

Situación Chile

Primer Trimestre 2013
Análisis Económico

- **La economía mundial** ha mejorado en el último trimestre con la continua caída de las tensiones financieras globales.
- **En Chile, se anticipa alguna moderación en los factores que han estado detrás del dinamismo de la demanda interna**, con lo que el crecimiento del PIB alcanzaría a 4,8% tanto en 2013 como en 2014.
- **Vemos poco espacio para que continúe la caída de precios en bienes transables**, con lo que se estima que la inflación volverá al rango meta a mediados de 2013 y cerrará el año en 2,8% a/a.
- **Estimamos que el Banco Central mantendrá la pausa durante 2013**, dado el virtual equilibrio en el balance de riesgos internos y externos, si bien ha mostrado un discurso algo más vigilante en los últimos meses.
- **Los riesgos para la economía chilena continúan asociados a un episodio disruptivo en Europa**, aunque las diversas medidas adoptadas por las autoridades económicas en economías desarrolladas y emergentes, han reducido la probabilidad de este escenario. En cambio, el riesgo idiosincrático de sobrecalentamiento ha cobrado mayor relevancia.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Mejora la percepción del escenario económico global.....	4
3. Chile: crecimiento económico a velocidad crucero.....	5
Recuadro 1. Perspectivas del precio del cobre.....	8
4. Inflación volviendo a la meta.....	9
5. Política monetaria aún en pausa a pesar de todo.....	10
Recuadro 2. Flotar o no flotar.....	12
6. Dinamismo de la actividad lleva a mejor resultado fiscal.....	14
7. Balanza de pagos: mejores términos de intercambio compensarían aumento de importaciones.....	15
8. Riesgos domésticos toman ventaja.....	16
9. Tablas.....	17

Fecha de cierre: 8 de febrero de 2013

1. Resumen

La percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre con la continua caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el llamado "abismo fiscal" en EE.UU. El crecimiento mundial repuntará desde el 3,2% en 2012 hasta el 3,6% en 2013 y el 4,1% en 2014, casi la misma estimación de hace tres meses.

En Chile, la actividad económica sorprendió con crecimientos por arriba de lo que se anticipaba prácticamente durante todo 2012. Este dinamismo en parte resultó de un escenario externo más benigno de lo que se esperaba, pero sobre todo de la creciente confianza de consumidores y empresarios sobre la situación actual y futura de la economía y su impacto en la demanda interna. En este sentido, se anticipa alguna moderación en los factores que han estado detrás del dinamismo de la demanda interna, al tiempo que se mantiene la proyección de débil crecimiento de la demanda externa, con lo que el crecimiento del PIB alcanzaría a 4,8% tanto en 2013 como en 2014.

La inflación cerró 2012 en 1,5% a/a, por debajo de nuestra proyección de 2,3% a/a de hace un trimestre. Esto resultó del efecto moderador del componente transable del IPC, que de hecho prácticamente contrarrestó el fuerte dinamismo del índice de precios de los bienes no transables. Mirando hacia adelante, la pregunta relevante es si hay espacio para que los precios de los bienes transables continúen contrarrestando la mantención del dinamismo que se espera para los bienes no transables. En este sentido, vemos poco espacio para que continúe bajando la inflación importada, con lo que se estima que el año 2013 cierre con una inflación de 2,8% a/a, alcanzando el centro de la meta, 3% a/a, en diciembre 2014. Sin embargo, el riesgo idiosincrático más relevante sigue siendo la mantención del dinamismo de la demanda doméstica y la consecuente aceleración de la inflación.

No obstante haber mostrado un discurso algo más vigilante en los últimos meses, en un contexto de virtual equilibrio en el balance de riesgos internos y externos, esperamos que el Banco Central continúe en pausa durante 2013, manteniendo la tasa de política monetaria en 5%, para luego iniciar un breve ciclo de alzas hacia niveles neutrales durante el 1T14. Esto último es coherente con expectativas de una incipiente normalización de las condiciones de liquidez internacional y un ajuste de la tasa de referencia real ante la convergencia de la inflación a la meta.

El sector público alcanzó un superávit de 0,6% del PIB en 2012, a pesar de obtener menos ingresos provenientes del cobre y apoyado en una mayor recaudación de renta e IVA del resto de contribuyentes. Para el 2013 y 2014 estimamos un leve déficit público efectivo de 0,2 y 0,6% del PIB, respectivamente, deterioro que resultaría principalmente de una menor contribución de los impuestos de la minería en el marco de aumentos en el gasto en línea con el crecimiento del PIB. Por otro lado, el monto de ahorros públicos acumulado supera el 11% del PIB, reflejando una importante capacidad de respuesta ante un eventual deterioro externo.

El repunte del precio del cobre en el último trimestre de 2012 determinó un déficit en cuenta corriente menor a lo previsto. Para 2013, esperamos una caída del precio del cobre menor a la anticipada hace tres meses, lo que contrarrestaría el mayor dinamismo de la demanda interna y de las importaciones. Con todo, el déficit en cuenta corriente estimado para 2013 alcanzará a 3,7% del PIB, algo menor al 4,1% proyectado hace un trimestre. Para 2014 se proyecta un nuevo aumento del déficit hasta 4,2% del PIB, si bien se considera que estos niveles se financiarán con IED.

A pesar de las positivas perspectivas para la actividad local, los riesgos para la economía chilena continúan asociados a un episodio disruptivo en Europa. Sin embargo, las diversas medidas adoptadas por las autoridades económicas en economías desarrolladas y emergentes, han reducido la probabilidad de este escenario. A diferencia de lo anterior, los riesgos idiosincráticos, en particular el de sobrecalentamiento de la economía local, han cobrado mayor relevancia.

2. Mejora la percepción del escenario económico global

La percepción del escenario económico global ha mejorado en el último trimestre con la continuada caída de las tensiones financieras globales, particularmente en Europa, y con el acuerdo para evitar por ahora el llamado “abismo fiscal” en EE.UU.

Han repuntado los indicadores de confianza en las principales áreas económicas y los datos de actividad y gasto siguen siendo consistentes con una expansión global moderada. Europa lleva ya seis meses de caídas de las tensiones financieras, con una paulatina apertura, aun incompleta, de los mercados de financiación a empresas, financieras y no financieras, de algunas economías de la periferia del área del euro.

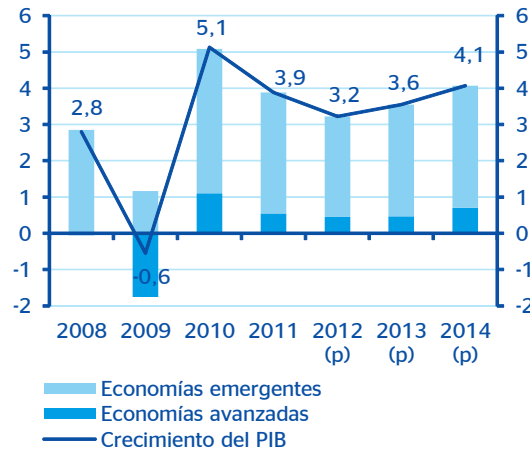
El sentimiento en los mercados financieros en los países desarrollados ha mejorado sostenidamente en los últimos meses, debido en gran medida a tres factores: (i) los datos muestran que China no sufrirá una fuerte desaceleración, como algunos analistas prevían; (ii) en EE.UU. se evitó el llamado “abismo fiscal” y, de hecho, su economía mantiene un crecimiento razonable a pesar de la incertidumbre existente, y (iii) incluso en Europa se continuaron realizando avances en la unión bancaria, lo que refuerza el compromiso de las autoridades con la unión monetaria ya mostrado con las acciones del BCE en la segunda mitad de 2012.

Con todo, la mejora de la percepción de mercado no altera demasiado los fundamentos, y el crecimiento seguirá siendo lento en los países desarrollados. Así, el crecimiento mundial repuntará desde el 3,2% en 2012 hasta el 3,6% en 2013 y el 4,1% en 2014, casi la misma estimación de hace tres meses (Gráfico 1). En 2013 se compensan la revisión a la baja del crecimiento brasileño y el mantenimiento en el área del euro y EE.UU. con las mejores previsiones de China, México o algunas economías latinoamericanas (Gráfico 2).

La continuidad de la recuperación necesita de la implementación de políticas apropiadas en EE.UU. y el área del euro. En EE.UU. deben ir más allá de amortiguar transitoriamente subidas inminentes de impuestos y deben evitar incertidumbres sobre el pago de la deuda y el reparto de la carga de la consolidación fiscal. En el área del euro, han de seguir los avances en la gobernanza, en particular en lo relativo a la unión bancaria, tanto con acuerdos adicionales como con la implementación efectiva de los alcanzados sobre la supervisión y procedimientos de resolución bancaria.

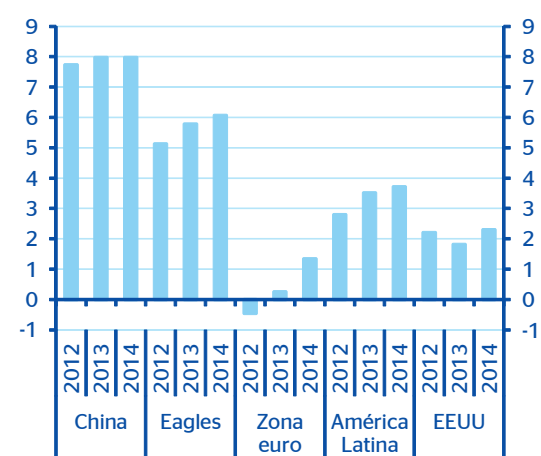
Sin descartar la posibilidad de sorpresas positivas, la incertidumbre del escenario económico global sigue sesgada a la baja. Crecimientos globales más bajos resultarían de un aumento de las tensiones financieras y del deterioro de la confianza si resurgen las dudas sobre el compromiso de las autoridades europeas con el fortalecimiento del euro, por ahora bien acotadas tanto por el anuncio del BCE de julio pasado como por los acuerdos de los países de la zona en apoyo de la moneda única. En caso de producirse estas tensiones, que requerirían de nuevos acuerdos de salvaguarda financiera, el área del euro seguiría en recesión en 2013. En EE.UU., el riesgo sería que al contagio desde Europa se sumara el efecto de desacuerdos para lograr la consolidación fiscal o ampliar el techo de deuda. El PIB global, con el soporte de las economías emergentes, oscilaría en 2013 y 2014 en este escenario de riesgo entre el 2,5% y el 3%. Este escenario de riesgo es menos probable y de menor impacto hoy que lo estimado hace tres meses, dados los avances ya logrados en la definición e implementación de políticas en las áreas más desarrolladas y la resistencia mostrada por el crecimiento de las emergentes.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB por regiones (Var. % a/a)



(*) Eagles: Emerging and Growth-Leading Economies, es decir, economías emergentes que lideran el crecimiento global. Incluye a China, India, Brasil, Indonesia, Corea, Rusia, Turquía, México y Taiwán.

Fuente: BBVA Research

3. Chile: crecimiento económico a velocidad crucero

Favorables términos de intercambio y elevados niveles de confianza mantendrán el crecimiento de la actividad en torno al potencial

Prácticamente durante todo el año 2012 la actividad económica sorprendió con crecimientos por arriba de lo que se anticipaba a comienzos del año pasado. Este dinamismo en parte resultó de un escenario externo más benigno de lo que se esperaba, pero sobre todo de la creciente confianza de consumidores y empresarios sobre la situación actual y futura de la economía. En este sentido, cabe preguntarse por qué era mayoritaria la percepción de que la demanda doméstica sería inevitablemente arrastrada por la débil demanda externa, resultando en una desaceleración del crecimiento. Las razones eran principalmente dos: por una parte, estaba la experiencia de 2009 cuando el impacto en la confianza y la demanda interna fue mucho mayor a lo que se había anticipado; en segundo lugar, incluso sin una caída en la confianza, el cierre de la brecha del producto llevaba a anticipar una aceleración de la inflación si se mantenía el dinamismo de la demanda interna, lo que eventualmente repercutiría negativamente en los niveles de confianza.

Lo que finalmente ocurrió fue que no se dio el esperado deterioro en la confianza de los agentes. En el caso de los empresarios, el índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) se mantuvo en niveles optimistas y bastante elevados durante todo el año, e incluso en los componentes más vinculados al entorno externo, como la industria manufacturera y la minería, se mantuvo sobre los 50 puntos. En el caso de los consumidores, el Índice de Percepción de la Economía (IPEC) completó en diciembre de 2012 siete meses por arriba de la línea de los 50 puntos y alcanzó su nivel más elevado desde el año 2006 (Gráfico 3).

Este elevado nivel de optimismo fue uno de los factores que explicó el fuerte crecimiento de la demanda interna, que alcanzó 7,1% en 2012, por debajo del 9,5% observado en 2011, pero por arriba de lo anticipado. El otro factor determinante fue el comportamiento de los términos de intercambio, principalmente por un precio del cobre que promedió US\$ 3,6 la libra, una caída de 10% respecto al promedio de 2011, pero también por arriba de las expectativas y de lo que

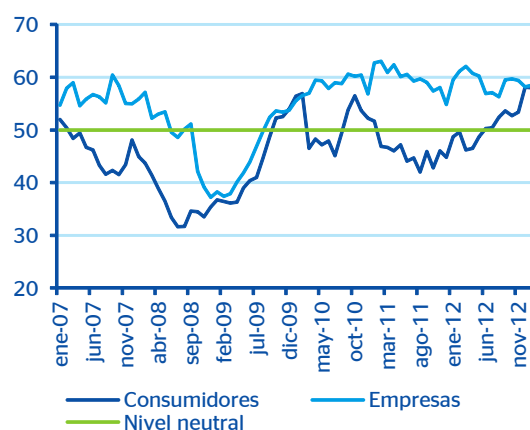
se estima como precio de largo plazo para este metal. Así, las expectativas y los términos de intercambio fueron determinantes para que el consumo y especialmente la inversión mantuvieran una dinámica por arriba de lo previsto, y más que compensaran la incidencia negativa de las exportaciones netas en el crecimiento del PIB, que alcanzó a 5,6% en 2012, disminuyendo con relación al 6% alcanzado en 2011, aunque 0,6 pp por arriba de nuestra estimación de octubre pasado y también manteniendo el PIB efectivo por arriba del PIB potencial.

Es interesante también destacar, que en línea con el dinamismo de la demanda, los sectores que crecieron con más fuerza fueron los menos dependientes de la condiciones de la demanda externa y con menores restricciones de oferta, como el comercio y las comunicaciones, o intensivos en insumos locales como la construcción.

En cuanto al mercado laboral, tal como se anticipaba se redujo el ritmo al que venían creciendo el empleo y la fuerza de trabajo. En una situación de virtual pleno empleo no había prácticamente espacio para que estas variables repitieran los crecimientos promedio de 5,1% y 3,8%, respectivamente observado en 2011. Efectivamente, el crecimiento del empleo cayó a un promedio de 2% y la fuerza de trabajo a 1,2%, con lo que la tasa de desempleo promedio se redujo 0,7 puntos porcentuales, de 7,1% en 2011 a 6,4% en 2012. Una de las principales implicaciones de esta estrechez del mercado laboral fue el comportamiento de los salarios, que en términos nominales cerraron el año con un crecimiento en torno a 6,5%, y en términos reales de aproximadamente 4%.

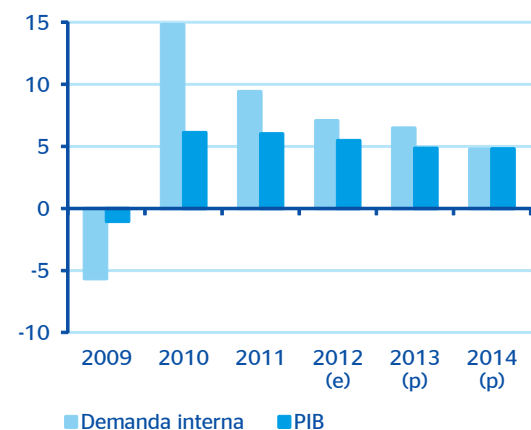
El crédito, por su parte, incrementó en cerca de un punto porcentual su crecimiento promedio anual con relación a 2011, hasta 14,7%, lo que implica un mayor dinamismo si se considera la menor inflación de cerca de tres puntos porcentuales en 2012. La composición de este dinamismo estuvo en línea con el mayor crecimiento de la inversión que del consumo, lo que se tradujo en un ritmo de expansión más elevado en el caso del crédito a las empresas que a las personas. En este sentido, los créditos comerciales pasaron de crecer un promedio anual de 12,4% en 2011 a 16,3% en 2012. En cambio, tanto los créditos al consumo como los hipotecarios disminuyeron su crecimiento promedio anual entre 2011 y 2012, de 16,6% a 14,7% los primeros, y de 12,3 a 11,8% los segundos.

Gráfico 3
Expectativas de consumidores y empresas



Fuente: Adimark e Icare

Gráfico 4
PIB y demanda interna (Var. % a/a)



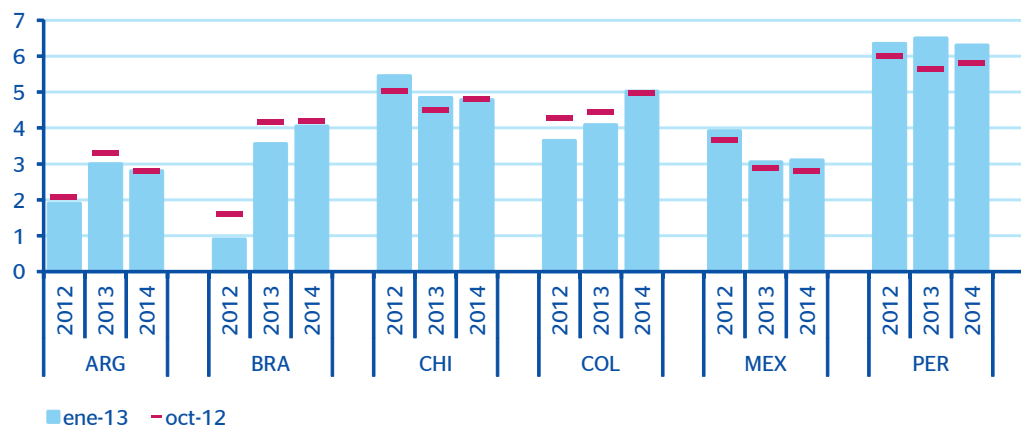
Fuente: BCCh y BBVA Research

Después de tres años creciendo por sobre el potencial las holguras de capacidad estarían cerradas y la economía crecería en torno a su potencial en 2013-2014

En 2012 el PIB creció 5,6%, el tercer año consecutivo por arriba del crecimiento potencial de la economía chilena, estimado en torno a 5%. Con esto, de acuerdo a nuestra estimación, la brecha del PIB -diferencia del nivel del PIB efectivo con el nivel del PIB potencial en porcentaje del

segundo- sería de aproximadamente 0,5% al cierre de 2012, lo que dificultaría un crecimiento por arriba del potencial por cuarto año consecutivo. En este sentido, se anticipa alguna moderación en los factores que han estado detrás del dinamismo de la demanda interna, al tiempo que se mantiene la proyección de débil crecimiento del resto del mundo y la contribución negativa de la demanda externa, con lo que el crecimiento del PIB alcanzaría a 4,8% tanto en 2013 como en 2014 (Gráfico 4). Con todo, la economía local será este año la segunda de mayor expansión en la región, solo detrás de Perú (Gráfico 5).

Gráfico 5
PIB economías de Latam 2012-2014 (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

En el caso del consumo privado, la convergencia a un crecimiento promedio en torno al potencial de la economía se explicaría por el efecto de la moderación del crecimiento de la masa salarial y el gradual aumento de la inflación en las expectativas de los consumidores. En el caso de la inversión, se espera que finalmente se materialice la normalización del crecimiento del componente de maquinaria y equipos y se modere la inversión en construcción, esto último en línea con la disminución del crecimiento de los permisos de construcción residencial y no residencial (ver informe [Situación Inmobiliaria 2012](#)). También habría algún efecto negativo de la caída del precio del cobre, que pasaría de promediar US\$ 3,61 la libra en 2012, a promedios de US\$ 3,51 y 3,26 la libra en 2013 y 2014, respectivamente (ver Recuadro 1).

La fortaleza relativa que mantendrá la demanda doméstica con relación a la externa en 2013 y 2014, será determinante en la mantención del mayor dinamismo de los sectores no transables con relación a los transables. En el caso de la minería y particularmente del cobre, la información disponible apunta a un rezago en la ejecución de proyectos para aumentar la capacidad productiva. En cuanto a la manufactura, estimamos que mantendrá un crecimiento menor al del resto de la economía, aún mostrando efectos de la debilidad de la demanda externa. Por el lado de sectores ligados a la demanda doméstica, el comercio minorista y los servicios continuarían expandiéndose a un ritmo mayor al del resto de los sectores, aunque desacelerándose gradualmente debido a la convergencia de la actividad hacia un ritmo sostenible y al menor dinamismo del mercado laboral.

Finalmente, en este escenario de crecimiento en torno al potencial en 2013 y 2014, la situación de virtual pleno empleo limitará el crecimiento del empleo al de la fuerza de trabajo, con lo que se espera que ambas variables crezcan en torno a 1% y la tasa de desempleo promedio se mantenga en 6,4%. Por su parte, el crédito convergerá gradualmente a un crecimiento nominal promedio algo superior al 10%, esto es, por arriba del crecimiento nominal que se estima para la demanda interna, reflejando el espacio existente para la profundización financiera en Chile.

Recuadro 1. Perspectivas del precio del cobre

Durante el 2012, el precio del cobre disminuyó desde un promedio de US\$4 la libra en 2011 a US\$3,61 la libra. Esto fue explicado en gran medida por una apreciación global del dólar, mientras el balance entre oferta y demanda se mantuvo estrecho respecto de promedios históricos, con inventarios totales que se mantienen bajo las 3 semanas de consumo (Gráfico 6).

Para este año, se espera que el precio del cobre disminuya solo marginalmente para promediar US\$3,51 la libra, lo que significa un ajuste al alza respecto de nuestra proyección previa de US\$3,15 la libra realizada en el 4T12 (Gráfico 7). Esta corrección considera que se mantendrá el balance de oferta y demanda estrecho que se observa actualmente en el mercado, producto de la postergación en la entrada de nuevos proyectos y un bajo crecimiento de la oferta de los proyectos activos que se acercaría a 2,8% a/a. Por el lado de la demanda, las expectativas se mantienen relativamente estables, con un crecimiento esperado de 1,5% a/a, liderado nuevamente por el impulso de China que incrementaría su demanda en 6% a/a. Por otro lado, la mantención de un precio del cobre elevado se apoyaría en expectativas de un dólar algo más depreciado en términos multilaterales en el mediano plazo. Ligado a este último punto, no se puede descartar el efecto positivo de la menor probabilidad que se

asigna actualmente a escenarios de riesgo a nivel global, lo que favorece los flujos de inversionistas hacia activos más riesgosos, incluidos los mercados de commodities.

En relación a las estimaciones a más largo plazo, continuamos esperando una convergencia del precio del cobre hacia su nivel de equilibrio que situamos en un rango de US\$2,8 - 2,9 la libra. El ajuste gradual hacia este nivel se explica por una demanda mundial de cobre que mantiene un ritmo de crecimiento estable, mientras la oferta muestra signos de recuperación, llevando a una situación relativamente más holgada. Por su parte, se considera un dólar esencialmente estable a nivel global. Con todo, cabe destacar que este nivel de convergencia es superior al promedio histórico del precio real del metal para el periodo 1980-2002 que alcanzó a US\$1,6 la libra, previo a la entrada de China como actor relevante. Desde 2003 en adelante, el precio real del cobre ha promediado US\$3 la libra. En este sentido, estimamos que la composición de la demanda del metal se mantendrá relativamente estable en los próximos años, validando un precio de equilibrio más alto que el histórico, lo que además supone una respuesta moderada de la oferta ante un alza de costos de producción por disminuciones en las leyes de mineral y mayores costos de energía.

Gráfico 6
Inventarios de cobre y TCR de EE.UU.
(semanas de consumo; índice 1973=100)



Fuente: Cochilco, Reserva Federal de EE.UU. y BBVA Research

Gráfico 7
Comparación proyecciones
del precio del cobre (US\$ por libra)



Fuente: Cochilco y BBVA Research

4. Inflación volviendo a la meta

Factores detrás del bajo registro de 2012 no se repetirían en 2013, y la inflación regresaría al rango meta a mediados de 2013

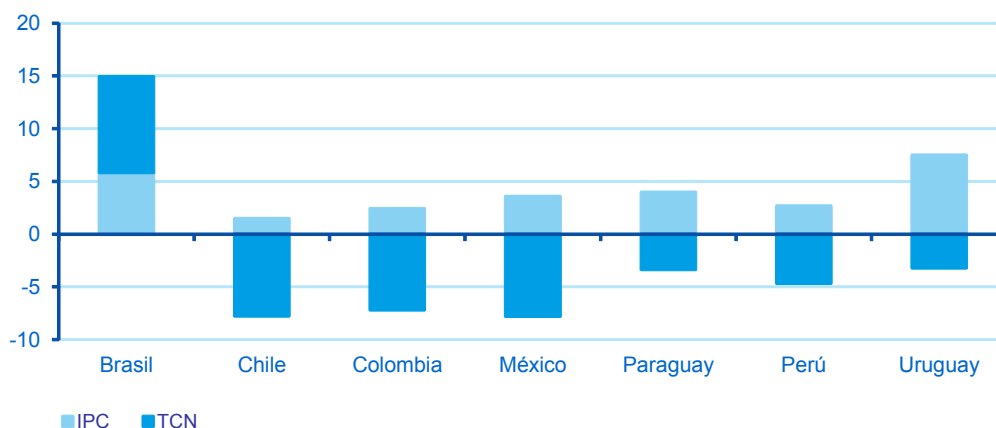
La inflación cerró 2012 en 1,5% a/a, por debajo de nuestra proyección de 2,3% a/a de hace un trimestre. De hecho hace dos informes atrás, en el Situación Chile del tercer trimestre 2012 publicado en agosto, el apartado de inflación tenía por título "El puzzle de la inflación", haciendo referencia a la paradoja de una inflación que acumulaba apenas 0,4% hasta julio, a pesar de estimarse una brecha del producto positiva que daba cuenta de la ausencia de holguras de capacidad. La solución a este puzzle que adelantamos en ese momento fue el efecto moderador del componente transable del IPC -cuya ponderación alcanza a cerca del 60% de la canasta de consumo-, que de hecho prácticamente contrarrestaba el fuerte dinamismo del índice de precios de los bienes no transables que sí reflejaba la situación cíclica de la economía.

Pero además de explicar la paradoja de la baja inflación, había que evaluar si era extrapolable el comportamiento de los precios durante los primeros siete meses del año a los últimos cinco. La conclusión fue que no se consideraba muy probable que se repitiera la apreciación del tipo de cambio y la caída en la inflación internacional. Más bien se anticipaba un repunte en los precios de las materias primas energéticas y alimenticias, factores detrás del bajo dinamismo de los precios de los bienes transables.

Como sabemos, esta predicción se cumplió sólo parcialmente, ya que aunque no se repitió una apreciación del peso como la observada entre el cierre de 2011 y el primer trimestre de 2012, el tipo de cambio se mantuvo esencialmente estable e incluso se apreció marginalmente hacia el último trimestre del año. En este sentido, cabe mencionar que Chile junto con anotar la más baja inflación anual en 2012, registró una de las mayores apreciaciones cambiarias en la región (Gráficos 8). Por otro lado, no se observó un repunte en los precios de las materias primas y por el contrario hubo un ajuste a la baja en los combustibles, por una disminución de las primas de riesgo geopolítico. Así, la inflación de bienes transables cerró el año en -0,5% a/a, contrarrestando el aumento de 3,9% a/a de los bienes no transables (Gráfico 9).

Gráfico 8

Inflación y movimientos cambiarios (Var. % a/a)



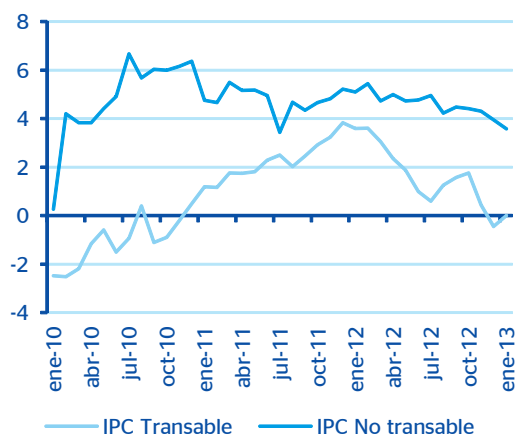
Fuente: BBVA Research en base a información de bancos centrales y oficinas de estadísticas locales

Se han planteado otras hipótesis para explicar esta baja inflación de 2012, como serían el efecto de ganancias de productividad o la compresión de márgenes de beneficio. Estas hipótesis chocan con el hecho de que la baja inflación se observa en el componente transable de la canasta,

es decir de bienes cuyos precios se determinan internacionalmente, por lo que ganancias de productividad a nivel local no serían relevantes, a menos que se esté pensando en ganancias de productividad en la cadena de comercialización. Lo mismo se puede decir con relación a la compresión de márgenes de beneficios: estos también tendrían que darse en la cadena de comercialización al llegar al país, de otra forma simplemente estamos hablando de una menor inflación importada.

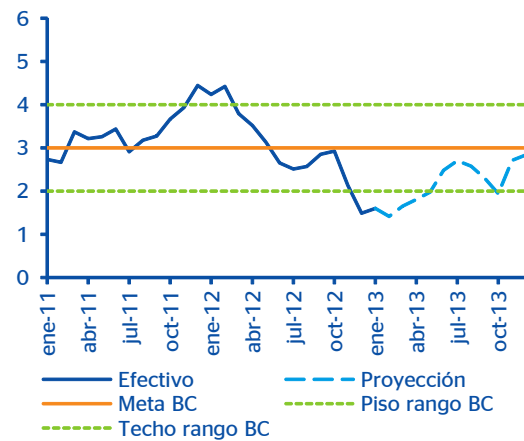
De manera que hacia delante la pregunta vuelve a ser si hay espacio para que los precios de los bienes transables continúen contrarrestando la mantención del dinamismo que se espera para los bienes no transables. En este sentido, a menos que se materialice un escenario adverso a nivel internacional, vemos poco espacio para que continúe bajando la inflación importada, al tiempo que se proyecta un tipo de cambio que se deprecia ligeramente en el mediano plazo (ver Recuadro 2). Con todo, el piso de la banda del Banco Central (2%) se alcanzaría recién a mediados de año, y se estima que el año 2013 cierre con una inflación de 2,8%. Para 2014, la inflación cerraría el año en torno a la meta de 3% a/a. No obstante, como se señala en el último punto del informe sobre escenarios de riesgo, el riesgo idiosincrático más relevante es la mantención del dinamismo de la demanda doméstica y la consecuente aceleración de la inflación (Gráfico 10).

Gráfico 9
Índice de precios por categorías (Var. % a/a)



Fuente: INE

Gráfico 10
Inflación total (Var. % a/a)



Fuente: BBCh, INE y BBVA Research

5. Política monetaria aún en pausa a pesar de todo

A pesar de que el Banco Central ha mostrado un discurso algo más vigilante en los últimos meses producto de riesgos domésticos crecientes, estimamos que la política monetaria se mantendría en pausa durante el 2013, para recién en el 1T14 iniciar un breve ciclo de alzas en la tasa de referencia hacia niveles neutrales

En el transcurso de los últimos meses, las cifras de actividad local han continuado sorprendiendo al alza, lo que en principio refleja una mayor utilización de la capacidad instalada y un alza de las presiones inflacionarias. Sin embargo, los precios, al menos en el agregado, no han

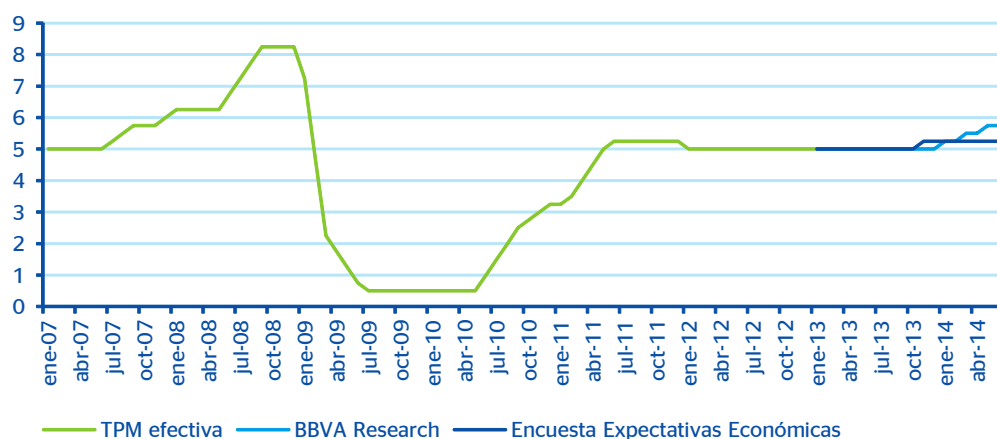
respondido a la dinámica de la brecha de producto, al incorporar los retrocesos transitorios en el precio internacional de productos básicos, principalmente combustibles y alimentos, lo que se suma a la caída en el tipo de cambio. Esto último ha sido determinante para que las expectativas de inflación de largo plazo permanezcan ancladas a la meta del Banco Central. No obstante, los riesgos provenientes de un mercado laboral estrecho y una demanda interna que no muestra signos claros de desaceleración continuarán latentes, poniendo una nota de cautela en la conducción de política monetaria. Esto último acrecienta el riesgo de una aceleración en los precios internos más allá de la deseada en el mediano plazo, con un potencial desanclaje de expectativas de inflación.

Por otro lado, pero aún en el plano interno, el déficit en cuenta corriente sigue siendo una preocupación adicional para el Banco Central, principalmente por los efectos que en términos acumulados podría generar sobre los objetivos de estabilidad financiera. A pesar de su preocupación, consideramos que para hacer frente a estos riesgos se requiere considerar políticas económicas más allá de la monetaria, elemento que el Consejo ya ha manifestado en sus minutas (ver Recuadro 2).

Finalmente, en el plano externo los riesgos se han atenuado. En este sentido, si bien se mantiene latente la probabilidad de un evento adverso en EE.UU. y Europa, ésta ha disminuido respecto de meses anteriores. No obstante, continúa siendo el riesgo más relevante que contrapesa una postura algo más restrictiva del Banco Central, hecho que también se refleja en las últimas minutas de política monetaria.

En este contexto, de virtual equilibrio en el balance de riesgos internos y externos, esperamos que el Banco Central continúe en pausa durante el 2013, manteniendo la tasa de política monetaria en 5%, para luego iniciar un breve ciclo de alzas hacia niveles neutrales durante el 1T14. Esto último es coherente con expectativas de una incipiente normalización de las condiciones de liquidez internacional y un ajuste de la tasa de referencia real ante la convergencia de la inflación a la meta (Gráfico 11).

Gráfico 11
Tasa de interés de política monetaria (%)



Fuente: BCCy y BBVA Research

Recuadro 2. Flotar o no flotar

La reciente apreciación de las monedas de países emergentes ha llevado a un número de estas economías a aplicar medidas para detener esta tendencia. Es así que en países como Brasil, Perú, Colombia, Rusia, Corea e Israel se han aplicado desde compras directas en el mercado cambiario hasta controles de capital que buscan desincentivar la entrada de éstos a esas economías. Sin embargo, otras economías como Chile y México se han mantenido dentro de un esquema de libre flotación del tipo de cambio, dejando abierta la opción de intervenciones solo en caso de que exista un desalineamiento significativo de éste respecto de sus fundamentos de largo plazo.

El tipo de cambio real y los factores detrás de su dinámica en la última década

En el caso particular de Chile, el Banco Central centra su atención en la dinámica del tipo de cambio real (TCR), medida que considera la competitividad relativa de la economía chilena respecto de sus principales socios comerciales. De esta forma, el análisis habitual incorpora tanto los movimientos de los tipos de cambio nominales como los diferenciales de inflación entre los principales socios comerciales y Chile. Así, si bien la evolución de la paridad peso-dólar juega un rol importante, no es la única variable relevante en el análisis.

Respecto de los factores detrás de la evolución del TCR se cuenta la dinámica de los términos de intercambio, influida en buena parte por el desempeño del precio del cobre, a lo que se suma el comportamiento de la razón gasto público a PIB y de la productividad relativa de Chile respecto del resto de las economías. Diversos estudios han estimado la sensibilidad del tipo de cambio real a estas variables y, en base a su evolución en la última década, es posible analizar el rol de los distintos factores en la tendencia a la apreciación que ha mostrado el TCR.

Uno de los factores más relevantes ha sido el aumento de los términos de intercambio liderados por el fuerte incremento del precio del cobre, lo que ha llevado a que éstos se dupliquen en la última década (Gráfico 12). Por su parte, si bien se ha mencionado la presión a la apreciación del TCR que habría ejercido un mayor gasto público, dado que gran parte de éste se realiza en bienes no transables, no se observa un cambio significativo en su tamaño. Así, la razón gasto público a PIB se ubicaba 10 años atrás en cerca de 21%, mientras que en 2012 este ratio llega a 22% no obstante haber alcanzado niveles cercanos a 17% previo a la crisis financiera de 2008-09. Finalmente, la mayor productividad de la economía chilena respecto de las economías desarrolladas genera una tendencia a la apreciación del TCR. Un reflejo de este mejor desempeño

relativo se puede ver en el fuerte crecimiento del PIB per cápita de Chile respecto del resto de las economías, principalmente desarrolladas.

Con todo, el TCR se ha apreciado en cerca de 18% en la última década y actualmente se ubica 7% por debajo del promedio de los últimos 10 años y 5% bajo el promedio de los últimos 5 años.

Aún cuando existen factores estructurales tras la tendencia a la apreciación del tipo de cambio, el Banco Central ha intervenido en el mercado dos veces en los últimos años. Cabe revisar qué explica estas intervenciones y qué podría gatillar nuevas medidas en este sentido.

El tipo de cambio real y las intervenciones de 2008 y 2011

Tanto en la intervención del abril 2008 como en la de enero 2011, el Banco Central mencionó que el objetivo era realizar un programa de acumulación de reservas internacionales que sirviera como seguro ante posibles escenarios externos adversos. Así, los programas de compra de divisas contemplaron US\$8.000 millones en 2008 y US\$12.000 en 2011. Como resultado, el ratio de reservas a PIB alcanzó a cerca de 17%, nivel comparable al de otras economías de estructura similar a la chilena.

Otro argumento para las intervenciones correspondía a un desalineamiento transitorio de los fundamentos de largo plazo del tipo de cambio, por lo que la intervención perseguía moderar la sobre-reacción del TCR. Cabe destacar que esta medida no buscaba alcanzar un nivel predeterminado de la paridad.

Actualmente, el TCR se ubica en niveles similares a los alcanzados previo a las intervenciones mencionadas y es válido preguntarse si esto corresponde a un desalineamiento transitorio o bien responde a una tendencia más estructural. De esto depende en gran medida que ocurra una nueva intervención en el mercado cambiario.

Una mirada coyuntural al comportamiento del tipo de cambio

En un enfoque más coyuntural, podemos revisar qué factores explican la reciente apreciación del tipo de cambio en Chile. Asimismo, se puede determinar a grandes rasgos si ésta es de carácter transitorio o bien más permanente. Considerando que en el corto plazo el tipo de cambio depende de factores reales, como los términos de intercambio, pero también de factores financieros, se puede evaluar sus movimientos a la luz de un set de variables relevantes. Así, el precio del cobre, el diferencial

de tasas de interés domésticas y externas, junto con la percepción de riesgo de los inversionistas, son candidatos naturales para evaluar la dinámica de corto plazo del tipo de cambio. Con estos parámetros, una intervención puede motivarse por un desvío transitorio y significativo de alguno de estos factores. Asimismo, una fracción importante de la apreciación que no se condiga con estos factores enviaría una señal de un posible desalineamiento cambiario, lo que podría también gatillar una intervención.

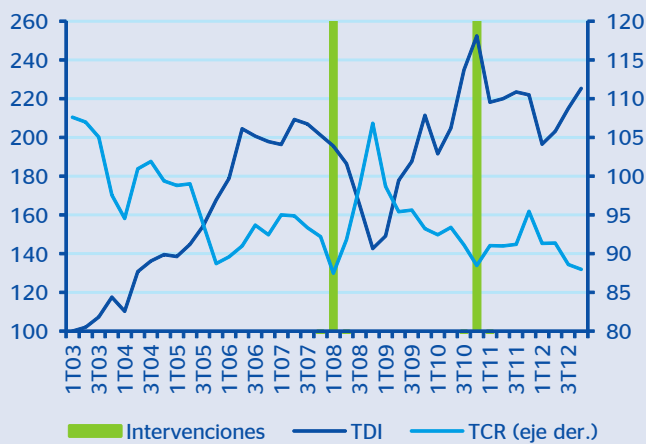
Actualmente, al considerar el mayor precio del cobre, el elevado diferencial de tasas de interés a favor del peso y el mayor apetito por riesgo de los inversionistas se observa que el tipo de encuentra algo por debajo del valor estimado según sus fundamentos, aunque la magnitud parece moderada en una perspectiva histórica. Por otro lado, diversas proyecciones, incluidas las del Banco Central apuntan a que estos fundamentos no se encontrarían particularmente desviados de sus niveles de mediano

y largo plazo. En este sentido, si bien la posibilidad de una intervención cambiaria ha estado en el debate en el último tiempo, consideramos que se deben cumplir al menos uno de los argumentos planteados anteriormente para motivar la aplicación de esta medida. Esto es, un significativo desvío de los fundamentos respecto de sus niveles de largo plazo o bien una rápida tendencia a la apreciación que acumule un desacople importante de la variable (Gráfico 13).

Finalmente, no se puede olvidar que diversas estimaciones reflejan la escasa efectividad de la acumulación de reservas para mantener un tipo de cambio más depreciado en el mediano y largo plazo. A esto se suman los elevados costos de la medida, dada la necesidad de esterilizar el impacto monetario de las compras de divisas con emisión de bonos en moneda local a una tasa de interés muy por sobre la que se obtiene por la inversión de las reservas internacionales.

Gráfico 12

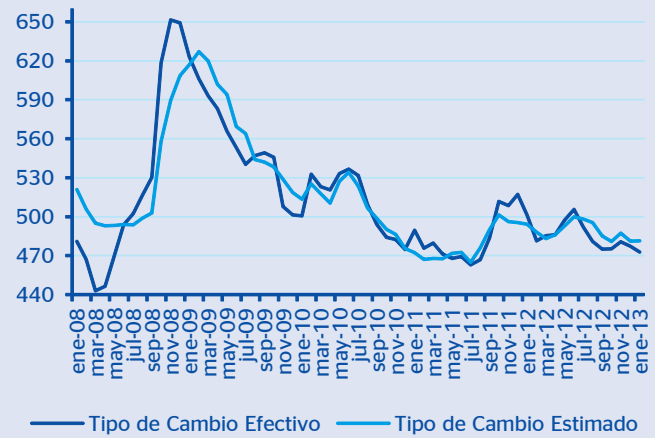
Términos de intercambio y tipo de cambio real (índice 1T03=100; índice 1986=100)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 13

Estimación para tipo de cambio en base a factores reales y financieros (CLP/USD)



Fuente: BBVA Research en base a información de Cochilco y BCCh

6. Dinamismo de la actividad lleva a mejor resultado fiscal

A pesar de obtener menos ingresos por cobre, el sector público alcanzó superávit de 0,6% del PIB en 2012 producto de una mayor recaudación de renta e IVA del resto de contribuyentes. Para el 2013 y 2014 estimamos un leve déficit público efectivo de 0,2 y 0,6% del PIB, respectivamente, explicado por una menor contribución de los impuestos de la minería

Durante el 2012 el sector público alcanzó un superávit efectivo de 0,6% del PIB estimado para dicho año por el fisco, equivalentes a US\$1.493 millones, levemente por sobre nuestra estimación de hace un trimestre de 0,5% del PIB. Lo anterior se explicó por ingresos que totalizaron US\$58.845 millones (alza real de 1,3% a/a), en donde cabe destacar que la menor recaudación a la esperada por concepto de cobre (tanto de Codelco como de la minería privada) fue más que compensado por una mayor recaudación de tributos por renta e IVA del resto de los contribuyentes, elemento que fue sustentado en un crecimiento de la actividad en 2012 mayor a la anticipada, principalmente impulsada por sectores de servicios (Gráfico 14). Por su parte, el gasto fiscal alcanzó US\$57.351 millones (incremento real anual de 4,7%) equivalentes a 21,8% del PIB. Asimismo, se observó una leve sub-ejecución del gasto acordado en el periodo. En consecuencia, tanto la mayor recaudación tributaria como la sub-ejecución del gasto fueron determinantes para observar un positivo balance fiscal en 2012, contribuyendo de esta forma a reducir, aunque sólo parcialmente, la actual presión del gasto interno sobre la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos. Por último, es importante destacar que el déficit estructural se redujo a apenas 0,6% del PIB, con lo que se habría superado la meta de déficit estructural de 1% del PIB propuesta por el actual gobierno recién para 2013.

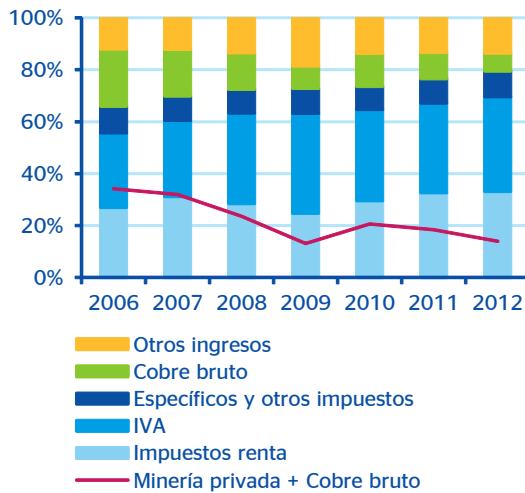
En cuanto a la posición de activos, el tesoro público cerró 2012 con fondos soberanos en US\$20.880 millones, representando un aumento nominal en dólares de 18,9% respecto al cierre 2011. Lo anterior fue principalmente explicado por los aportes al FEES como al FRP, por un total de US\$2.890 millones durante el año. Por su parte, los otros activos del tesoro (caja) cayeron marginalmente a US\$ 10.419 millones (-1,6% a/a), consolidando activos fiscales brutos por un total de US\$31.299 millones (11,6% del PIB), por arriba del monto acumulado al cierre del 2008, que permitió una enérgica respuesta de política fiscal para enfrentar la crisis financiera internacional. De acuerdo a la normativa de responsabilidad fiscal vigente sumado al superávit efectivo en 2012, esperamos aportes al FRP de a lo menos un 0,5% del PIB durante el presente año. Por otro lado, el stock de deuda bruta pública cerró 2012 en US\$31.880 millones (11,9% del PIB) lo que contempla un aumento de US\$3.909 millones respecto al stock acumulado al cierre 2011, dejando la posición deudora neta del gobierno central en virtual equilibrio (Gráfico 15).

Finalmente, para 2013 estimamos un leve déficit público efectivo entorno a 0,2% del PIB estimado para dicho periodo. Lo anterior se explicaría por un aumento real de ingresos en torno a 2% a/a, debido a la esperada mayor recaudación tributaria desde contribuyentes no minería, ya que los ingresos provenientes del sector minero permanecerían estables dada nuestra estimación de precio del cobre promedio en US\$3,5 la libra para este año (leve caída en relación al promedio 2012). Por su parte, el gasto público real total anotaría un incremento en torno al 6% a/a, lo que considera una subejecución de la ley de presupuesto 2013 en línea con parámetros históricos.

La proyección fiscal hacia 2014 se dificulta porque será el primer año de un nuevo periodo presidencial, lo que puede implicar cambios en la conducción de largo plazo para el balance fiscal estructural. Preliminarmente, suponemos que el gasto fiscal aumentará en línea con el

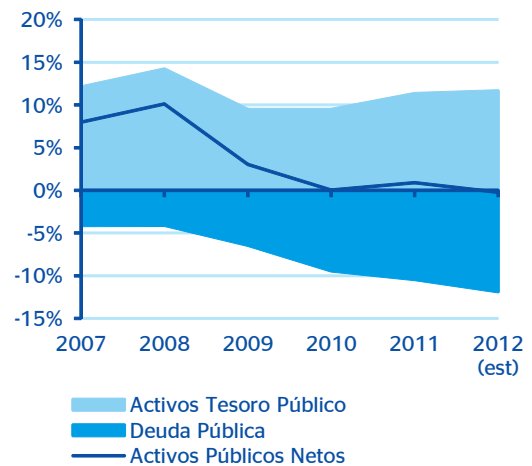
crecimiento del PIB y habrá un crecimiento algo menor de los ingresos, especialmente por el menor precio promedio del cobre. Así, el déficit registraría un moderado incremento, para ubicarse en 0,6% del PIB de 2014.

Gráfico 14
Composición de ingresos fiscales (% del total)



Fuente: Dirección de Presupuesto

Gráfico 15
Activos netos del Tesoro Público (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuesto

7. Balanza de pagos: mejores términos de intercambio compensarían aumento de importaciones

Repunte del precio del cobre en el último trimestre de 2012 determinó un déficit en cuenta corriente menor a lo previsto. Para 2013, la revisión al alza en escenario de precio del cobre, contrarrestaría mayor dinamismo de la demanda interna y las importaciones

El déficit en cuenta corriente cerraría el año 2012 en 3,3% del PIB, algo mejor al 3,6% estimado hace un trimestre. Esta mejora se explicaría principalmente por el repunte del precio del cobre hacia el final del año, y en una magnitud algo menor, por el ajuste a la baja en el precio de los combustibles en el mismo periodo. De esta forma, se estima un superávit comercial en torno a US\$ 4.2 mil millones, una fuerte caída respecto al superávit comercial de US\$ 10,8 mil millones registrado en 2011.

El financiamiento del déficit en cuenta corriente sería en su casi totalidad cubierto por inversión extranjera directa (IED). Cabe destacar, que la IED de no residentes en Chile rondó los US\$ 28.150 millones, o cerca del 11% del PIB. La IED de los chilenos en el exterior se aproximó a los US\$ 19.700 millones, cerca de 7% del PIB, de manera que en términos netos la IED es muy similar al déficit de cuenta corriente estimado para 2012. Sin embargo, es importante destacar que hubo salidas netas de cartera de aproximadamente 1,5 puntos del PIB, algo mayor al endeudamiento registrado en la partida Otra inversión. Finalmente, las reservas internacionales

cerraron el año en US\$ 41,6 mil millones, prácticamente el mismo registro de cierre de 2011, US\$ 42 mil millones, resultado consistente con la estrategia de flotación cambiaria, aunque disminuyendo en términos del PIB de 16,9% a 15,7%.

Para 2013 y 2014 se proyecta un retroceso de la exportaciones de cobre en línea con la caída prevista en el precio promedio de este metal (ver Recuadro 1). No obstante, un aumento en el valor del resto de los envíos determinará que en el agregado las exportaciones aumenten a un ritmo promedio de 2,5% en el periodo. Sin embargo, el mayor aumento promedio anual estimado para las importaciones, 5,6%, resultará en una nueva caída del superávit comercial en 2013, a aproximadamente US\$ 2,4 mil millones, y en el primer déficit comercial en más de una década, de US\$ 350 millones, en 2014. Con todo, el déficit en cuenta corriente estimado para 2013 alcanzará a 3,7% del PIB, algo menor al 4,1% proyectado hace un trimestre. Para 2014 se proyecta un nuevo aumento del déficit hasta 4,2% del PIB, si bien se considera que estos niveles se financiarán con IED y tienen como supuesto la convergencia del precio del cobre a su valor de largo plazo. Así, esta estimación no difiere sustancialmente de una proyección de déficit en cuenta corriente a precios de tendencia.

8. Riesgos domésticos toman ventaja

A pesar de las positivas perspectivas para la actividad local, los riesgos para la economía chilena continúan asociados a un episodio disruptivo en Europa, con consecuencias globales que se manifestarían en caídas en el valor de activos, precios y niveles de la actividad. Sin embargo, las diversas medidas fiscales y monetarias adoptadas por las autoridades económicas en economías desarrolladas y emergentes, han reducido la probabilidad de un escenario adverso de este tipo.

En este sentido, nuestro actual escenario de riesgo contempla no sólo una menor probabilidad de un evento negativo en Europa, sino que además un shock de menor magnitud que el considerado en informes previos. De esta forma, el principal mecanismo de transmisión de dicho evento de riesgo se canalizaría en un shock de riqueza negativo sobre la economía local. Dicho shock, generaría una caída de términos de intercambio y una apreciación global del dólar (menor precio del cobre), con consecuencias negativas sobre la confianza de consumidores y empresas, y sobre la demanda interna. Asimismo, la menor utilización de la capacidad instalada, pondría presión a la baja sobre los precios domésticos. En este escenario, sigue siendo efectivo un mayor deterioro de la cuenta corriente respecto de los actuales niveles de déficit. Sin embargo, el deterioro adicional sería transitorio. Por su parte, la respuesta de política monetaria y fiscal sería expansiva, pero de una magnitud menor a lo contemplado en nuestro escenario de riesgo previo. Por otro lado, el menor ritmo de actividad agregada, la caída en el precio del cobre y la implementación de estímulos fiscales, presionarían a la baja el balance efectivo del sector público.

A diferencia de lo expuesto, los riesgos idiosincráticos, en particular el de sobrecalentamiento de la economía local, han cobrado mayor relevancia. Con la información disponible, la probabilidad de un evento de este tipo se ha incrementado. La actividad, al menos en el corto plazo, se ha vuelto a acelerar hacia un ritmo por sobre el potencial, mientras que la inflación ha permanecido baja por efectos transitorios. De esta forma, de no materializarse la desaceleración esperada para la demanda interna, cabría anticipar una aceleración de la inflación, en particular ante las escasas holguras de capacidad, lo que podría redundar en un desanclaje de expectativas de inflación. Asimismo, la balanza de pagos se haría más deficitaria ante el elevado dinamismo de las importaciones. Bajo este escenario, la respuesta de política monetaria sería adelantar el ciclo de alza de la tasa de referencia.

9. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	6,1	6,0	5,6	4,8	4,8
Inflación (% a/a, fdp)	3,0	4,4	1,5	2,8	3,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	475	517	477	483	502
Tasas de interés (% fdp)	3,3	5,3	5,0	5,0	5,8
Consumo Privado (% a/a)	10,0	8,8	6,6	6,1	5,5
Consumo Público (% a/a)	3,9	3,9	3,4	4,7	4,9
Inversión (% a/a)	14,3	17,6	9,9	8,2	6,5
Resultado Fiscal (% PIB)	-0,4	1,3	0,6	-0,2	-0,6
Cuenta Corriente (% PIB)	1,5	-1,3	-3,3	-3,7	-4,2

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (%, fdp)
T1 11	9,9	3,4	480	4,00
T2 11	6,3	3,4	469	5,25
T3 11	3,7	3,3	484	5,25
T4 11	4,5	4,4	517	5,25
T1 12	5,2	3,8	485	5,00
T2 12	5,7	2,6	506	5,00
T3 12	5,7	2,8	475	5,00
T4 12	5,6	1,5	477	5,00
T1 13	4,9	1,7	472	5,00
T2 13	4,7	2,5	469	5,00
T3 13	4,7	2,3	474	5,00
T4 13	4,8	2,8	483	5,00
T1 14	4,7	2,7	491	5,50
T2 14	4,5	2,7	496	5,75
T3 14	5,2	2,8	500	5,75
T4 14	4,7	3,0	502	5,75

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Chile:

Economista Jefe Chile
Alejandro Puente
apuenta@bbva.com

Felipe Jaque
fjaques@bbva.com

Fernando Soto
fernandoantonio.soto@bbva.com

Maximiliano Alvarez
maximiliano.alvarez@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Emergentes:
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuenta@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Análisis Macro México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Economías Desarrolladas:
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:
Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com
Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com
Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global
Javier Serna
javier.serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Latam
Pedro de Valdivia 100
Providencia
97120 Santiago de Chile
Teléfono: +56 26791000
E-mail: bbvaresearch@bbva.com