

Situación Chile

Tercer trimestre 2010

Análisis Económico

- El deterioro de la situación europea ha ocasionado un contagio moderado y transitorio en Chile.
- En vista del mayor dinamismo que muestra la economía en los últimos meses revisamos nuestra previsión de crecimiento a 4,8% en 2010, a 5,6% y 4,8% para 2011 y 2012, respectivamente.
- Existe un riesgo derivado de que la fuerte expansión de la demanda podría originar presiones inflacionarias para el segundo semestre del año y 2011. Esto nos lleva a reiterar nuestro escenario de normalización de política monetaria algo más rápido a lo que anticipa el Banco Central.
- Mejores perspectivas de actividad económica y precios del cobre fortalecen las cuentas fiscales, mientras el deterioro en las cuentas externas es moderado.
- Un empeoramiento de la situación europea conduciría a un escenario de riesgo con efectos adversos aunque mucho menores a los que supuso la crisis sub prime. Los riesgos domésticos estarían relacionados con el peligro de recalentamiento de la economía y la apreciación de la moneda.



Índice

1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global.....	3
2. Recuperación contra viento y marea	5
3. Crecimiento poco balanceado	6
4. Riesgos principales: enfriamiento externo y recalentamiento doméstico.....	8
5. Tablas	9

Fecha de cierre: 29 de julio de 2010

1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global

Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que suele suponerse. Las repercusiones positivas sobre la credibilidad casi compensarán los efectos negativos de la reducción de la demanda pública. Por el contrario, los riesgos a medio plazo derivados de situaciones fiscales insostenibles en otras regiones desarrolladas posiblemente se estén subestimando

Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis fiscal ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, y un requisito sine qua non para restablecerla es la prudencia fiscal. Los planes de consolidación de Europa se están implementando con arreglo a un calendario presentado a la CE a principios de 2010. La consolidación fiscal europea tiene que centrarse en el aspecto estructural, pero un factor positivo es que el ajuste es rápido y está orientado a reducir el gasto, lo que mejorará la confianza y prácticamente contrarrestará los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de la reducción de la demanda pública. Así pues, mientras se persista en la consolidación fiscal, las repercusiones sobre la actividad económica europea serán limitadas y transitorias. Por otra parte, otras economías avanzadas en las que los estímulos fiscales han sido sustanciales y cuyos niveles de endeudamiento crecieron a igual ritmo que el europeo, se muestran relativamente lentas en hacer frente a la obligación de reducir sus déficits y, al menos, estabilizar los niveles de su deuda. Existe un riesgo a medio plazo que se está subestimando, ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre los tipos de interés son altamente no lineales, existiendo el riesgo de un súbito incremento de los tipos a largo plazo y de un desplazamiento de la demanda privada, exactamente el efecto opuesto que pretenden los paquetes de estímulos fiscales.

El principal riesgo para las perspectivas globales todavía procede de los mercados financieros. Las pruebas de solvencia han tenido repercusiones positivas, aunque asimétricas, en Europa. Si bien se han reducido los riesgos, las posibilidades de un retroceso siguen siendo significativas

Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras en Europa durante el segundo trimestre está empezando a mermar (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia de Europa (stress test) ha tenido el efecto positivo de bajar las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. En particular, pueden obrar como un potente impulso para disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, ya que la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y sus resultados, muy informativos, parecen creíbles. Indudablemente, los riesgos para Europa y para la economía mundial procedentes de los mercados financieros siguen siendo el principal motivo de preocupación.

Creciente divergencia en las estrategias de políticas monetaria. El incremento de la incertidumbre llevará a la Fed y al BCE a retrasar el retiro de los estímulos monetarios. Por contraposición, en gran parte de Asia y en América Latina ya ha comenzado el alza de tipos

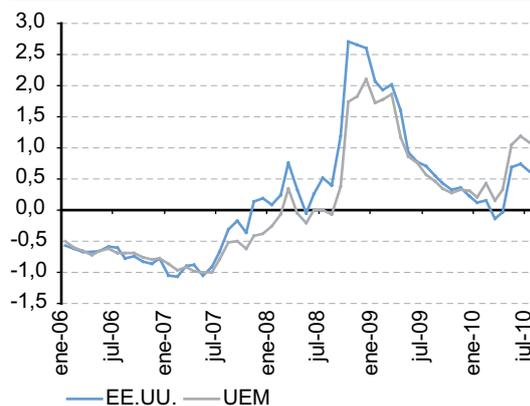
Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. obligarán a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tipos de interés, así como a mantener tipos de referencia muy bajos durante un período prolongado. Las presiones inflacionarias en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias flexibles. No obstante, una recuperación más rápida en EE.UU. llevará a una salida de la política monetaria antes que en Europa, y ambos factores pesarán sobre el euro. Aunque los dos bancos centrales demorarán los ajustes monetarios, la manera de comunicar y de evaluar los riesgos sigue diferenciando a ambas instituciones, lo que limita la relativa capacidad de reacción del BCE, en especial a los riesgos deflacionarios. Por otra parte, en las economías emergentes ya han comenzado las alzas de tipos de referencia, tras la pausa (en especial en Asia) que provocó la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en Asia —donde habían comenzado a dispararse— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica más avanzado el año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantendrá los tipos de interés hasta el segundo trimestre de 2011. La inflación aumentará a lo largo del segundo semestre de 2010, pero se situará en el 4T10 en el 5%, en el centro de la banda prevista por Banxico, y con unas perspectivas de largo plazo bien ancladas en el entorno del 3,5%. Ese anclaje, por encima del 3%, la paulatina reducción de la brecha de producto negativa y las rigideces existentes en la formación de precios de algunos mercados permiten descartar bajadas adicionales de tasas en el escenario previsto.

La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. Esta situación será conveniente para China y el resto de los países emergentes de Asia, ya que se producirá una convergencia del crecimiento hacia tasas más sostenibles. No obstante, la demanda privada estadounidense seguirá siendo frágil sin apoyo oficial, en tanto que en Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera

Los ecos de la crisis financiera europea en otras regiones geográficas han sido relativamente limitados. No obstante, en los próximos tiempos la economía global se desacelerará (véase el Gráfico 2). La gravedad de las tensiones financieras europeas afectará a la confianza y reducirá el crecimiento en el segundo semestre de 2010 y a principios de 2011. Además, la demanda externa no será tan sólida como lo fue el primer semestre, aunque aportará cierto apoyo a la actividad económica. En EE.UU. es probable que la recuperación pierda impulso como resultado de la situación en los mercados de trabajo y de la vivienda. Esto muestra los límites de la demanda privada como motor autónomo del crecimiento. En China, la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y algunos indicadores de moderación de la actividad demuestran que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. La economía también se desacelerará en América Latina durante 2011, aunque manteniendo altos índices de crecimiento. Por consiguiente, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Gráfico 1

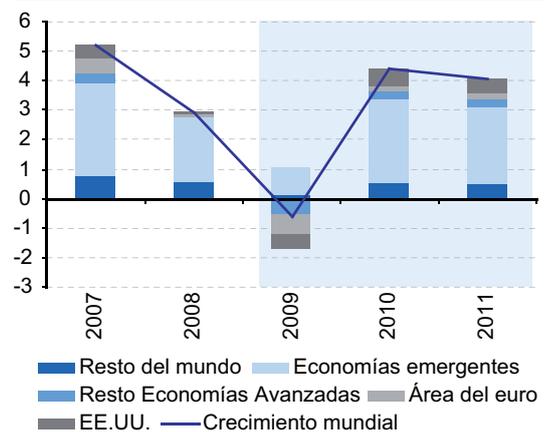
Índice de Tensiones Financieras*



* Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Aportaciones al crecimiento del PIB mundial



Fuente: BBVA Research basándose en cuantías nacionales

Aunque se han tomado algunas medidas en la dirección correcta, de cara al futuro sigue pendiente el necesario reequilibrio global de la demanda y la reducción de los desequilibrios globales

Continúa el reequilibrio de la economía china hacia un aumento de la demanda interna (especialmente el consumo), y la reciente prórroga de las medidas de flexibilidad monetaria podría ser de ayuda. No obstante son necesarias más reformas para ajustar mejor el peso del consumo a los parámetros internacionales. También otras economías avanzadas con superávit deben implementar reformas para aumentar la demanda interna, notablemente en el sector servicios. Por otra parte, EE.UU. y otros países con importantes necesidades de financiación externa deberán pasar desde un modelo basado en el consumo a otro fundamentado en las inversiones, en especial en los sectores transables. La reciente crisis financiera ha mostrado los límites de la financiación exterior del crecimiento. Las economías con altas necesidades de financiación externa son muy vulnerables al recrudescimiento de las tensiones financieras internacionales, y las recientes y súbitas fluctuaciones de los tipos de cambio pueden minar la estabilidad financiera mundial.

2. Recuperación contra viento y marea

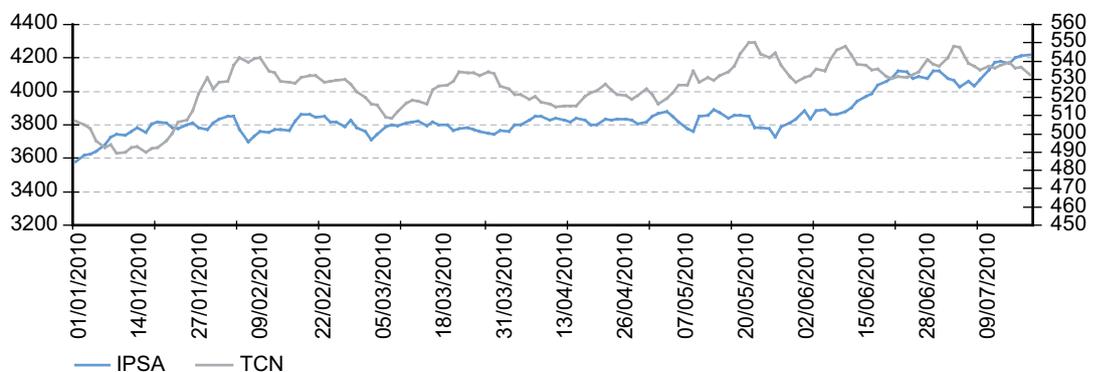
El terremoto determinó una pausa transitoria al crecimiento de la actividad económica, mientras el contagio de la situación europea ha sido muy moderado

La intensidad del terremoto supuso algunas dudas iniciales con relación a la capacidad que tendría la economía chilena para absorber dos shocks adversos consecutivos, especialmente dada la incertidumbre con relación a la recuperación global que trajo el deterioro de la situación europea. La fuerte caída de la actividad económica de marzo, el primer mes posterior al terremoto, pareció corroborar estos temores. Sin embargo, la recuperación entre abril y junio ha sido notable, mucho más rápida e intensa de lo que se anticipaba y se puede afirmar que la economía retomó el dinamismo que traía antes del 27F.

En el ámbito financiero, el foco de la atención ha estado en el impacto de la situación europea. En ese sentido, el test al que están sometidas las economías a nivel global y la chilena en particular, al menos hasta la fecha, tiene precisamente más que ver con las variables financieras que con las reales, concretamente con el contagio a los índices bursátiles, los tipos de cambio, y los indicadores de riesgo soberano. En el primero de los casos, el desempeño de la bolsa en Chile no sólo ha estado exento de contagio sino que en el último mes el índice de la bolsa de Santiago ha mantenido una tendencia creciente, alcanzando máximos históricos, y se proyecta que al menos se mantenga en estos niveles hacia fines de 2010. El tipo de cambio, por otro lado, luego de un ajuste inicial de aproximadamente 5 puntos porcentuales, ha deshecho esa depreciación y se proyecta que se establezca aproximadamente un 2% más depreciado del nivel que tenía antes de la intensificación de la crisis de Grecia, vale decir, una situación marcadamente distinta a la que sobrevino luego de la quiebra de Lehman Brothers (Véase el Gráfico 3). Con relación al riesgo soberano, aunque medido en términos del comportamiento de los CDS éste ha aumentado en torno a 20 puntos desde mayo, éste aumento dista sustancialmente del observado en los peores momentos de la crisis sub prime, y en todo caso Chile mantiene uno de los costos más bajos de aseguramiento de su deuda soberana entre los países emergentes e inferior al de varias economías desarrolladas.

Gráfico 3

Índice de la bolsa (IPSA) y tipo de cambio



Fuente: Datastream

3. Crecimiento poco balanceado

La economía ha vuelto a crecer, pero se observa un fuerte desbalance entre la oferta y la demanda interna que conduce a anticipar presiones inflacionarias y una política monetaria gradualmente menos expansiva

El dinamismo que muestra la economía en los últimos meses, con crecimientos anualizados del Índice Mensual de Actividad Económica de 4,6% y 7,1% en abril y mayo, respectivamente, y estimaciones de crecimiento cercanas al 6% para el segundo semestre, determinan una proyección de crecimiento de 4,8% para 2010¹. Esto representa un aumento de medio punto porcentual respecto de nuestra previsión anterior, que suponía un mayor impacto negativo del terremoto.

Ahora bien, un rasgo a destacar que ha mostrado la recuperación es el desbalance entre el dinamismo que vienen mostrando la demanda y la oferta agregadas. Efectivamente, en el primer trimestre del año mientras la demanda doméstica aumentó 4,2% con respecto al trimestre anterior el PIB se contrajo 1,5%.

En este mismo sentido, se proyecta un crecimiento de 16,4% para la demanda agregada doméstica durante 2010. En particular, la inversión aumentará 19% y el consumo lo hará en 6,5%. Pero, ¿qué hay detrás de este contraste entre el crecimiento de la oferta y la demanda? Aunque son varios los factores que se conjugan, y continuarán haciéndolo en los próximos trimestres, se debe destacar que la mayoría son transitorios y que parte de este desbalance se eliminará sin que sea necesario recurrir a políticas anticíclicas. Uno de ellos es, por cierto, el efecto rezagado de la política monetaria que a la fecha, incluso luego del retiro de las medidas no convencionales e iniciado el ciclo de alzas a la tasa de política monetaria (TPM), sigue siendo fuertemente expansiva y continuará siéndolo al menos hasta el segundo semestre de 2011.

Otro factor transitorio, ha sido la recuperación de consumo de durables y gastos de inversión que se postergaron producto de la incertidumbre proveniente de la crisis financiera. Entre estos gastos se destaca la compra de automóviles, que de acuerdo a nuestra estimación alcanzará el record de 260 mil unidades en el año. Finalmente, otro ingrediente a destacar es la necesidad de reponer bienes destruidos por el terremoto. De hecho este último permanecerá por varios trimestres imprimiéndole el mayor dinamismo a la actividad económica durante el segundo semestre de 2010 y todo 2011, año para el cual, apalancado en el gasto de inversión pública y privada, mantenemos la proyección de crecimiento en 5,6%. Hacia 2012 la economía se expandiría 4,8%, convergiendo a su crecimiento potencial y moderándose los gastos de consumo, inversión e importaciones.

La demanda externa, en cambio, seguirá contribuyendo negativamente al crecimiento hasta el año 2012, básicamente debido a que las importaciones, en línea con el dinamismo del consumo y la inversión, crecerán más rápidamente que las exportaciones.

En cuanto al mercado de trabajo, es interesante notar que aunque el empleo se ha venido recuperando lentamente, lo ha hecho en meses que por razones estacionales, por no hablar de los efectos del terremoto, lo que cabría esperar es destrucción de plazas de trabajo. Así, si bien debemos esperar algún retroceso hasta agosto, en el último semestre del año y debido a la reconstrucción, se debería incrementar sustancialmente el empleo, por lo que anticipamos algún recalentamiento en este mercado.

Con relación a la inflación, la revisión del escenario implica un moderado ajuste al alza desde 3,4% a 3,6% para 2010, mientras se mantiene la proyección de 3% (el objetivo del Banco Central) para 2011 y 2012. No obstante, se anticipa una importante volatilidad para los próximos meses, principalmente asociada al efecto de cambios impositivos (impuesto de timbres y estampillas) y tarifarios (cuentas eléctricas y tarifas del transporte público). De hecho, en los últimos meses, el retorno a inflaciones positivas ha estado impulsado por componentes volátiles y precios regulados, de suerte que el aumento de la inflación medida por el IPC, siendo moderado, no ha sido acompañado por las medidas de inflación subyacente. En este orden de ideas, y considerando el fuerte crecimiento de la actividad económica, cabe preguntarse ¿qué explica los bajos registros de inflación y si no se anticiparían mayores presiones inflacionarias? Una explicación provendría del rezagado y menor crecimiento del empleo, que a través de aumentos de la productividad, habría moderado las presiones de costos; otra explicación sería la persistencia de holguras de capacidad luego de la contracción de 2009. En estos dos planos se anticipan mayores tensiones en los próximos trimestres.

¹: Es interesante notar que usualmente tiende a sobre estimarse los efectos de los desastres naturales en el nivel de actividad. Sin embargo, el efecto principal se da en el stock de riqueza, con un efecto más bien moderado en los flujos, en particular el PIB.

En el mercado de trabajo se prevé una recuperación del empleo tanto por la intensificación del programa de reconstrucción como por el efecto rezagado del crecimiento de los últimos meses. En cuanto a las holguras de capacidad, esperamos que estas desaparezcan en el transcurso de 2011. Precisamente, la anticipación de esta situación determinó que el Banco Central aumentara la TPM 50 puntos básicos en las reuniones de junio, y julio llevando la tasa a 1,5%, como anticipamos en nuestro anterior informe. Igualmente, el comportamiento y las expectativas con relación a la actividad y la inflación nos permiten ratificar nuestra proyección de cierre para la TPM en 3% y 6% para 2010 y 2011, respectivamente. Hacia el cierre de 2012, cuando estimamos las presiones inflacionarias comenzarán a ceder, proyectamos una tasa neutral en torno a 5,75%².

No se prevé un ajuste significativo en la estructura de tasas, ya que el mercado habría anticipado estos ajustes y las mismas se encuentran en niveles similares a los prevalecientes a comienzos de 2008. Sí debemos esperar alzas graduales en tipos de interés en créditos comerciales en plazos cortos, en línea con el ajuste en la tasa interbancaria overnight que normalmente se establece alrededor del valor de la TPM. Por otro lado, aunque las tasas para créditos hipotecarios se encuentran por debajo de sus promedios históricos se espera que la competencia en este segmento las mantenga relativamente bajas. En cuanto a los flujos de crédito, las buenas condiciones de financiamiento tanto local como externo llevan a proyectar que se mantendrán en terreno positivo, con una expansión en torno a 11% en el crédito total del sistema durante 2010, con un crecimiento algo más rápido en el caso del crédito al consumo que del crédito a las empresas. Los flujos de créditos hipotecarios, por otra parte, aumentarán más lentamente de acuerdo a la proyección de moderada contracción de ventas de viviendas para este año³.

En ausencia de intervención del Banco Central, los múltiples determinantes del tipo de cambio, i.e. reales, financieros, de corto y largo plazo, suponen una importante volatilidad de esta variable. Recientemente, a los factores fundamentales como el precio del cobre o el nivel del gasto público y la composición de su financiamiento, se han añadido factores relacionados con las turbulencias financieras originadas en la situación europea y su efecto en la aversión al riesgo y en los flujos financieros, o las decisiones de cartera de las AFP, determinadas por el cambio de la normativa con relación a las coberturas cambiarias y los límites a la inversión en el exterior. Para el segundo semestre del año se espera una leve apreciación del tipo de cambio desde su nivel actual. A esto contribuiría el hecho de que las AFP estarían alcanzando sus topes de inversión en el exterior –definidos por el marco regulatorio del sector-, con lo que se esperaría una disminución de la demanda de dólares de estos agentes, factor que ha estado detrás de las presiones hacia la depreciación del peso en los últimos meses. A lo anterior se agregaría el efecto apreciador de una política monetaria menos expansiva y la liquidación de dólares para el financiamiento de la reconstrucción post terremoto.

Tanto para el cierre de 2010 como 2011 se proyecta un tipo de cambio de \$530 por dólar, aunque convergiendo a estos niveles en un entorno de elevada volatilidad. Para el cierre de 2012 se proyecta un tipo de cambio de \$525 por dólar. En el mediano plazo, serían factores fundamentales –diferenciales de productividad, precio del cobre y equilibrio presupuestario, principalmente- los que determinarían el fortalecimiento del peso.

Para 2010 mejora nuestra proyección previa de saldo fiscal del Gobierno Central desde -2,7% a -1,6%, básicamente debido a la proyección de un mayor crecimiento del PIB y de la demanda agregada interna, así como un mayor precio del cobre. Para 2011 y 2012 se proyecta déficit de 0,9% y 2,1, respectivamente, por debajo de nuestra estimación anterior e igualmente favorecidos por el mejor precio del cobre que en nuestro escenario previo.

Las necesidades de financiamiento totales del Gobierno Central para 2010, que además del déficit incluyen el servicio de la deuda, son de aproximadamente 3 puntos porcentuales del PIB y estarían cubiertas por la autorización de endeudamiento de hasta USD 7.800 millones. La reciente aprobación del Plan de Financiamiento de la Reconstrucción, ha despejado las dudas con relación a la forma de financiamiento de este programa para éste y los próximos dos años. De la propuesta original del gobierno, únicamente se excluyó la reforma al royalty minero, una de las medidas menos relevantes del plan, y con la cual se esperaba recaudar USD 600 millones (0,3% del PIB) entre 2011 y 2012. Este monto puede ser cubierto con recursos ahorrados en los fondos soberanos o mayor endeudamiento⁴. Por otro lado, tal como ha señalado el Ejecutivo, el equilibrio estructural no se alcanzaría hasta el final de la actual administración en 2014.

2: De acuerdo al Informe de Política Monetaria del Banco Central, el nivel neutral se alcanzaría entre fines de 2011 y comienzos de 2012.

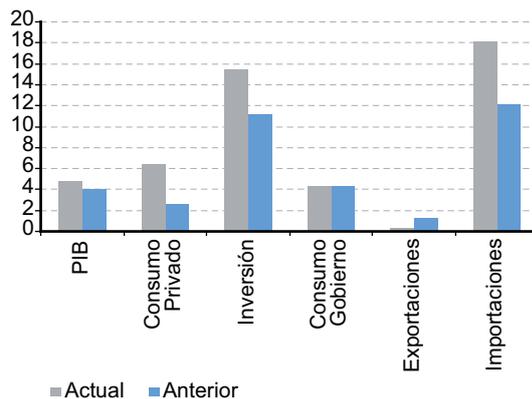
3: Ver Situación Inmobiliaria 2010, junio 2010.

4: De colocarse la deuda pública prevista para este año (doméstica por USD 6.000 millones y externa por USD 1.500 millones), la deuda pública total y externa alcanzarían a aproximadamente 10% y 2% del PIB, respectivamente, al cierre de 2010.

Con relación al balance de cuentas con el exterior, para 2010 se proyecta un superávit comercial de USD 12.331 millones, con un aumento de 20% de las exportaciones, superado por el de las importaciones (30%). Considerando los servicios, la renta y las transferencias, se proyecta un superávit en cuenta corriente de 0,2%, inferior a nuestra anterior proyección de superávit de 1,3%. Para 2011 se mantiene nuestra proyección de déficit de 3,8%, igualmente resultado de un aumento en las importaciones, pero amplificado por una caída en el precio promedio del cobre desde US\$ 3,05/libra a US\$ 2,75/libra.

Gráfico 4

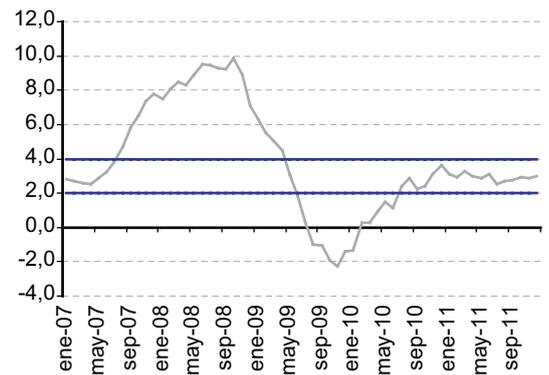
Cambios en proyección para 2010: Demanda y PIB (var. % a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5

Inflación observada y proyectada (var. % a/a)



Fuente: INE y BBVA Research

4. Riesgos principales: enfriamiento externo y recalentamiento doméstico

El contraste entre la recuperación local y ralentización del crecimiento en los países desarrollados define el principal dilema de la política económica actual, ya que el riesgo de recalentamiento doméstico impone aumentos a la tasa de política monetaria, que en el contexto de retardos al primer aumento en los principales mercados, puede determinar una excesiva apreciación del tipo de cambio

Un escenario más negativo en el resto del mundo, originado, por ejemplo, en un deterioro de la situación europea que contagie a los países que están encabezando la recuperación y que determine un retorno de las restricciones al financiamiento internacional y efectos tanto en precios como en cantidades demandadas de materias primas, implicaría una recuperación más lenta del crecimiento económico, alguna depreciación del tipo de cambio, crecimiento más lento de los precios, y deterioro del balance fiscal con relación a la proyección que se hace en el escenario base más probable.

En cualquier caso, es importante destacar que este escenario no tendría efectos de la magnitud de la recesión que siguió a la crisis sub prime. En el caso de la actividad económica el crecimiento únicamente se desaceleraría en aproximadamente medio punto porcentual en 2010, y en menos de un punto en 2011. En cuanto a la inflación sólo implicaría que la tasa se ubicaría en la parte baja del rango de tolerancia del Banco Central, y respecto del tipo de cambio un alza sustancialmente más moderada que la observada durante 2009.

El deterioro del balance fiscal no supondría problemas para su financiamiento, dadas las mencionadas holguras con que cuenta el sector público chileno. En cambio, este escenario no necesariamente implicaría un deterioro de la balanza de pagos, ya que la caída de la demanda doméstica moderaría el crecimiento de las importaciones.

Pero los riesgos no provienen sólo del exterior y de hecho el principal dilema de política económica tiene que ver con el diferente ciclo por el que atraviesan las economías desarrolladas y las emergentes. Efectivamente, el desbalance entre oferta y demanda lleva a anticipar presiones inflacionarias para el segundo semestre del año y durante 2011. Pero dado el rezago de las políticas económicas, en particular la política monetaria, las decisiones que se tomen hoy impactarán el comportamiento de la actividad económica y la inflación por varios trimestres. Así, desestimar las presiones inflacionarias

que se estarían incubando, manteniendo una política monetaria excesivamente expansiva, conduciría a un recalentamiento de la economía y a desbordes inflacionarios cuyo control puede afectar la recuperación de la actividad económica en los próximos años.

Por otro lado, un aumento muy acelerado de la tasa de política, en el contexto de pausa prolongada en los principales mercados, puede conducir a un excesivo fortalecimiento del peso que afecte negativamente las exportaciones netas y también la recuperación de la actividad económica. Este, sin duda, es el principal dilema de política económica del presente, y errar en su solución es el principal riesgo en el corto-mediano plazo.

5. Tablas

Tabla 1

Chile: Escenario Base

	2009	2010	2011
PIB (% a/a)	-1,5	4,8	5,6
Inflación (% a/a, promedio)	0,4	1,5	2,9
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	559,6	530,0	535,0
Tasa de Interés (% , promedio)	2,00	1,50	4,90
Consumo Privado (% a/a)	0,9	6,8	5,5
Consumo de gobierno (% a/a)	6,8	4,3	4,2
Inversión (% a/a)	-15,3	16,4	16,0
Balance Fiscal (% PIB)	-4,6	-1,6	-0,9
Cuenta Corriente (% PIB)	2,5	0,2	-3,8

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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Chile

Economista Jefe
Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Nathan Pincheira
npincheira@bbva.cl

Soledad Hormazábal
shormazabal@grupobbva.cl

Andrés Muñoz
amunozo@bbva.cl

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
José Luis Escrivá

Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:

Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:

Mayte Ledo
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz
juan.ruiz@grupobbva.com

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

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

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

Asset Management
Henrik Lumholdt
henrik.lumholdt@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:

Jorge Sicilia
j.sicilia@bbva.bancomer.com

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
Daniel Navia
daniel.navia@

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@grupobbva.com

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

Sudamérica
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.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