

# Situación Chile

Segundo Trimestre 2011  
Análisis Económico

- **La economía global continúa creciendo con fuerza**, impulsada por las economías emergentes.
- **Chile crecerá 6,2% en 2011**, impulsado por un favorable entorno externo y por la demanda interna, la que tenderá a moderarse a lo largo del año.
- **La inflación superará 4% en 2011** debido al cierre de las holguras de capacidad y al aumento del precio de las materias primas.
- **El estímulo monetario está siendo retirado más rápido que lo anticipado**, reflejando la preocupación del Banco Central por el aumento de la inflación. También hay aprensión por la apreciación del peso, pero consideramos poco probable que se implementen controles a los flujos de capital.
- **En 2012 y los años siguientes la economía crecerá en torno a su ritmo de tendencia**, cercano a 5%, y la inflación se mantendrá dentro del rango aceptable para el Banco Central.
- **El principal riesgo es un aumento en el precio del petróleo**, que produzca una aceleración de la inflación y una desaceleración del crecimiento.

## Índice

1. Recuperación, shocks globales y vulnerabilidades .....	3
2. Chile: Demanda mantiene dinamismo .....	5
3. Nada es para siempre.....	9
4. Precios de los commodities son la principal fuente de riesgo.....	9
5. Tablas.....	10

Fecha de cierre: 12 de mayo de 2011

## 1. Recuperación, shocks globales y vulnerabilidades

### **La economía global continuará creciendo con fuerza, aunque los riesgos están sesgados a la baja**

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto, y se mantiene la previsión de crecimiento de un 4,4% tanto en 2011 como en 2012, con el apoyo principalmente de las economías emergentes (Gráfico 1). No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente el petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición del Situación Global continúan más o menos sin variación. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. La confusión política acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, incluso aunque pensamos que al final se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

### **Los altos precios del petróleo y de otras materias primas representan un riesgo global aunque deberían absorberse fácilmente sin afectar demasiado al crecimiento mundial**

El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, provocado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y África del Norte (MENA). Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión, no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores de petróleo importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo se reducirá lenta pero gradualmente, dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de sus medias de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110-120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

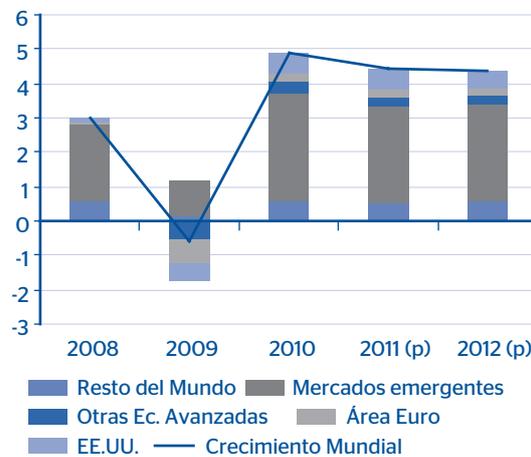
En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EEUU, Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, un shock de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de crecimiento relativamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de la previsión de crecimiento relativamente inalterada en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe Situación Global de febrero. La principal excepción es México y Sudamérica, donde los fuertes datos en los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio implican una revisión moderada al alza de nuestras previsiones de crecimiento para 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo en mayor grado en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache temporal del crecimiento en el primer trimestre.

### **Los altos precios del petróleo impulsarán la inflación general, adelantando los aumentos previstos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales en la mayoría de áreas**

El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. La mayor inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten, y en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva (Gráfico 2). No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y la zona euro, los bancos centrales están cambiando –en grados diferentes– su

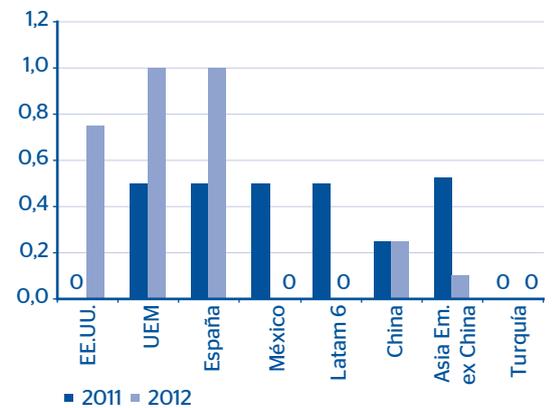
enfoque, desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas. El momento en que se producirá el primer aumento depende de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de la segunda ronda. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un aumento temporal del precio del petróleo. Por otra parte, la Fed, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más adelantadas y rápidas, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB global y Contribuciones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
Cambios en las tasas de interés oficiales previstos a final de año respecto a febrero de 2011



Fuente: BBVA Research

### Las tensiones financieras en los países europeos periféricos seguirán siendo elevadas dada la falta de medidas contundentes para afrontar las preocupaciones sobre la solvencia fiscal

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/ESM son positivos para afrontar las preocupaciones sobre la liquidez. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando la financiación de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con altas credenciales de solvencia. Por tanto, un enfoque exhaustivo hacia la resolución de la deuda en caso de insolvencia es necesario de forma urgente, pero debe considerar que la aplicación de una dura reestructuración de deuda que incluya recortes para los inversores privados conlleva un riesgo de contagio muy alto para el resto de Europa, de modo que deberá diseñarse con cuidado.

Por su parte, España ha sido capaz de diferenciarse frente a estos tres países periféricos, dados los avances en la consolidación fiscal y las reformas económica, incluyendo, en particular, aquellas dirigidas al sector financiero y al mercado laboral. No obstante, el mantenimiento de ese desacoplamiento y una reducción significativa en los diferenciales soberanos dependerán fundamentalmente de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero -con una entrada inmediata del capital privado-, del cumplimiento continuado de los objetivos de consolidación fiscal -incluyendo a los gobiernos regionales- y de continuar avanzando en las reformas, especialmente en el mercado laboral.

### **En EE.UU., es probable que se logre la consolidación fiscal, aunque después de un periodo prolongado de intensa negociación política**

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios para reducir el déficit. Al final, la consolidación fiscal deberá ser consecuencia de una reducción de gastos sociales o unos mayores ingresos fiscales. En nuestra opinión, ambas partes alcanzarán un acuerdo que generará un menor déficit y un cambio sostenible para la deuda, aunque las acaloradas negociaciones políticas hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

### **El riesgo de recalentamiento persiste en las economías emergentes, aunque en el futuro, puede agravarse en Sudamérica, dado el impulso adicional derivado de un incremento de precio de las materias primas**

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los importantes casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de recalentamiento son manejables, pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica, en la medida que un aumento en el precio de las materias primas representa un impulso adicional para Sudamérica pero induciría cierta ralentización en Asia emergente. Además, la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada abre un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de Asia, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Además, los superávits por cuenta corriente en gran parte de Asia son una protección mucho mayor para los países en la región, en comparación con Sudamérica.

## **2. Chile: Demanda mantiene dinamismo**

### **La economía creció cerca de 10% a/a en el primer trimestre del año impulsada por el dinamismo de la demanda interna y la baja base de comparación por el terremoto del año pasado**

Aunque el fuerte aumento de la actividad económica de marzo estaba incorporado en las expectativas, el crecimiento en el margen de los tres primeros meses del año fue una sorpresa, ya que los datos del último trimestre de 2010 daban indicios de alguna desaceleración de la actividad económica, en particular de la demanda doméstica. No obstante, no sólo no se confirmó esta moderación, sino que los diversos indicadores de ventas e importaciones indican que la demanda doméstica sigue creciendo más rápido que el PIB.

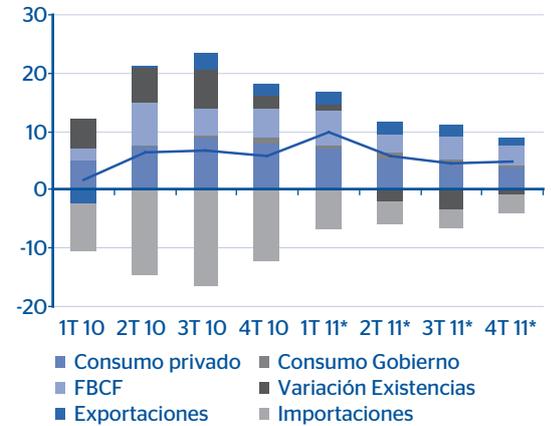
Preliminarmente, el crecimiento del PIB en el primer trimestre habría alcanzado 9,8%, lo que en buena medida explica que se aumente la proyección de crecimiento para el año de 6% a 6,2% (Gráfico 3).

Gráfico 3  
Crecimiento del PIB (var. % a/a)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 4  
Contribución al crecimiento por componentes de la demanda agregada (Var. % a/a)



\* Proyección  
Fuente: BCCh y BBVA Research

Los factores que explican la fortaleza de la demanda en la primera parte del año son varios. En primer lugar, las políticas fiscal y monetaria siguen siendo expansivas. En el caso de la política fiscal, aunque el reciente anuncio de recorte de gasto de entre US\$ 750 y 800 millones de dólares (1,4% del presupuesto del año 2011 y 0,4% del PIB) determina un crecimiento real del gasto de 4,5%, por debajo del crecimiento esperado para el PIB, se parte de un nivel que incorpora los estímulos fiscales de 2009 y 2010. De todas formas, la medida del recorte va en la dirección correcta, y no se descarta que el gobierno subejecute el presupuesto del año. En segundo lugar, los indicadores de confianza de empresarios y consumidores se han mantenido en terreno optimista. En particular, en el caso de los empresarios este optimismo ha estado soportado por un entorno interno y externo positivo, mientras que en el caso de los consumidores, el favorable desempeño del empleo ha sido el factor determinante.

Esperamos que varios de los factores indicados comiencen a moderarse en los próximos trimestres. Por un lado, la materialización del recorte presupuestario en alguna medida reducirá el aporte público al crecimiento de la demanda agregada interna. Por otra parte, como detallamos más adelante, la política monetaria se irá normalizando. A este ajuste en las políticas económicas se sumará alguna moderación de la confianza, que ya comienza a observarse en el caso de los consumidores debido al aumento de la inflación observada y esperada. Lo anterior debe traducirse en una disminución de la velocidad de crecimiento del consumo privado, que pasará de un aumento de 10,4% en 2010 a 7,1% en 2011, algo superior a la estimación previa de 6,4%, (Gráfico 4). En cuanto a la inversión, se proyecta un crecimiento de 14,4% en su componente fijo (antes 15,2%), y un menor ritmo de acumulación de inventarios. Por otro lado, se mantendrá la incidencia negativa de la demanda externa neta en el crecimiento, aunque con un mayor crecimiento de las exportaciones al previsto en el anterior informe.

En términos sectoriales, en los últimos trimestres el crecimiento ha venido siendo impulsado principalmente por el comercio, el transporte y las telecomunicaciones. En cambio, la contribución de la manufactura y la construcción ha sido muy baja. Para 2011 esperamos alguna moderación en la contribución del Comercio y el Transporte debido a la desaceleración de la demanda interna. Donde sí veremos un cambio relevante es en la industria manufacturera y la construcción. En la manufactura, sectores que se vieron rezagados debido al efecto del terremoto como la industria de la celulosa, los refinados y la metalurgia han vuelto a niveles de capacidad prevalecientes antes de la catástrofe. Por otro lado, el sector de alimentos, específicamente del salmón, ha comenzado a recuperarse. En el caso de la construcción, la dinámica de inventarios y precios, así como las políticas públicas en materia de vivienda, determinarán un mayor crecimiento.

### El empleo se ha recuperado más rápidamente que en crisis previas

Luego de la crisis asiática la creación de empleo fue extremadamente lenta, y transcurrieron más de 5 años antes de volver a observarse niveles de empleo considerados de plena ocupación. En cambio, en 2010 la tasa de desempleo cayó de 9% en marzo a 7,1% en diciembre, acercándose rápidamente al pleno empleo<sup>1</sup>.

Durante los primeros tres meses del año, la tasa de desempleo se ha estabilizado en 7,3%, lo que responde a un comportamiento habitual en esta época del año. Sin embargo, las menores holguras van a repercutir en una reducción en el ritmo de creación de puestos de trabajo, con lo que esperamos que en el año la tasa de desempleo promedie 7,5%, 0,6 pp. por debajo del promedio de 2010. Lo que también se mantendrá durante 2011 es la tendencia al aumento del empleo asalariado y a menor velocidad e incluso disminuyendo el empleo por cuenta propia.

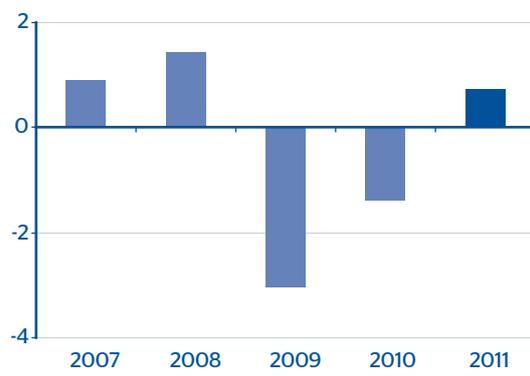
### Repunta la inflación impulsada por alzas en los precios de las materias primas, combustibles, y el cierre de las holguras de capacidad

Este aumento de precios fue acompañado por un salto en las expectativas de inflación –de 3,2% en diciembre 2010 a 4% en marzo 2011, en el horizonte de un año–, luego de la decisión del Banco Central de acumular reservas internacionales por US\$ 12 mil millones y hacer una pausa en los aumentos a la tasa de política en la reunión de enero, decisiones que fueron interpretadas por el mercado como una mayor tolerancia a la inflación en función de un objetivo cambiario. Por otro lado, la inflación subyacente aún permanece por debajo de la meta del Banco Central, al tiempo que el anuncio de recorte del gasto fiscal y la aceleración de los aumentos a la tasa de política entre marzo y mayo han redundado en una baja en las expectativas de inflación, que se ubican en torno al techo de la banda (4%).

A pesar de esta moderación en las expectativas, estimamos que la inflación cerrará el año en 4,3% (antes 3,9%). Más aún, estimamos que el balance de riesgos es positivo, es decir, existe una alta probabilidad de que la inflación se ubique por sobre la estimación puntual.

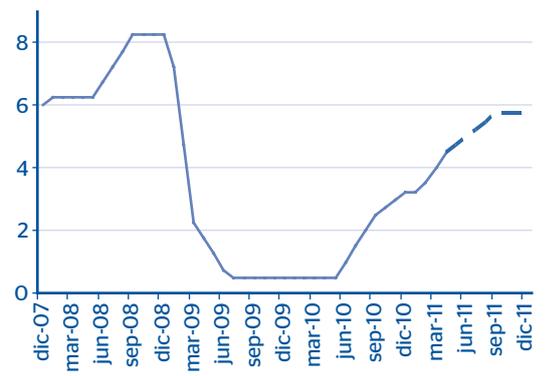
Lo que conduce al sesgo positivo en la proyección es tanto un entorno internacional donde han aumentado los riesgos y las expectativas de mayor inflación, como la posibilidad de que la moderación en el crecimiento de la demanda doméstica sea menor a lo previsto. Adicionalmente, la evolución de otros indicadores de inflación, en particular del Índice de Precios de Producción (11,7% a/a hasta abril) y del Índice de remuneraciones (6,3% a/a en marzo) ilustran las crecientes tensiones de precios.

Gráfico 5  
Brecha del producto (% del PIB potencial)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 6  
Tasa de política (%)



Fuente: BCCh y BBVA Research

El propio Banco Central, en su Informe de Política Monetaria de marzo, reconoció las mayores presiones inflacionarias cambiando su proyección de inflación desde 3,3% a 4,3% para el cierre del año, igualmente con un sesgo positivo en su balance de riesgos. De manera coherente con este cambio de proyección, el Banco Central decidió acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria, con aumentos de la tasa de política de 50 pb en marzo, abril y mayo, llevando la tasa a 5,0% (gráfico 6).

<sup>1</sup>: La comparación se hace con marzo de 2011, ya que es el primer mes en que se dispone de cifras oficiales con la Nueva Encuesta Nacional de Empleo.

Por otro lado, aunque el Banco Central está obligado a conducir la política monetaria para alcanzar el objetivo de inflación en el horizonte de política, el retorno de las presiones apreciativas sigue definiendo el principal dilema de política económica de la actualidad: cómo conducir la política antiinflacionaria y a la vez impedir la apreciación de la moneda que esta política implica.

Lo anterior ha reabierto el debate sobre el uso de otras herramientas para intervenir el mercado cambiario, particularmente controles a los flujos de capital. No obstante, existe oposición en el gobierno y en el propio Banco Central a este tipo de política, básicamente porque tanto la experiencia internacional como la doméstica con este tipo de medidas no parece haber sido muy exitosa. Más importante aún, como se comenta más adelante, en Chile en 2010 los flujos netos de capital fueron negativos, por lo que no parece tener mucho sentido intentar controlarlos.

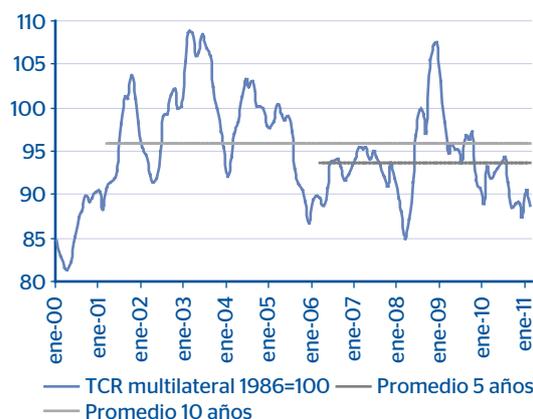
Estimamos poco probable que se introduzcan controles de capital, lo que sólo ocurriría si comienzan a observarse inlujos netos de capital y el tipo de cambio cae por debajo de los \$450 por dólar.

La pregunta que cabe por tanto es ¿qué explica la apreciación del peso? Entendemos que lo más importante es la caída del dólar a escala global, y en este sentido, estimamos que el peso estaría apreciado en términos multilaterales respecto a su nivel de equilibrio un 7% (Gráfico 7), cifra modesta si se toma en cuenta que los términos de intercambio superan en más de 50% el promedio histórico. En segundo lugar, la mantención de un precio alto del cobre favorece aumentos de inversión externa directa y expectativas de aumentos de gasto público en el futuro (Gráfico 8). El primero de estos efectos es inevitable, y sobre el segundo sería deseable una señal del gobierno en el sentido que el gasto fiscal se mantendrá acotado y habrá una convergencia más rápida el equilibrio estructural.

Con relación a medidas macro-prudenciales, la recuperación del crecimiento del crédito ha sido moderada y a marzo el crédito total nominal alcanza a 12,2%, y no hay evidencia de una “burbuja” de crédito. Igualmente, los niveles de capitalización de la banca son por lo menos adecuados –el patrimonio efectivo como porcentaje de los activos ponderados por riesgo alcanza se ubicó en 14,1% a diciembre de 2010

En línea con el comportamiento de la actividad económica, el empleo, los indicadores de confianza y las encuestas sobre condiciones del crédito, los préstamos han continuado el proceso de normalización gradual iniciado en el último trimestre de 2009, promediando al primer trimestre un crecimiento de 11% a/a. Para el año 2011, proyectamos un crecimiento del crédito total nominal promedio de 13,1%. Por componentes se proyecta crecimientos nominales promedio de 11,7% a/a en crédito a empresas, 16,4% a/a en consumo y 14,9% a/a en hipotecario.

Gráfico 7  
Tipo de cambio real multilateral (\$/US\$)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 8  
Precio del cobre (centavo US\$/libra)



Fuente: Cochilco y BBVA Research

En cuanto al comportamiento de la balanza de pagos, si bien el crecimiento de la demanda y los mayores precios de las materias primas, especialmente los combustibles, se traducirán en un fuerte aumento de las importaciones, este será totalmente compensado por un aumento similar de las exportaciones debido a un precio promedio del cobre cerca de 14% mayor al observado en 2010. De esta manera la balanza de mercancías registrará un superávit cercano a US\$ 17 mil millones (7% del PIB). Al igual que en 2010, el superávit comercial será prácticamente igual al déficit en

rentas (principalmente por remesas de utilidades de la minería) más las transferencias, con lo que proyectamos un moderado superávit en cuenta corriente (0,2% del PIB). En 2010 la contrapartida del superávit en cuenta corriente fue una combinación de salidas netas de capital y acumulación de reservas internacionales, que más que contrarrestaron la inversión directa neta fuertemente positiva (reinversión de utilidades de la minería). Para 2011, esperamos que se repita un elevado monto de inversión directa neta que será compensado principalmente por acumulación de reservas internacionales, dado el programa de compra de reservas por US\$ 12 mil millones.

### 3. Nada es para siempre

#### **Las bajas tasas de interés a nivel global y los elevados precios de las materias primas tarde o temprano se van a ajustar**

En el caso de las condiciones monetarias internacionales, a comienzos de 2012 la Fed comenzará la normalización de la tasa de fondeo, que gradualmente irá convergiendo a la tasa neutral. Esto, además del encarecimiento del costo de financiamiento, tendrá dos implicaciones mayores: el dólar tenderá a apreciarse con respecto a otras monedas, y se revertirá el efecto de un dólar débil en el precio de las materias primas. En el caso del precio del cobre, este es uno de los factores que explicarán un nivel para 2012 similar al promedio de 2010 y 14% menor al de 2011. La prevalencia de una brecha positiva a inicios de 2012, y la mantención de las presiones inflacionarias, determinarán que la política monetaria se vuelva más restrictiva y se reduzca el estímulo fiscal.

En este entorno menos expansivo, tanto el consumo como la inversión seguirán moderándose, y la demanda agregada interna comenzará a converger a la tasa de crecimiento del PIB, el que a su vez convergirá a su tasa de crecimiento potencial. Así, para 2012 se estima que el PIB crezca 5,1% y la demanda doméstica lo haga en 5,4%.

La corrección del precio de las materias primas apoyará la moderación de la inflación, que se ubicará el cierre de 2012 en 3,3%, a pesar de que la brecha entre el nivel del PIB observado y PIB potencial seguirá creciendo, aunque a un menor ritmo. La combinación de un menor precio del cobre y la reducción del crecimiento y la inflación, serán los principales determinantes de la moderación del superávit fiscal, si bien este seguirá siendo positivo ubicándose en 0,2% del PIB. La cuenta corriente, en cambio, tanto por la caída del precio del cobre como por el aumento de las importaciones, pasará a ser deficitaria (1,4% del PIB) pero a un nivel más que financiable por la inversión directa.

De manera que, aunque nada es para siempre, el cambio en el escenario global y local esencialmente determinará que Chile vuelva a crecer en torno a su potencial a partir de 2012.

### 4. Precios de los commodities son la principal fuente de riesgo

#### **Un alza en el precio del petróleo por aumento de las primas de riesgo en el Medio Oriente podría traducirse en menor crecimiento con más inflación**

En este sentido, se ha evaluado el impacto que supondría un aumento del precio del petróleo, respecto al nivel de precios del escenario base, de aproximadamente 20% en 2011 y 50% en 2012. Adicionalmente, en la medida que un aumento de esta magnitud tendría un efecto adverso en el crecimiento económico a escala global, se supone una caída en el precio de otras materias primas. En el caso del cobre, su precio sería en promedio 8% menor en 2011, y 18% más bajo en 2012.

En 2011, el PIB crecería 5,2%, un punto porcentual por debajo del crecimiento estimado en el escenario base, mientras que en 2012 la expansión se ubicaría en 3,7%.

El deterioro de los términos de intercambio, a su vez, implicaría la depreciación del tipo de cambio, que en promedio sería aproximadamente 7% mayor al escenario base en 2011, y 18% en 2012. Estos factores, junto con un traspaso relativamente rápido de los aumentos de precios de los combustibles, llevaría la inflación promedio a ubicarse en 4,7% en 2011 y 6% en 2012.

Aunque se observaría un deterioro en el superávit fiscal, de 1% a 0,8% en 2011, este sería bastante acotado y prácticamente no habría diferencia en el año 2012. En cambio, la cuenta corriente experimentaría un importante deterioro respecto al escenario base, alcanzando un déficit de 1,6% del PIB en 2011, y de 4,3% en 2012.

La buena noticia es que este escenario no tiene una elevada probabilidad y, por el contrario, la evolución reciente de los precios de las materias primas sugiere que puede ser relevante evaluar la implicación para los balances fiscal y externo de que los precios de las materias primas se ubiquen en sus niveles de tendencia. Haciendo un análisis de sensibilidad estático, esto es, manteniendo sin cambio las principales variables del escenario base, pero suponiendo precios de tendencia para las materias primas –básicamente un precio del petróleo en aproximadamente US\$ 60 por barril y un precio del cobre de US\$ 2,6 la libra-, se obtiene que el balance fiscal alcanzaría a -0,4% del PIB en 2011 y a -0,7% en 2012. En el caso de la cuenta corriente, el resultado sería -1,3% del PIB y -2,3% en esos años, respectivamente.

Como puede observarse, estas cifras son bastante modestas y no presentan problemas serios para su financiamiento. La existencia de una regla de superávit fiscal estructural, implica que el impacto de esta corrección en el balance fiscal sea moderado. En cambio, el efecto en las cuentas externas es claramente mayor.

## 5. Tablas

Tabla 1  
Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012
PBI (% a/a)	-1,7	5,2	6,2	5,1
Inflación (% a/a, promedio)	1,5	1,4	3,5	3,5
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	560	510	472	490
Tasas de interés (% , promedio)	1,8	1,5	5,4	6,0
Consumo Privado (% a/a)	0,9	10,4	7,1	5,3
Consumo Público (% a/a)	7,5	3,3	4,1	3,9
Inversión (% a/a)	-15,9	18,8	14,4	9,2
Resultado Fiscal (% PIB)	-4,6	-0,4	1,0	0,2
Cuenta Corriente (% PIB)	2,5	1,9	0,2	-1,4

Fuente: BBVA Research

Tabla 2  
Previsiones macroeconómicas Trimestrales

	PBI (% a/a)	Inflación (% a/a, promedio)	Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	Tasa de Interés (% , promedio)
T1 09	-2,5	3,1	607	0,5
T2 09	-4,8	-0,6	567	0,5
T3 09	-1,4	-1,9	545	0,5
T4 09	2,1	-0,3	518	0,5
T1 10	1,7	1,2	519	0,5
T2 10	6,4	2,2	530	0,7
T3 10	6,8	2,5	512	2,0
T4 10	5,8	2,9	480	3,0
T1 11	9,5	3,4	480	3,6
T2 11	5,3	3,5	467	4,9
T3 11	4,7	4,2	472	5,7
T4 11	5,3	4,0	478	5,8

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](http://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**  
apuente@grupobbva.cl

**Karla Flores**  
kfloresm@grupobbva.cl

**Soledad Hormazábal**  
shormazabal@grupobbva.cl

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

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

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@grupobbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

*España y Europa:*  
**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*  
Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Emergentes:*  
**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk  
Análisis Transversal Economías Emergentes

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

China  
**Daxue Wang**  
daxue.wang@bbva.com.hk

India  
**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.com

*Escenarios Económicos y Financieros :*

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
scastillo@grupobbva.com

Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.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

Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbvafrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

## Interesados dirigirse a

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