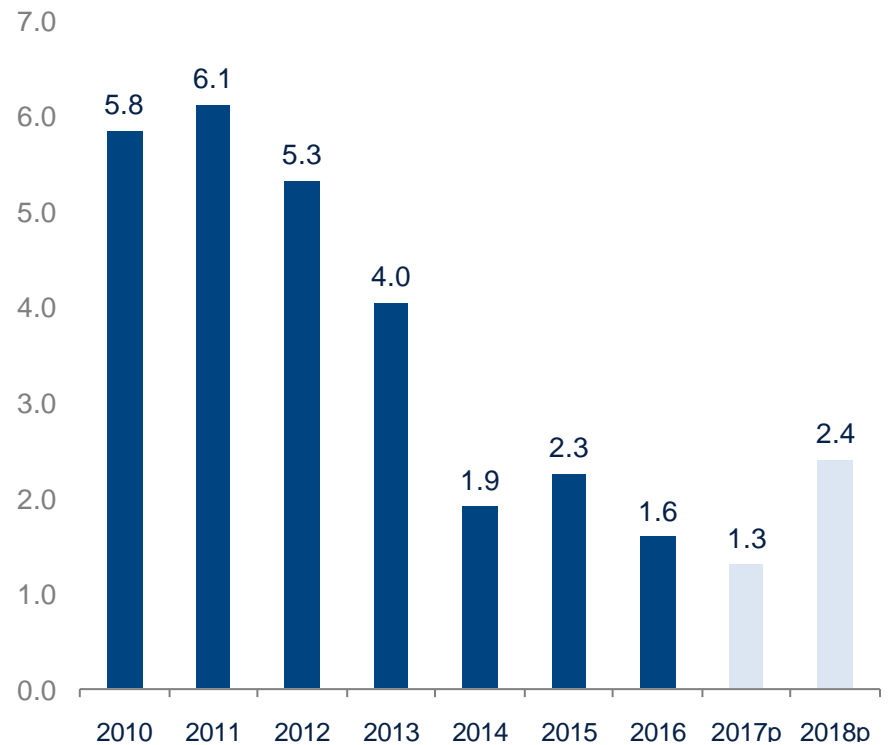
# Proyectamos crecimiento 2017 en 1,3%. Las expectativas para el próximo año son mejores, pero no están exentas de riesgos

## Proyecciones de crecimiento *Encuesta de Expectativas Económicas*

(Variación anual)



## Crecimiento del PIB y proyecciones BBVA (Variación anual)

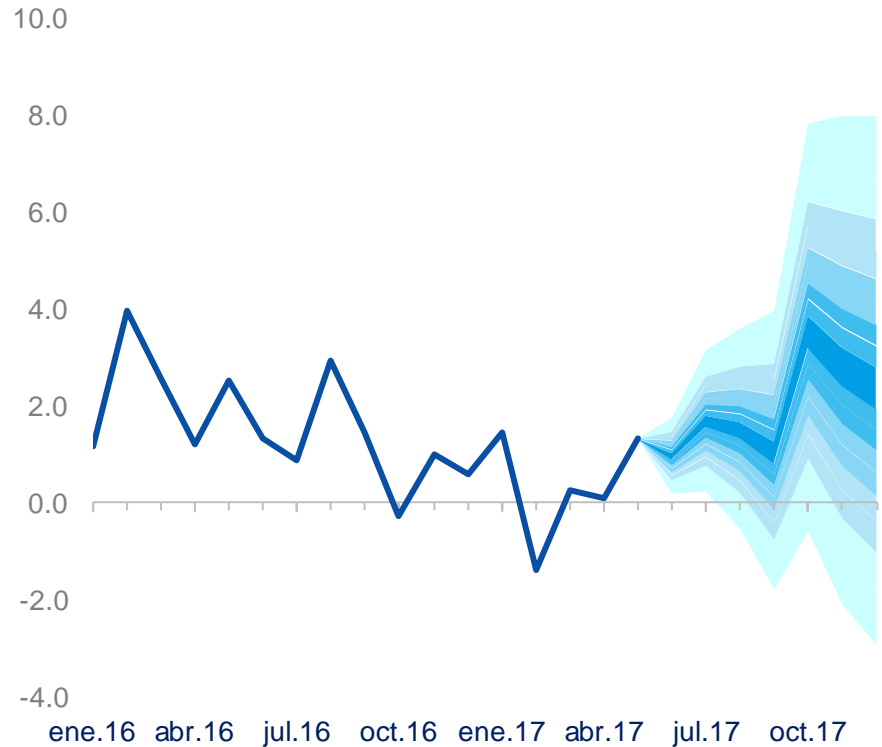




# Proyectamos Imacec de junio entre 0,75% y 1,75%, con fuerte caída en minería asociada al efecto de las inundaciones en Antofagasta

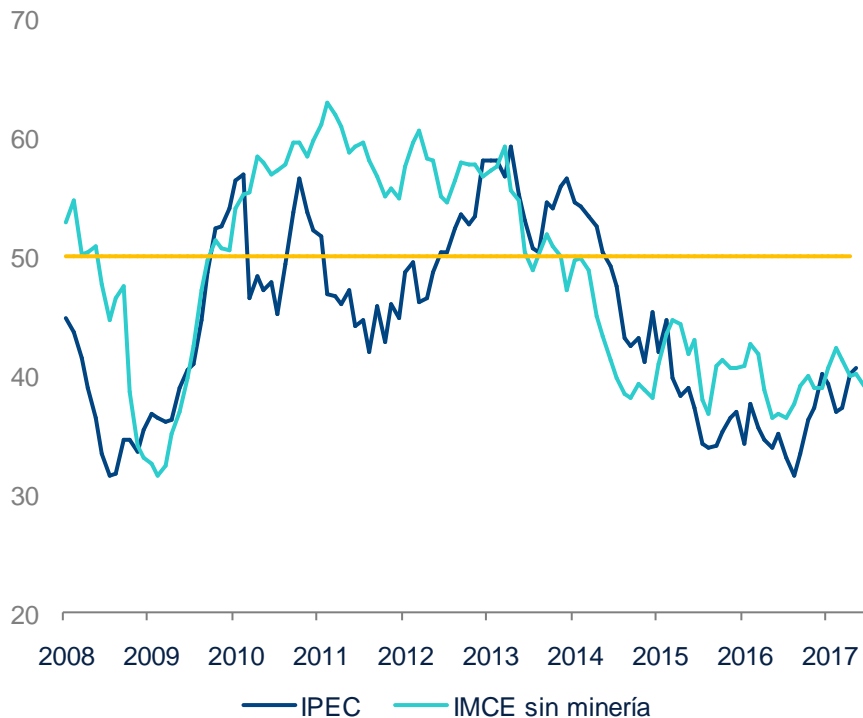
Proyecciones de corto plazo:	BBVA Research
Minería	-5% a -6%
Comercio minorista	4% a 5%
Manufactura	2,5% a 4,0%
<b>Imacec junio</b>	<b>0,75% a 1,75%</b>

**Proyecciones de crecimiento BBVA Research**  
(Porcentaje, crec. a/a del Imacec)

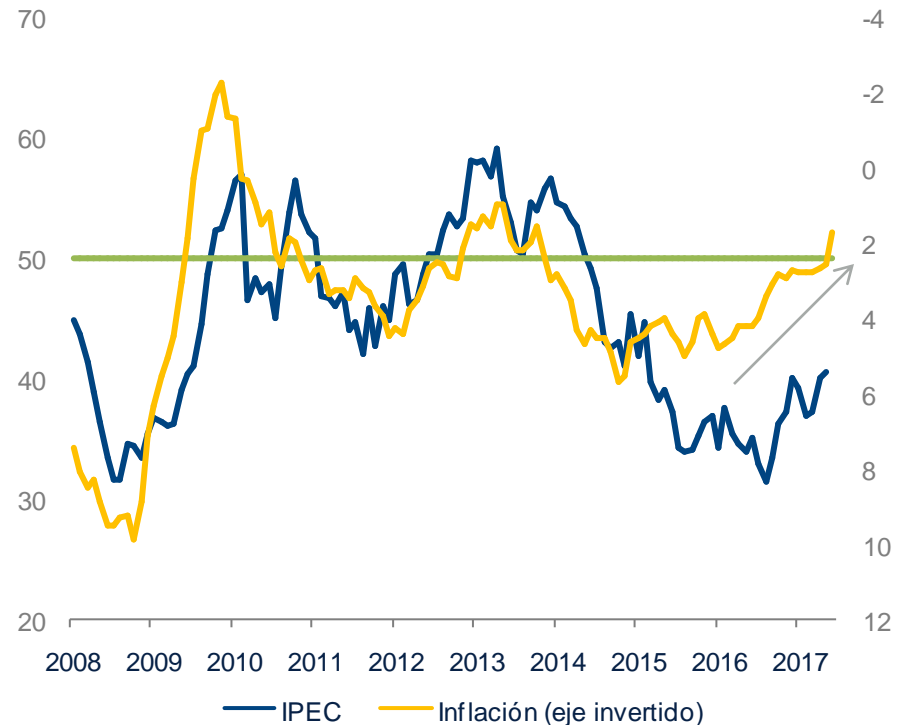


# Confianza de los consumidores se recupera de la mano de una menor inflación, pero los empresarios se mantienen cautos

**Confianza de consumidores y empresarios**  
(Indices)

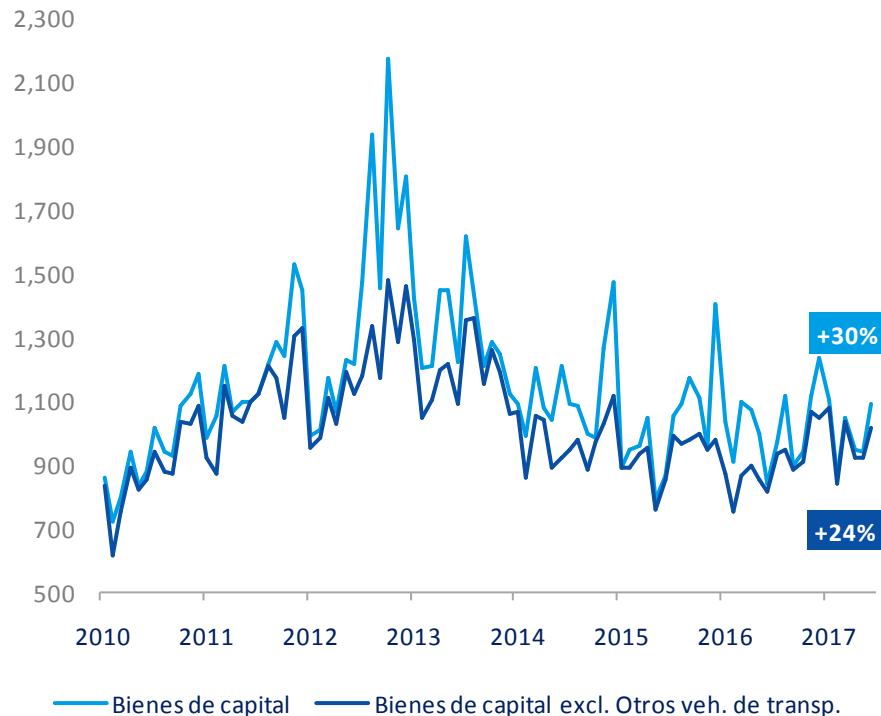


**Confianza consumidores e inflación**  
(Índice y variación a/a, %)

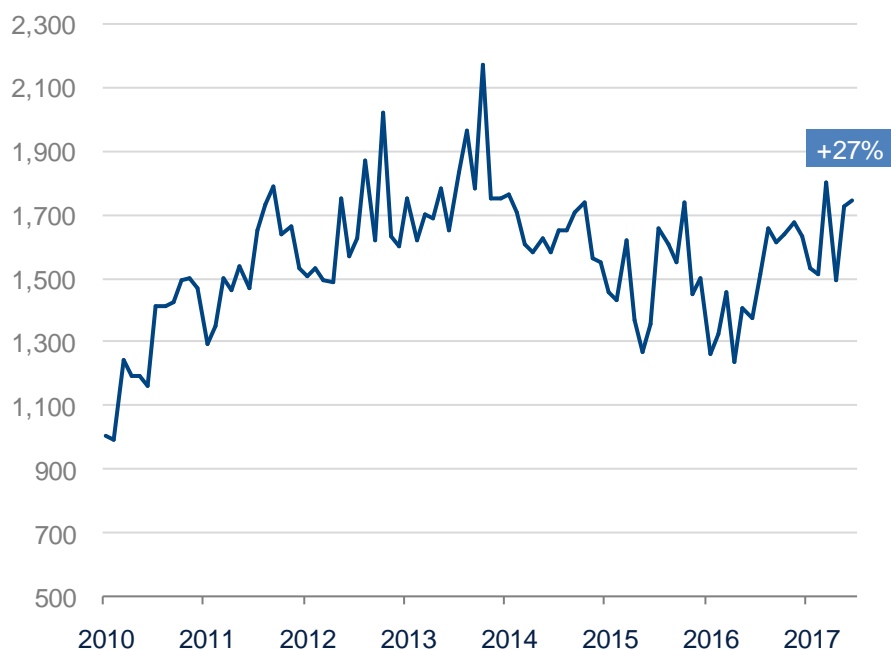


# Aumento de las importaciones estaría reflejando recomposición de inventarios para enfrentar una eventual mayor demanda

**Importaciones de bienes de capital**  
(Millones de USD mensuales)

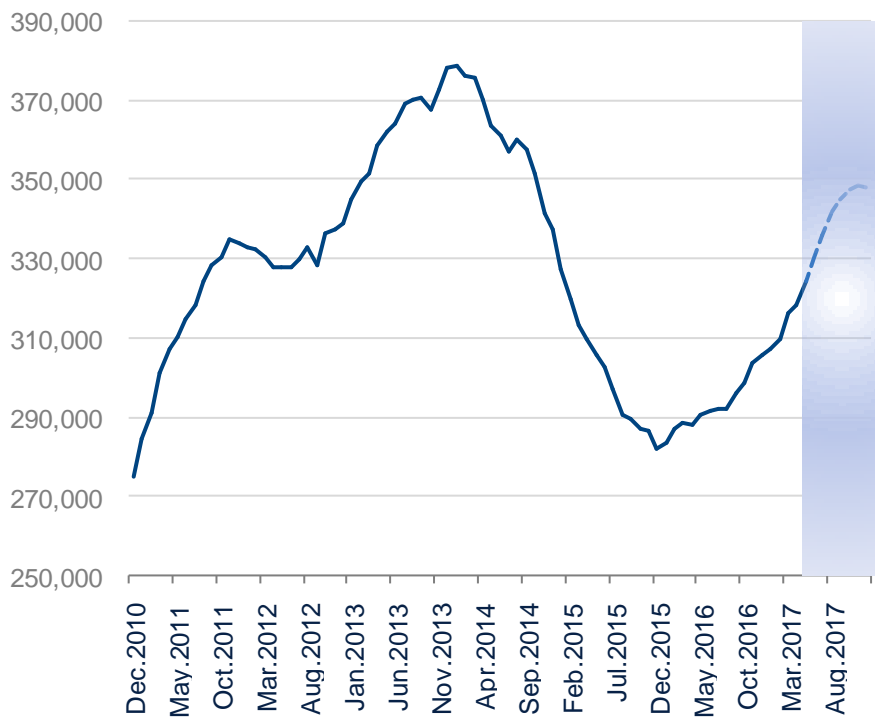


**Importaciones de bienes de consumo**  
(Millones de USD mensuales)

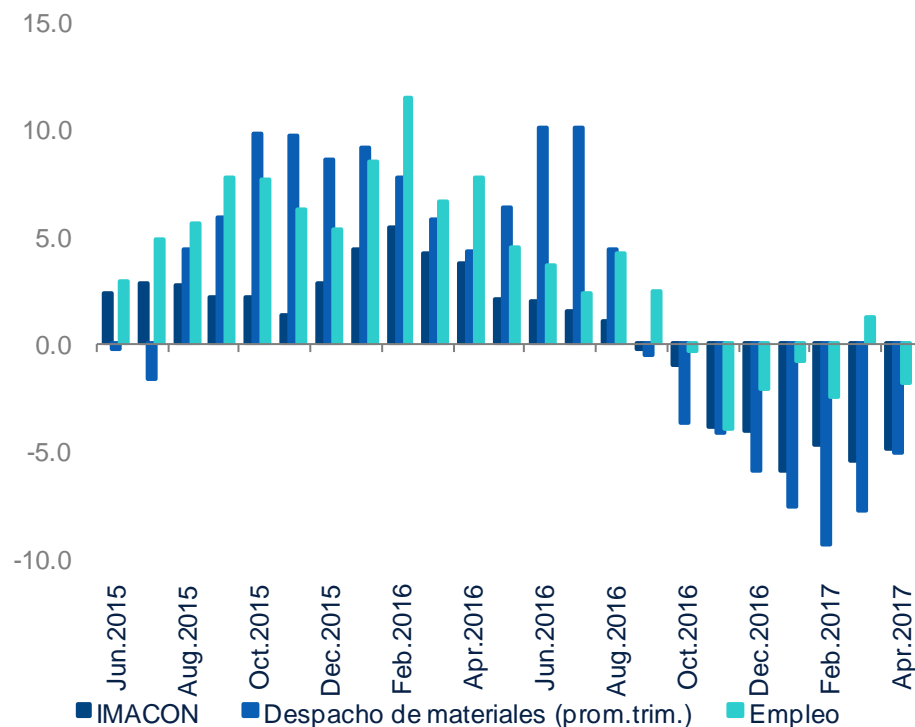


# Fuerte contraste entre indicadores de consumo e inversión en construcción

**Ventas de automóviles nuevos**  
(Millones de USD mensuales)

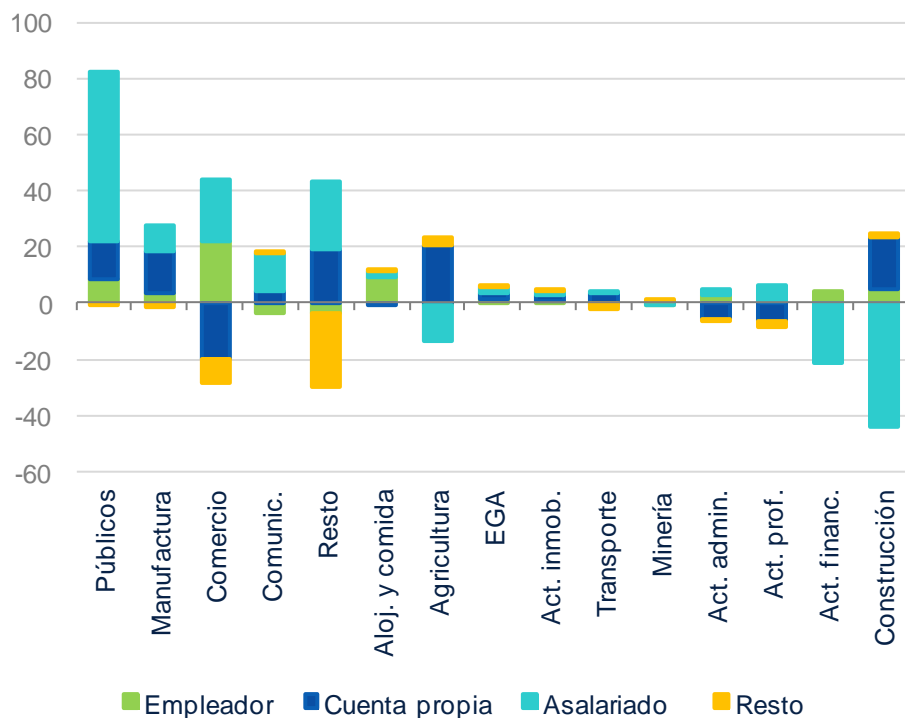


**Indicadores del sector construcción**  
(Variación a/a, %)

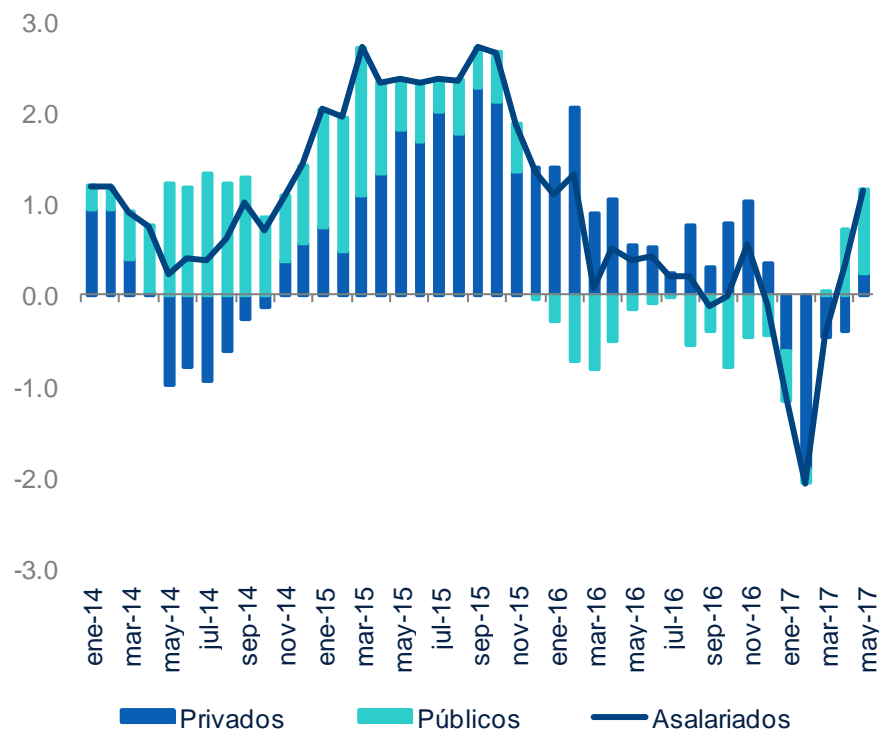


# En el margen empleo asalariado crece, pero gracias a importante creación de empleos públicos

**Creación de empleo por sectores en may-17**  
(miles de personas, creación anual de empleo)



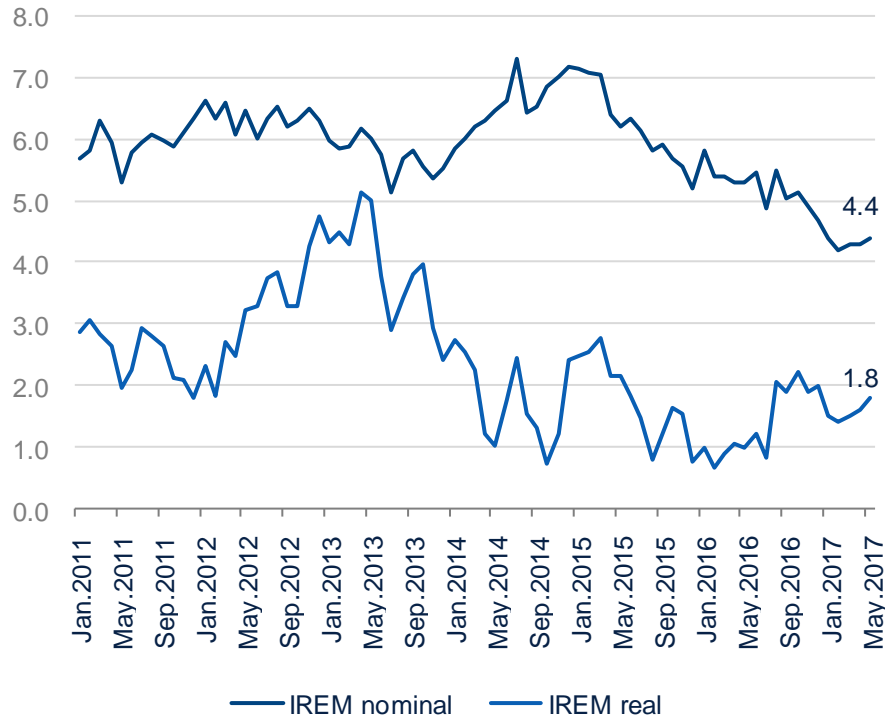
**Creación de empleo asalariado**  
(porcentaje del total de activos del sistema)



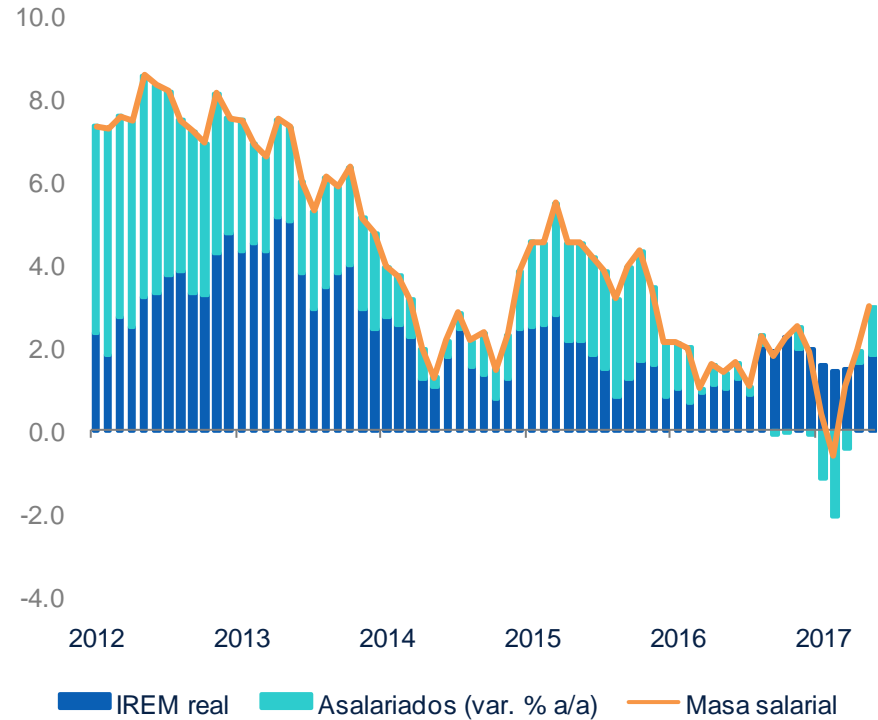
Nota: Públicos incluye "administración pública", "enseñanza" y "salud".  
Fuente: INE, BBVA Research.

# Menor inflación y creación de empleos públicos contribuyen a recuperación de la masa salarial

**Índice de remuneraciones real y nominal**  
(Variación a/a)



**Masa salarial con empleo asalariado**  
(%, crec. a/a)

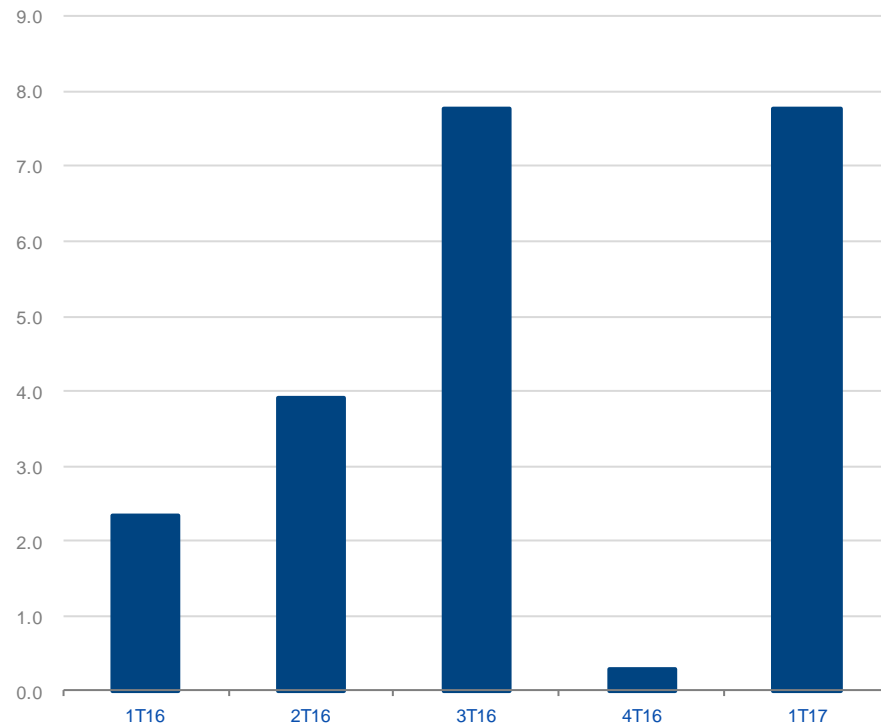


# La compleja situación fiscal que enfrentará el próximo gobierno



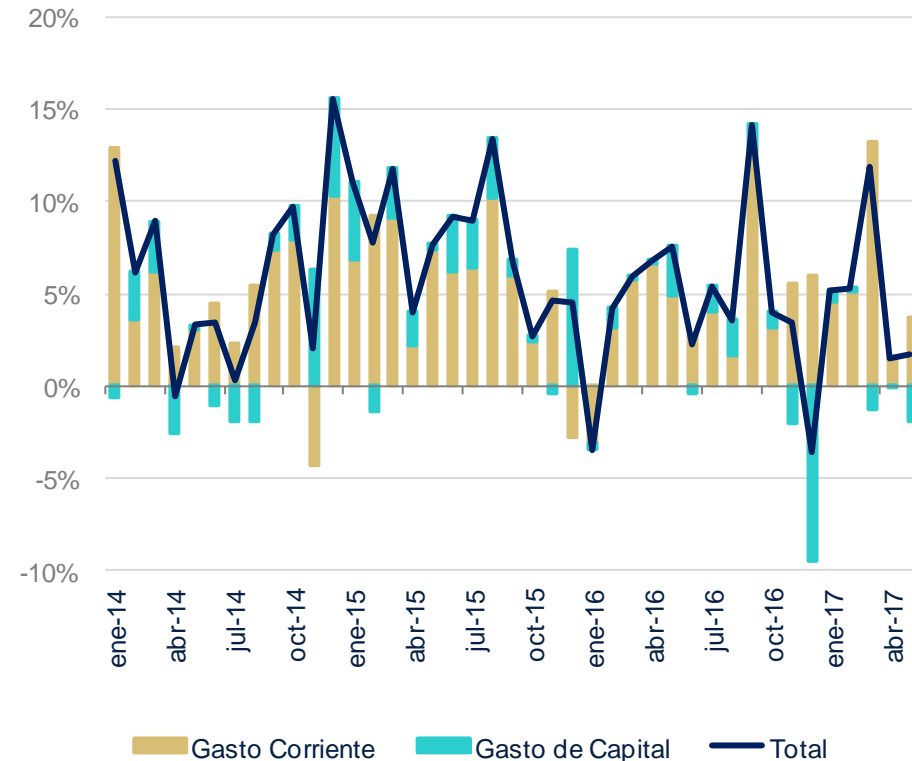
# Gasto público evitó un escenario de recesión técnica en 1T17, pero comenzó a frenarse en abril-mayo

**Gasto público trimestral**  
(Variación a/a)



Fuente: Dipres, BBVA Research.

**Gasto público mensual**  
(Variación a/a e incidencias pp)



El aumento del gasto público en 1T17 impidió que la economía cayera en **recesión técnica**.



# Déficit efectivo 2017 será menor al informado por el gobierno

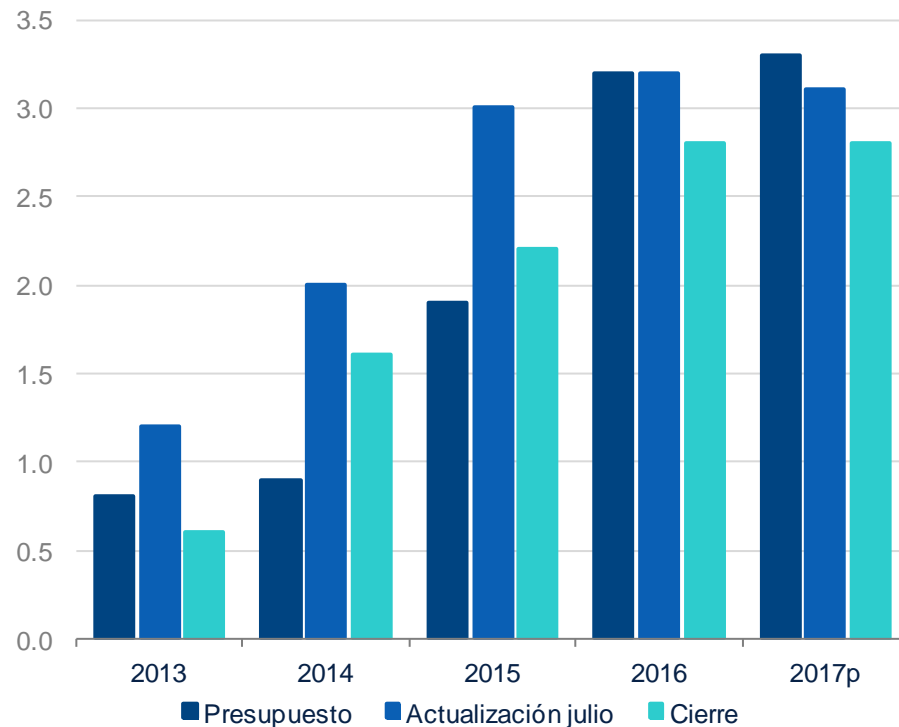
## Descomposición proyección déficit 2017

(Millones de USD)

	Cambio	Efecto (MM US\$)
<b>Mayores ingresos</b>		<b>1300</b>
<b>Tributación no minera</b>		<b>200</b>
- Menor crecimiento	-0.9pp	-500
- FUT histórico	Beneficio hasta el 30 de abril	670
- Otros	Ajustes por ejecución a mayo	30
<b>Trib. minera y Codelco</b>		<b>200</b>
- Mayor precio cobre	+ 35 cent	620
- Menor tipo de cambio	- \$30	-150
- Devoluciones y otros	Ajustes por ejecución a mayo	-270
<b>Previsionales</b>	Ajustes por ejecución a mayo	<b>200</b>
<b>Resto ingresos</b>	Por ejecución a mayo e ing. de capit. Codelco	<b>700</b>
<b>Mayores gastos</b>	Por reconstrucción	<b>155</b>
<b>Menor déficit</b>		<b>1145</b>

## Déficit efectivo informado en distintos momentos del tiempo

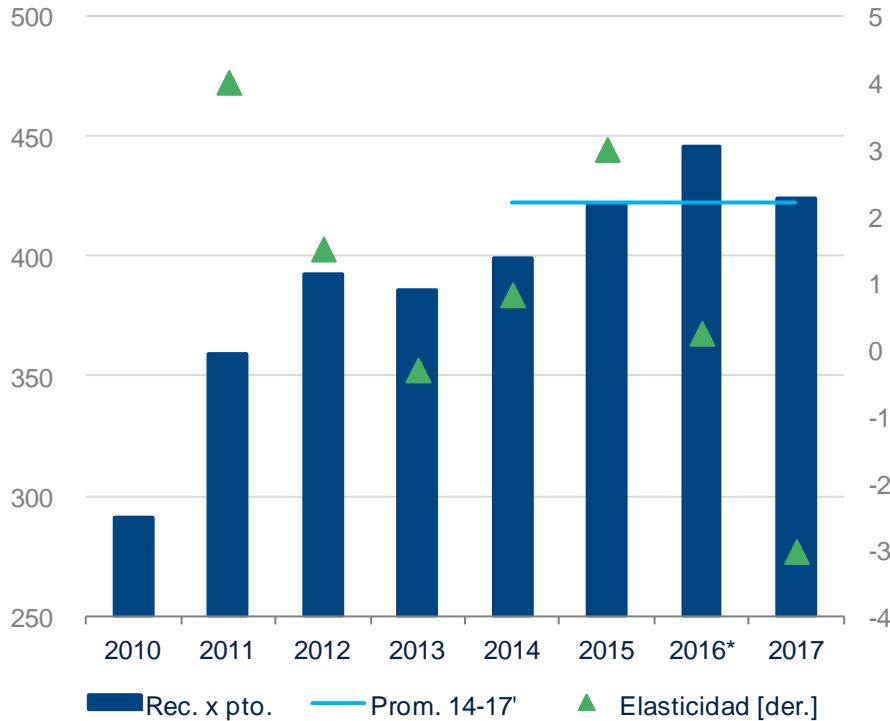
(% del PIB)



# Relación entre actividad económica y recaudación empresas no siempre es lineal. Impacto negativo en OR 2017

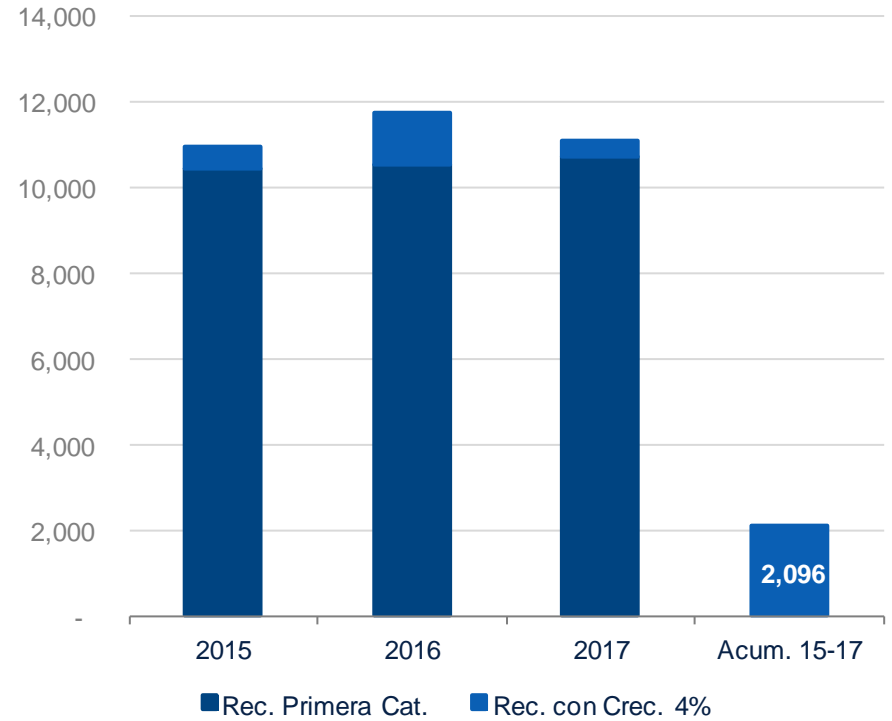
## Recaudación por punto, tasa 1ª Cat., y elasticidad a PIB

(Millones de USD comparables, %)



## Recaudación 1ª Categoría efectiva y escenario de crecimiento de 4%

(Millones de USD comparables, %)



# Impacto de la Reforma Tributaria en la Operación Renta 2017

## Cambio en recaudación OR 2017

### Primera categoría (millones de USD)

¿Cuánto varió la recaudación de 1ª Cat. en esta OR con respecto a 2016?	<b>-87</b>
¿Cuánto habría aumentado sin el efecto puntual en OR 2016?	<b>161</b>
¿Cuánto debió haber aumentado la recaudación solo por aumento tasa a 24%?	<b>670</b>
¿Cuánto habría aumentado la recaudación de 1ª Cat. sin aumento de tasa y con elasticidad recaudación/PIB de 1?	<b>170</b>

## Recaudación tributaria cae a pesar de aumento en tasa de impuesto a las empresas

- ◆ **La tasa aumentó de 22,5% a 24%**, pero la recaudación de Primera Categoría cayó 0,8% a/a real.
- ◆ Cabe recordar que el SII informó de **operaciones puntuales que abultan la base de 2016, y que, limpiado ese efecto, la recaudación habría aumentado 1,5% real.**
- ◆ Con todo, las utilidades tributarias informadas por las empresas fueron mucho menores a lo que indicaba el crecimiento del producto en 2016.

## Cambios tributarios que se han mencionado en la discusión y efecto en recaudación

### Medidas para aumentar recaudación

- ◆ Disminución tramo exento de 13,5 UTA a 11 UTA: +US\$ 200 millones
- ◆ Aumentar la tasa marginal máxima de 35% a 40%: +US\$ 200 millones
- ◆ Aumentar tasa del IVA a 20%: +US\$ 1.100 millones
- ◆ **Total: +US\$ 1.500 millones**

### Medidas que disminuyen la recaudación

- ◆ Disminución tasa Primera Categoría a 24,5%: -US\$ 1.050 millones
- ◆ Volver a sistema impuesto a la renta 100% integrado: -US\$ 800 millones
- ◆ **Total: -US\$ 1.850 millones**

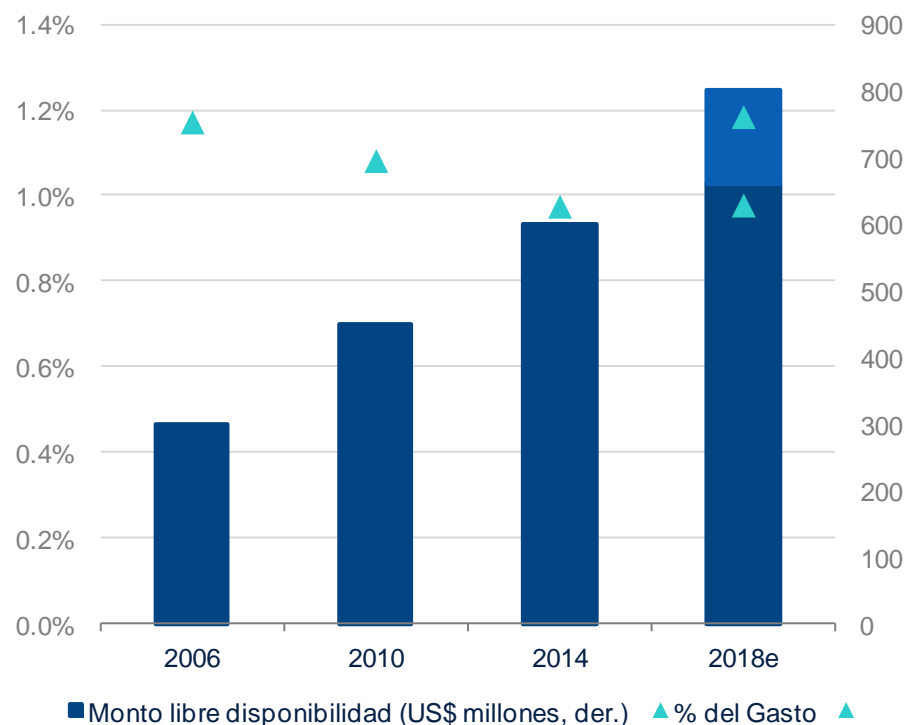
Fuente: BBVA Research, en base a información de SII, Dipres, Casen y Banco Central

Aún con medidas compensatorias, la reducción de la tasa a 24,5% y la integración del sistema dejan menores ingresos por US\$350 millones (0,14% del PIB).  
**Recortes de gasto parecen ineludibles.**

## ¿De qué magnitud sería el Fondo de libre disponibilidad este Presupuesto?

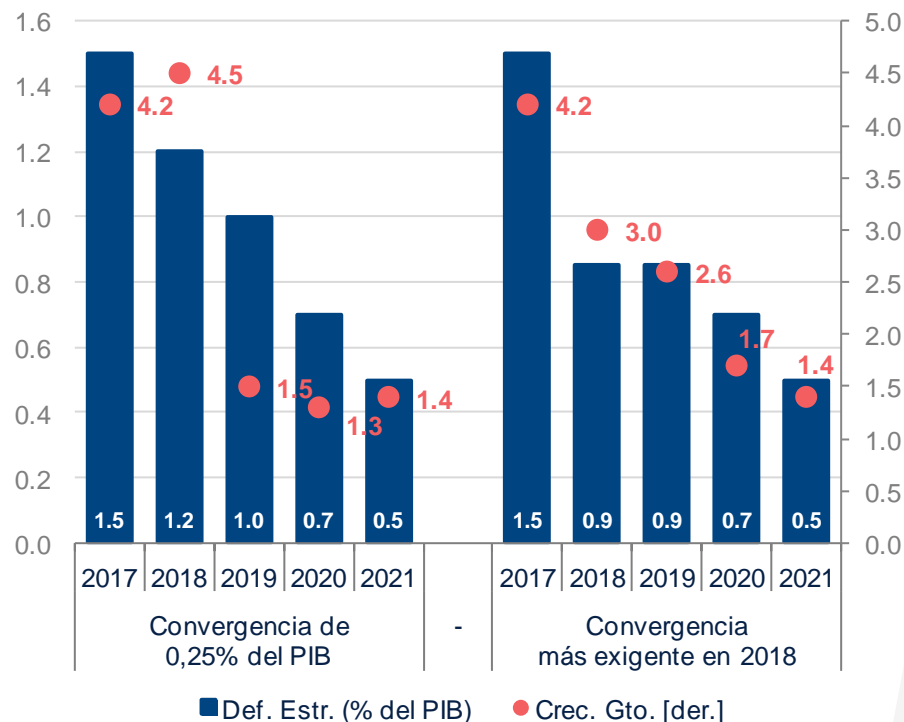
- ◆ Todos los años, desde que se implementó, el monto de libre disponibilidad equivale a un monto entre 1,0% y 1,2% del gasto presupuestado.
- ◆ Para mantener esa proporción, el monto podría ascender a algo entre US\$ 660 a US\$ 800 millones
- ◆ Esta discusión suele ser relevante frente a la probabilidad de cambio de coalición política

**Monto de libre disponibilidad**  
(Millones de USD, % del gasto presupuestado)



# Gasto 2018 podría crecer hasta 4,5%. Es aconsejable un crecimiento menor a esta cifra

## Escenarios fiscales de mediano plazo



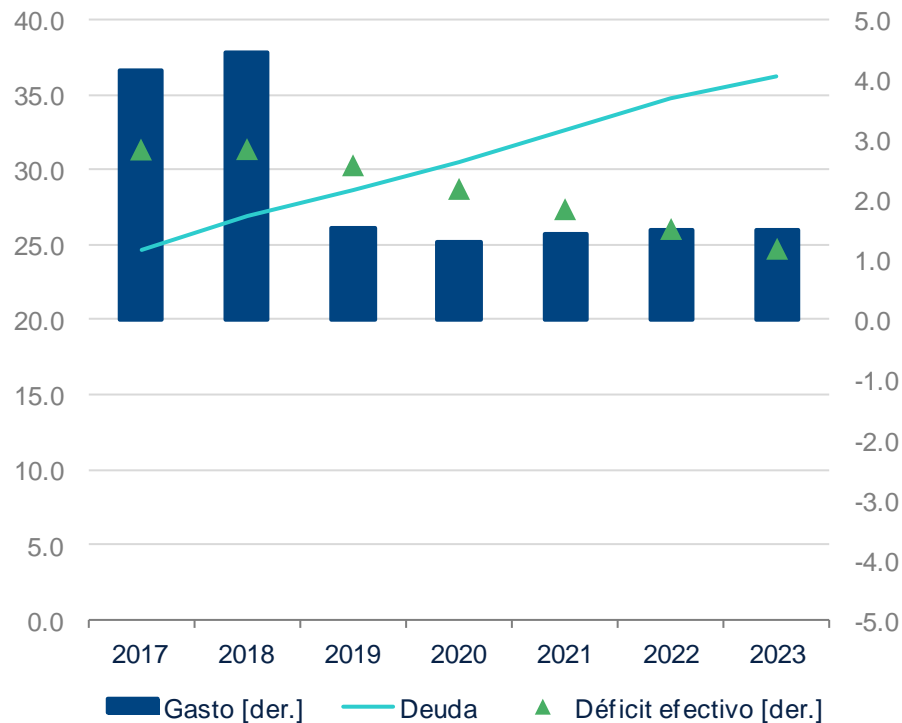
El mayor ingreso por el inicio del sistema semi-integrado dará espacio para un crecimiento del gasto de 4,5%

- ◆ Lo anterior aún incorporando los magros resultados de la OR 2017 y la meta de convergencia
- ◆ Este flujo de ingresos no se repetirá en el futuro. **Es el momento para acelerar la convergencia, dando una señal frente a la inminente rebaja en la clasificación de riesgo.**
- ◆ Cifras quedan supeditadas a nuevos parámetros estructurales

# Límite a la deuda de 35% del PIB: ¿cuándo?

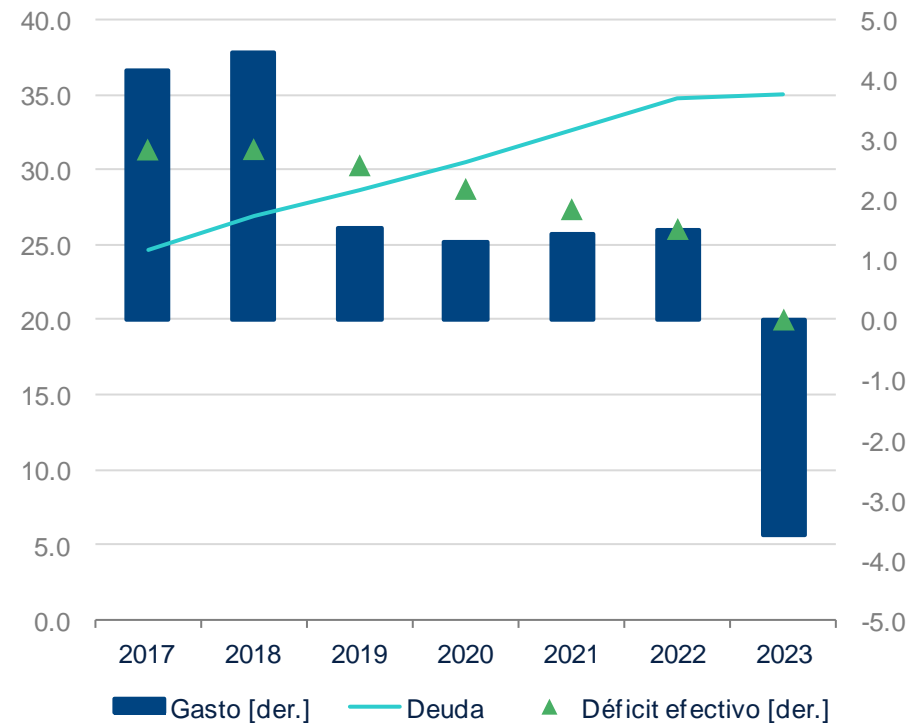
## Proyección crec. gasto, deuda bruta y déficit efectivo en escenario base

(var. %, % del PIB)



## Proyección crec. gasto, deuda bruta y déficit efectivo con límite deuda

(var. %, % del PIB)



**Una restricción de 35% del PIB a la deuda bruta se activaría en el subsiguiente gobierno, e implicaría un brusco ajuste en el gasto (caída de 3,6%) y un cierre abrupto del déficit efectivo**

**Baja inflación solo confirma necesidad de mayor estímulo monetario**

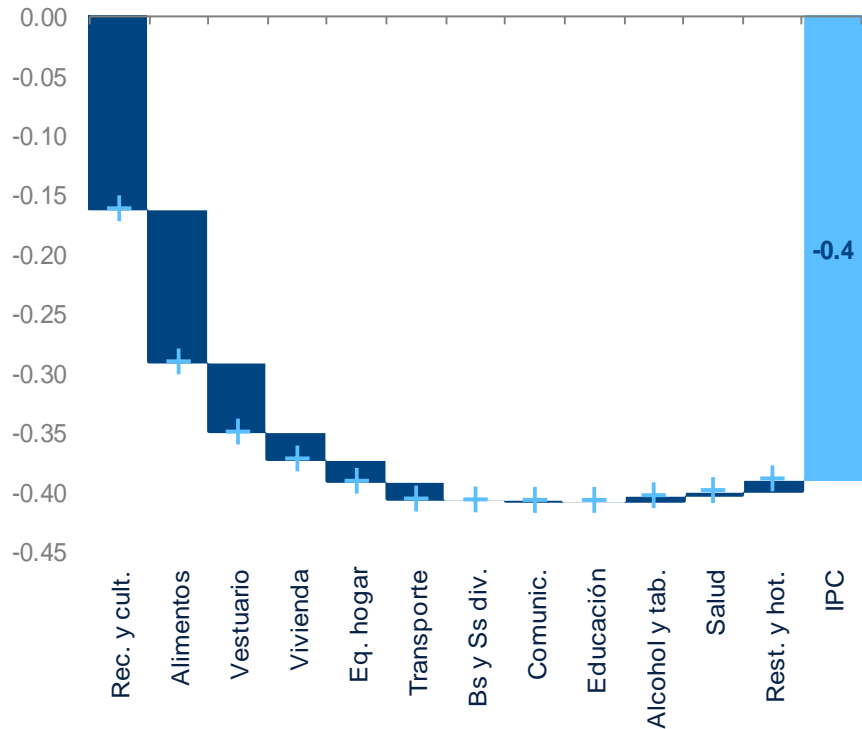




# IPC de junio de -0,4% confirma ausencia absoluta de presiones inflacionarias en la economía

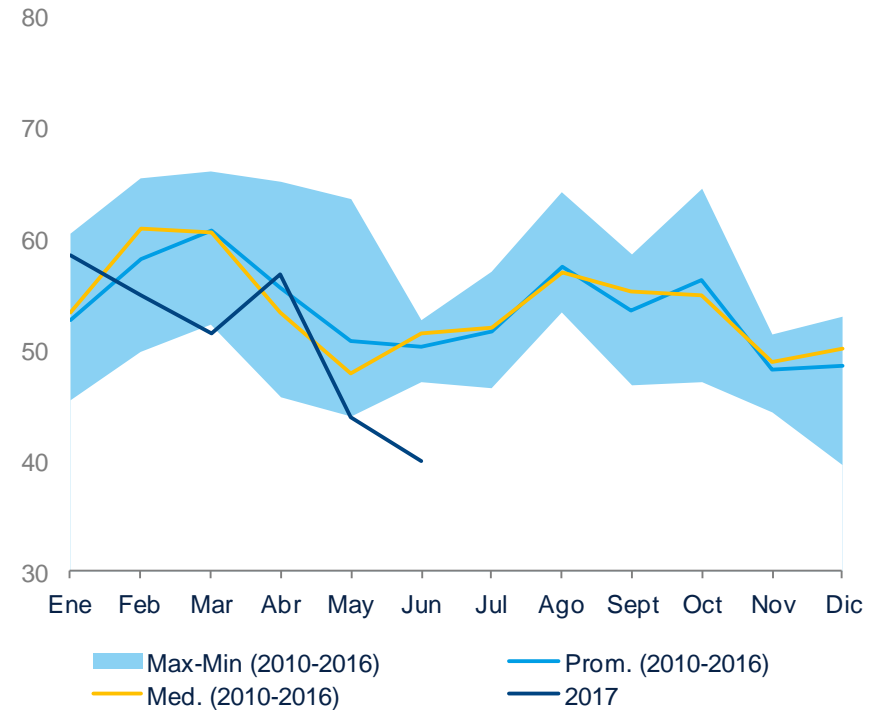
## Inflación de junio por divisiones

(%, crec. m/m)



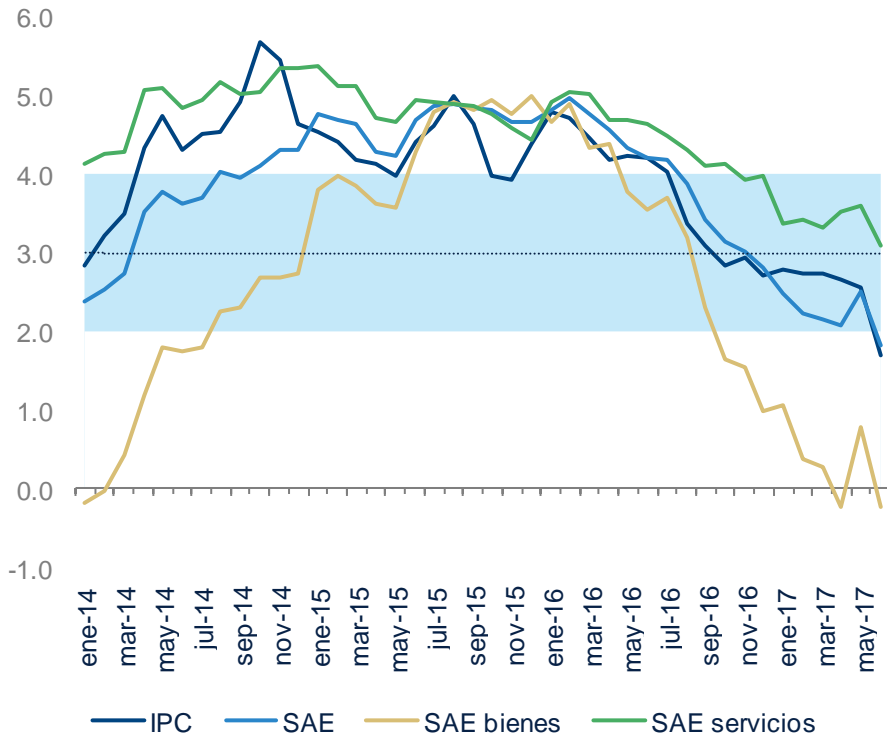
## Difusión inflacionaria

(porcentaje de productos con inflación mensual positiva)

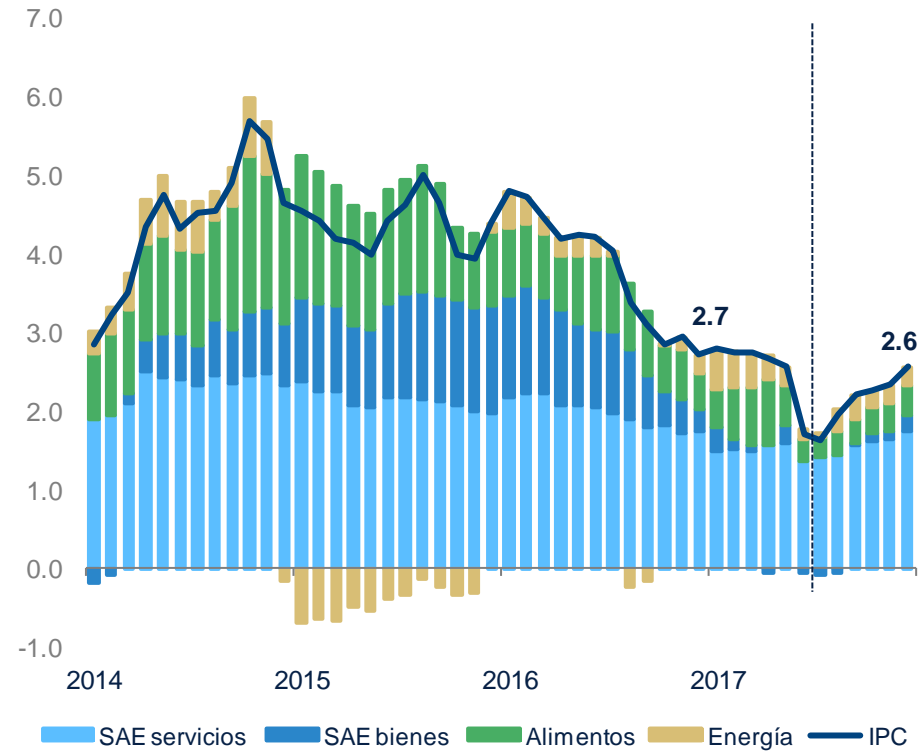


# La inflación interanual seguirá a la baja. Tras alcanzar cifras bajo 2% cerraría este año en 2,6% (sesgo a la baja)

**Inflación y medidas subyacentes\***  
(porcentaje, crec. a/a)



**Inflación proyectada**  
(porcentaje, crec. a/a)



\* SAE: Sin alimentos y energía  
Fuente: INE, Banco Central de Chile, BBVA Research

# Proyectamos IPC de julio en torno a 0,1% m/m

## Explicado por alzas en:

- Transporte bus interurbano, paquete turístico
- Perecibles (verduras)

## Contrarrestado por caídas en:

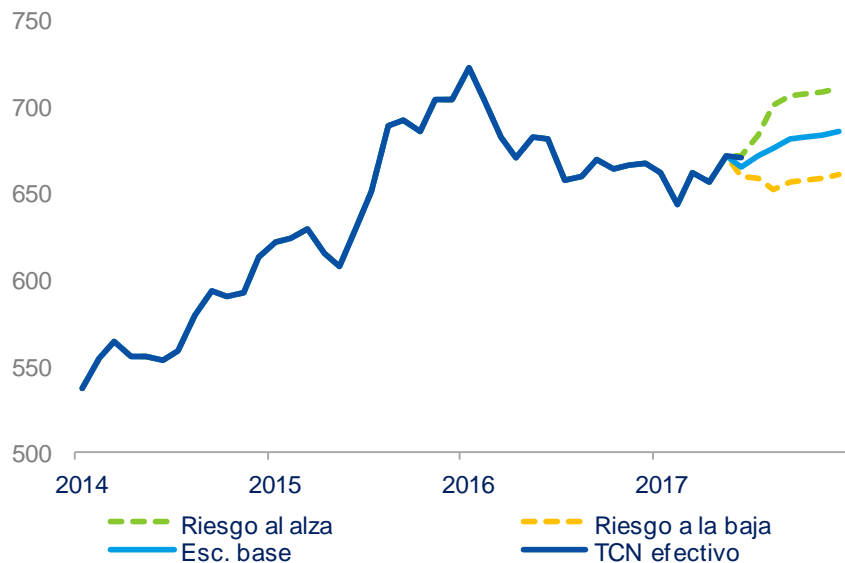
- Gasolina, gas licuado
- Otros perecibles (limón, tomate, naranja)
- Transporte aéreo

Divisiones	Incidencia (%)
Alimentos y bebidas no alcohólicas	0.15
Bebidas alcohólicas y tabaco	0.01
Vestuario y calzado	-0.04
Vivienda y servicios básicos	0.01
Equipamiento y mantención del hogar	0.00
Salud	0.00
Transporte	-0.04
Comunicaciones	0.00
Recreación y cultura	0.03
Educación	0.00
Restaurantes y hoteles	0.01
Bienes y servicios diversos	0.01
<b>IPC estimado</b>	<b>0.13</b>
<b>Redondeado</b>	<b>0.1</b>

# Proyecciones BBVA Research

## Escenario de proyección para el TCN

(\$/US\$, fdp)



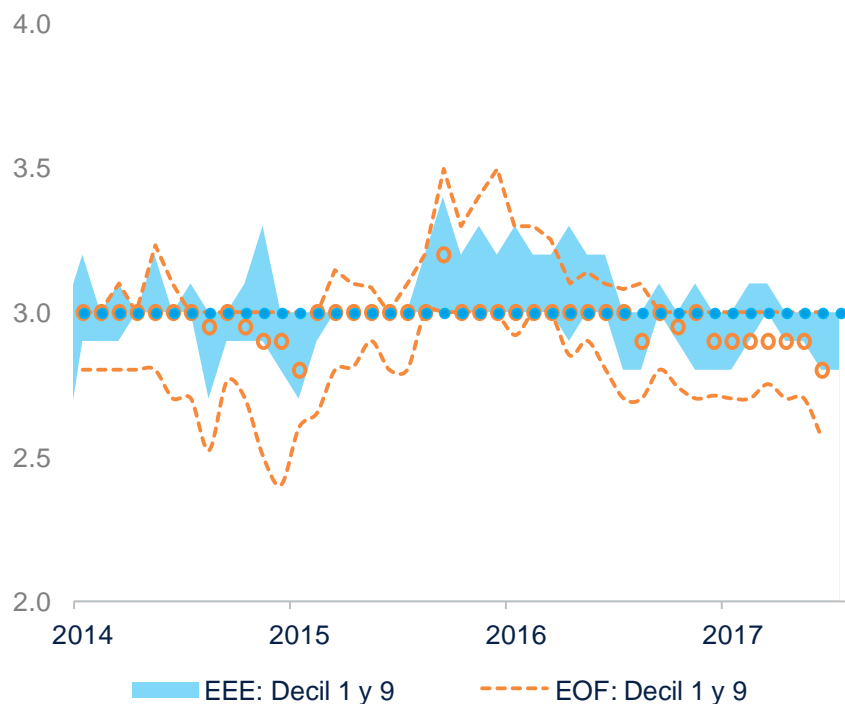
	Riesgo a la baja	Escenario base	Riesgo al alza
jun-17	660	<b>665</b>	670
sep-17	655	<b>681</b>	705
dic-17	660	<b>685</b>	710

## Escenario base:

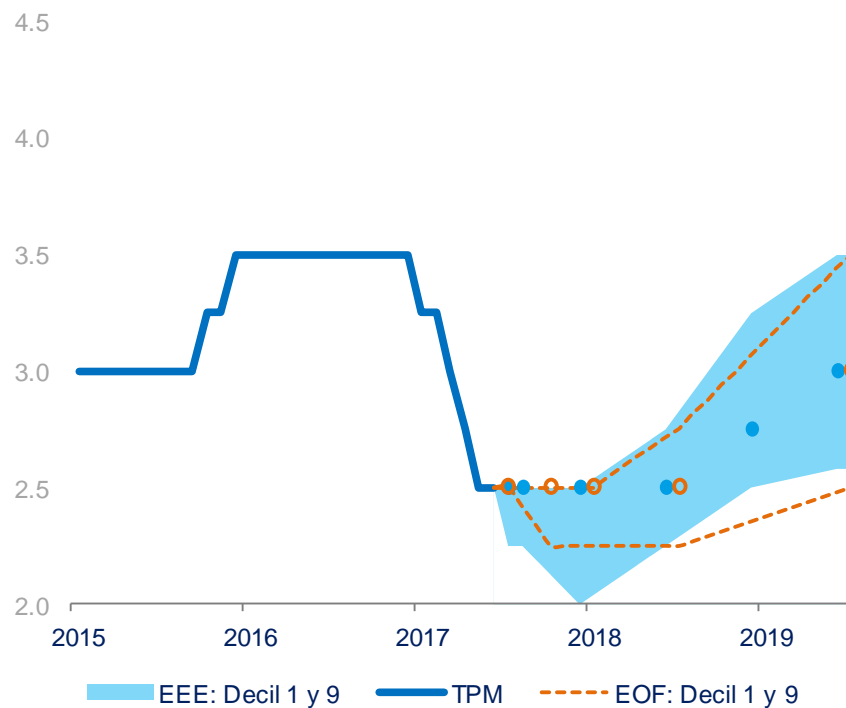
- **Fed concretaría un alza adicional durante el año.** Mercado convergiría lentamente a visión de la Fed.
- **Precio del cobre retrocedería a US\$ 2,5 libra hacia fin de año,** en línea con menor posición especulativa y estabilidad de la demanda mundial.
- **Mejores cifras de actividad en EE.UU. mantendrían diferencial de crecimiento con Chile en terreno positivo.** Recién el 4T17 veríamos convergencia, pero aún con relevantes riesgos locales.
- **Chile: IPoM plantea escenario de mantención prolongada de la tasa,** pero **condicional a no observar sorpresas negativas en inflación de bienes.**
- **Flujo de cotizantes de AFP a fondos más riesgosos,** con mayor participación en el exterior, exacerbaría presiones depreciativas sobre el CLP.
- **¿Baja en la clasificación de riesgo?**

# El anclaje de expectativas inflacionarias a la meta era débil antes de la sorpresa del IPC de junio. El mercado incorpora un recorte más de la TPM este año, pero podría no ser suficiente

**Expectativas de inflación a 2 años\***  
(porcentaje)



**Expectativas de TPM**  
(porcentaje)



\* Los puntos corresponden a la mediana de cada encuesta (EEE y EOF).

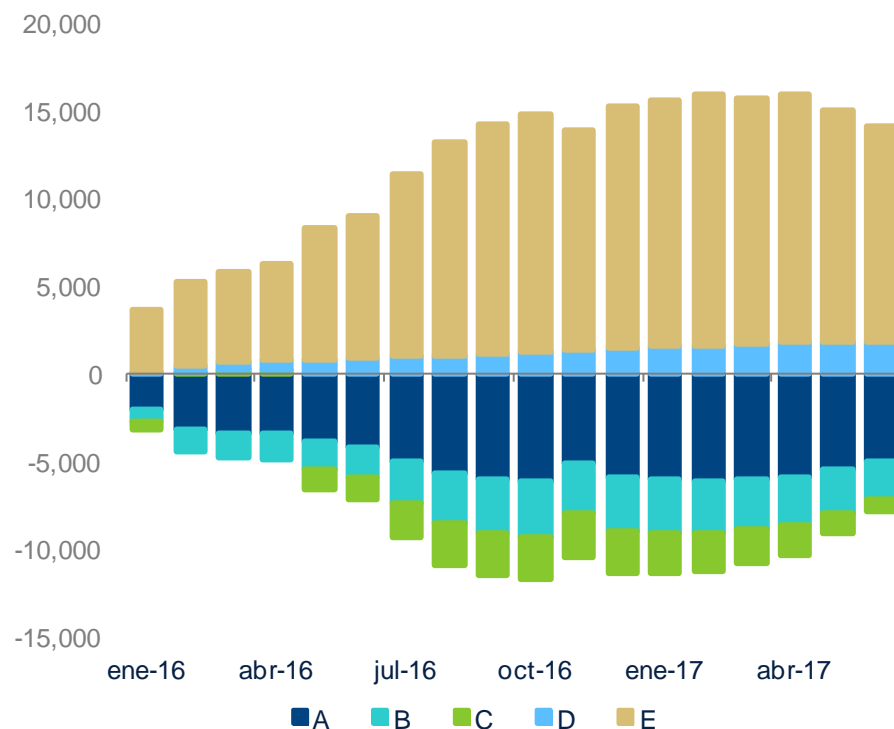
EEE: Encuesta de Expectativas Económicas. EOF: Encuesta de Operadores Financieros (2ª quincena del mes).

Fuente: Banco Central, BBVA Research

# Migración de cotizantes desde el fondo E, en línea con mayor rentabilidad relativa de los fondos más riesgosos, seguiría presionando al alza las tasas largas en conjunto con el aumento en las tasas externas.

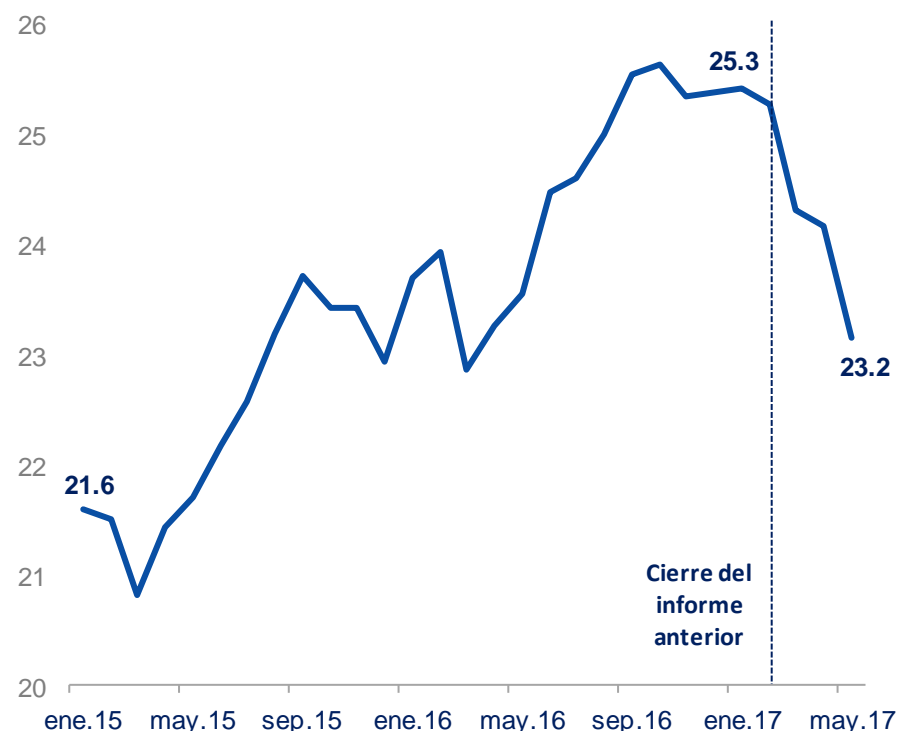
## Flujo de cotizantes de AFP por fondo

(MM US\$, acumulado desde diciembre 2015)



## Activos de AFP en renta fija soberana local\*

(porcentaje del total de activos del sistema)

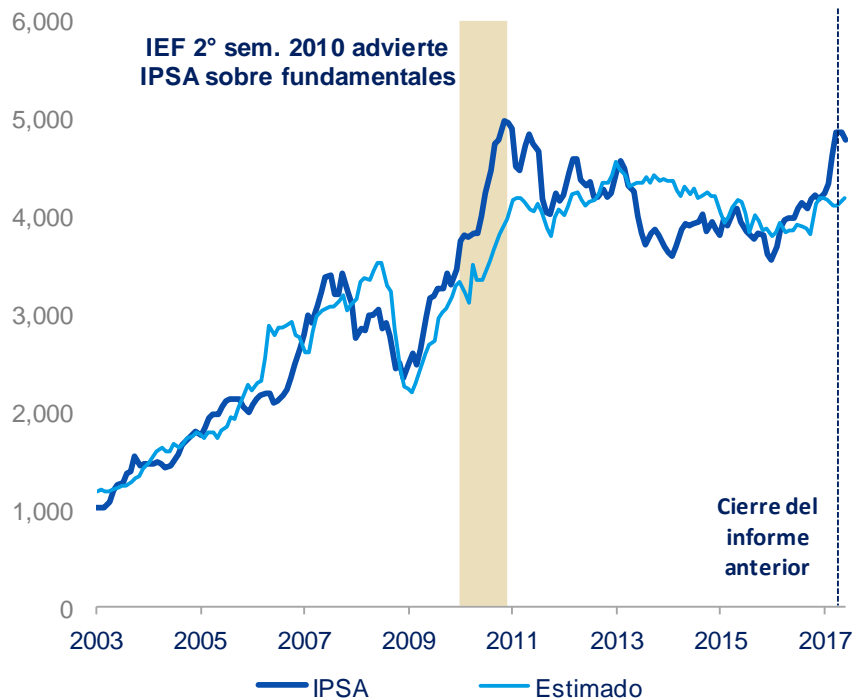


\* Incluye bonos de Tesorería y Banco Central.

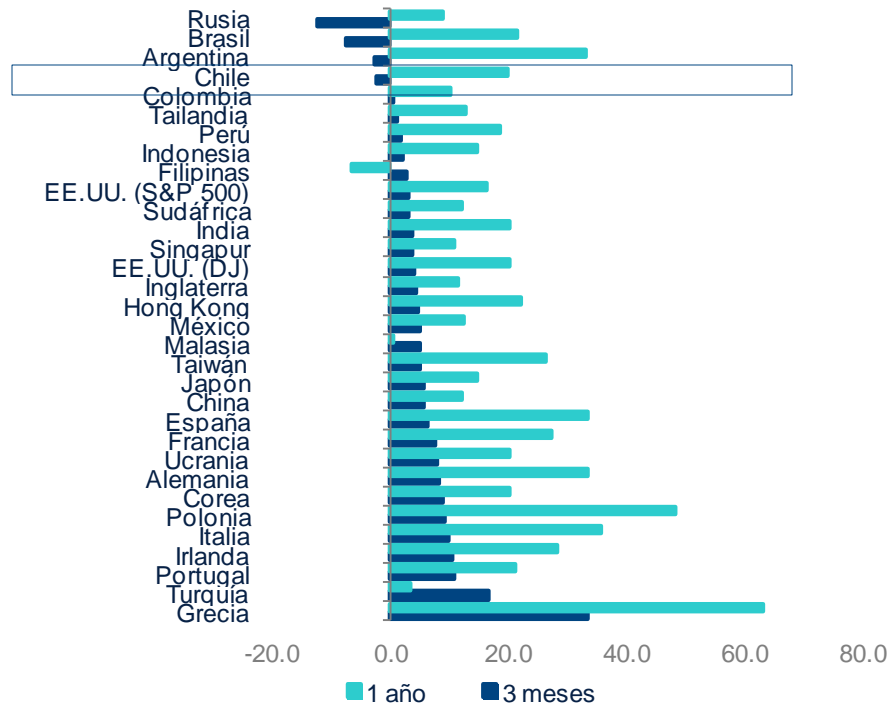
Fuente: Superintendencia de Pensiones, BBVA Research

# Bolsa local ha tenido uno de los peores desempeños del mundo, confirmando nuestra visión de cierta sobrevaloración

## Modelo de fundamentales del IPSA (índice en moneda local)

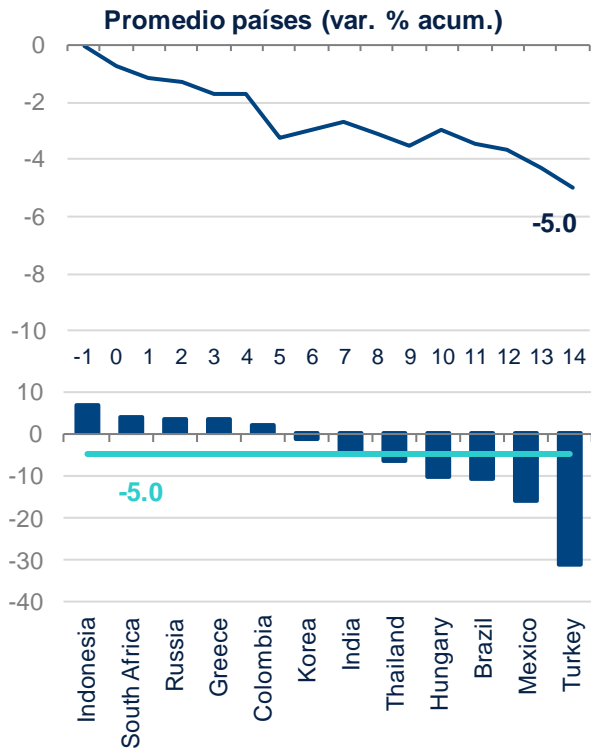


## Bolsa de valores del mundo (índices en US\$, var. % en 3 meses y 1 año)

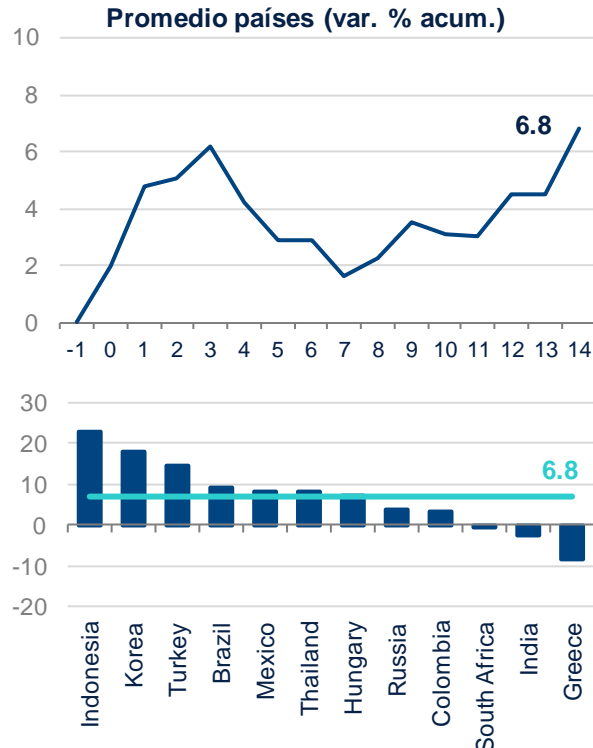


# Pérdida del grado de inversión: Una reducción en la clasificación crediticia genera una caída relevante en el índice accionario, una depreciación de la moneda y un aumento en el spread soberano.

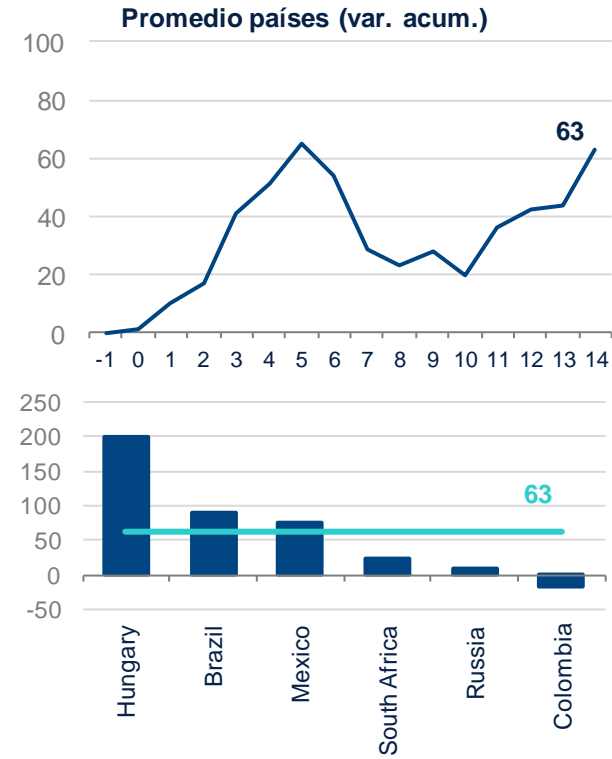
**Efecto en índices bursátiles**  
(var.% respecto a t-1)



**Efecto en monedas c/r USD**  
(var.% respecto a t-1)



**Efecto en spread soberano**  
(puntos base respecto a t-1)

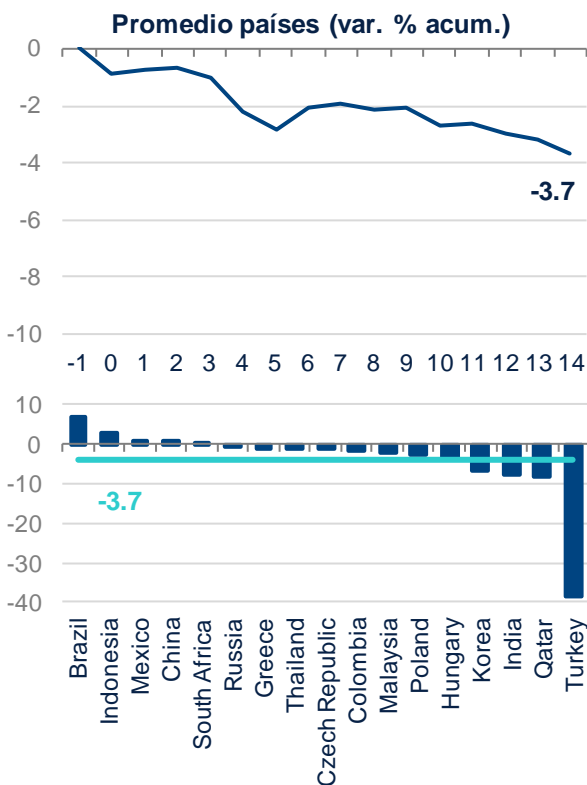


**Nota:** Se consideran los efectos en variables financieras luego de que el país recibe una rebaja en la clasificación de riesgo crediticio por parte de alguna de las principales agencias (Moody's, S&P y Fitch), que lo hace perder el grado de inversión. Se define como t=0 la fecha en que el país recibe la rebaja de clasificación. Los índices bursátiles se analizan en dólares (MSCI) y se ajustan por la variación del MSCI Emergentes durante el periodo. De la misma forma, las paridades se ajustan por la variación del Dollar Index y los spread soberanos (EMBI) por el cambio en el EMBI Global.

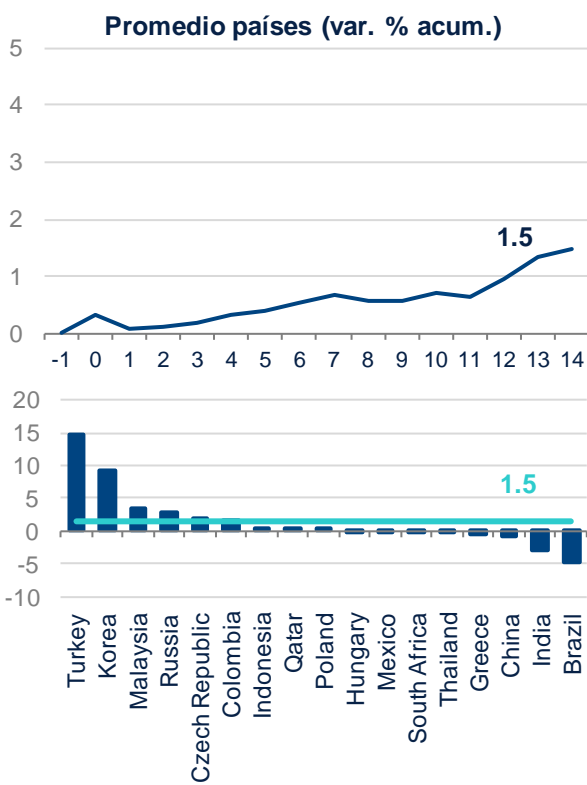


# Mantiene grado de inversión: Una reducción en la clasificación también tiene un efecto sobre los índices accionarios, la moneda y el spread soberano, aunque menor al efecto de perder el grado de inversión.

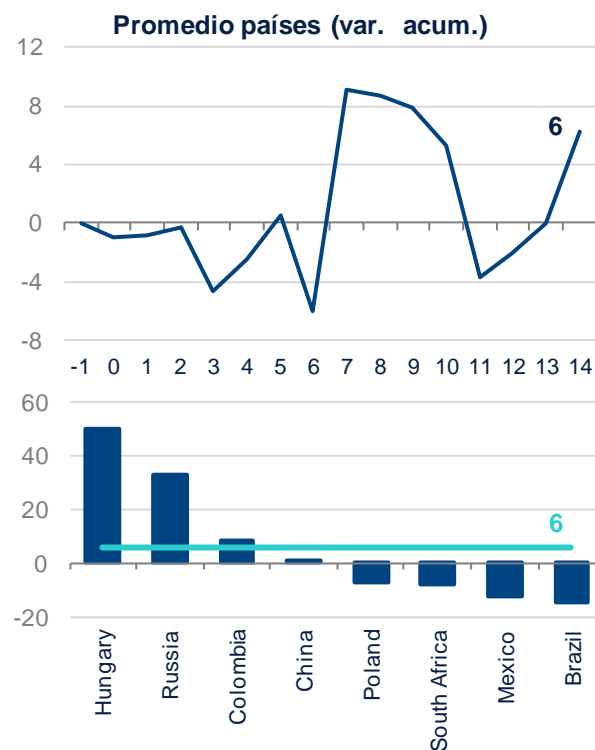
**Efecto en índices bursátiles**  
(var.% respecto a t-1)



**Efecto en monedas c/r USD**  
(var.% respecto a t-1)



**Efecto en spread soberano**  
(puntos base respecto a t-1)



**Nota:** Se consideran los efectos en variables financieras luego de que el país recibe una rebaja en la clasificación de riesgo crediticio por parte de alguna de las principales agencias (Moody's, S&P y Fitch). Se define como t=0 la fecha en que el país recibe la rebaja de clasificación. Los índices bursátiles se analizan en dólares (MSCI) y se ajustan por la variación del MSCI Emergentes durante el periodo. De la misma forma, las paridades se ajustan por la variación del Dollar Index y los spread soberanos (EMBI) por el cambio en el EMBI Global.

## Proyecciones económicas

<b>Proyecciones:</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>PIB (% a/a)</b>	1.6	<b>1.3</b>	<b>2.4</b>
<b>Inflación (% a/a, fdp)</b>	2.7	<b>2.6</b>	<b>2.8</b>
<b>Tipo de cambio (vs. USD, fdp)</b>	667	<b>685</b>	<b>665</b>
<b>Tasas de interés (% , fdp)</b>	3.5	<b>2.25</b>	<b>2.75</b>
<b>Precio del cobre (US\$/lb)</b>	2.21	<b>2.55</b>	<b>2.42</b>
<b>Consumo Privado (% a/a)</b>	2.4	<b>2.2</b>	<b>3.1</b>
<b>Consumo Público (% a/a)</b>	5.1	<b>3.7</b>	<b>4.0</b>
<b>Inversión (% a/a)</b>	-0.8	<b>-0.5</b>	<b>2.4</b>
<b>Resultado Fiscal (% PIB)</b>	-2.7	<b>-2.8</b>	<b>-2.8</b>
<b>Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-1.4	<b>-1.5</b>	<b>-2.0</b>

# Situación Chile 3T17

Lenta recuperación y riesgos desinflacionarios al alza

Julio 2017

