

# Situación Chile

Tercer Trimestre 2011  
Análisis Económico

- **Fuerte crecimiento mundial en perspectiva** con riesgos bajistas impulsados políticamente.
- **En Chile revisamos al alza nuestra proyección de crecimiento, de 6,2% a 6,5% en 2011, y de 5,1% a 4,7% en 2012.** El ajuste de 2011 se explicaría por el dinamismo mayor al esperado durante la primera mitad del año, ya que se mantiene la expectativa de moderación para la segunda parte de éste.
- **La inflación alcanzaría a 4,1% en 2011, levemente inferior a nuestra estimación previa de 4,3%, pero con un balance de riesgos equilibrado** en lugar de sesgado al alza y convergiendo a la meta hacia fines de 2012.
- **La tasa de política monetaria estaría cerrando su ciclo de alzas,** aunque esperamos todavía dos aumentos de 25 pb en lo que resta del año, para cerrar en torno a su nivel neutral de 5,75%.
- **El principal riesgo es un deterioro de la situación de la periferia europea,** con efectos adversos en crecimiento, aunque de menor magnitud al de la pasada crisis. En este escenario, también se observaría un empeoramiento de la balanza de pagos.

## Índice

1. A nivel global, la política se sitúa en el centro de la perspectiva económica .....	3
2. Chile: Continúa dinamismo con leves signos de desaceleración.....	5
3. Sobrecalentamiento y situación fiscal como riesgo idiosincrásico.....	9
4. Turbulencias financieras en Europa y su impacto en Chile.....	9
5. Tablas .....	10

Fecha de cierre: 3 de agosto de 2011

# 1. A nivel global, la política se sitúa en el centro de la perspectiva económica

## La economía mundial continuará creciendo con fuerza tras un bache en el primer semestre

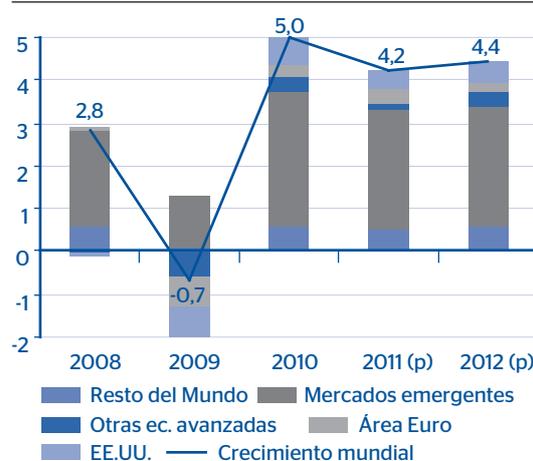
La economía mundial experimentó una ligera desaceleración en la primera mitad del año, más pronunciada en EE.UU., aunque también en algunos países emergentes. No obstante, debido a que los factores que subyacen en la desaceleración son en su mayoría temporales por naturaleza (altos precios del petróleo, interrupciones en la cadena de suministro global y malas condiciones climáticas), el crecimiento mundial continuará a un ritmo sólido, al 4,2% en 2011 y al 4,4% en 2012 (Gráfico 1).

No obstante, los riesgos sobre la previsión están ahora más sesgados a la baja. Aunque la desaceleración en la actividad en EE.UU. debería ser temporal a medida que los precios del petróleo dejen de subir y las cadenas de suministro internacionales se restauren, la recuperación permanece débil y pueden producirse recaídas, como puede esperarse después de una crisis financiera con consumidores altamente apalancados. El reciente bache en EE.UU. ha servido de recordatorio de este hecho para los mercados, y puede influir en el sentimiento de los consumidores y los productores en el futuro.

Tanto en Europa como en EE.UU. las preocupaciones fiscales conllevan grandes desafíos para los responsables políticos. Debido a que los problemas de solvencia no se han afrontado en su totalidad, la crisis de deuda soberana en los países periféricos europeos se ha intensificado (Gráfico 2), con el riesgo de que pase a ser sistémica a medida que la presión del mercado se extiende más allá de Grecia, Portugal e Irlanda hacia España, Italia y, potencialmente, Bélgica. Aunque su solvencia no se ha puesto en duda, EE.UU. también afronta el desafío de un gran ajuste fiscal a corto plazo, con el riesgo de que las negociaciones políticas se conviertan solamente en soluciones a corto plazo y no en un plan de consolidación a largo plazo. Esto aumentaría las probabilidades de un repunte repentino en las rentabilidades a largo plazo en EE.UU.

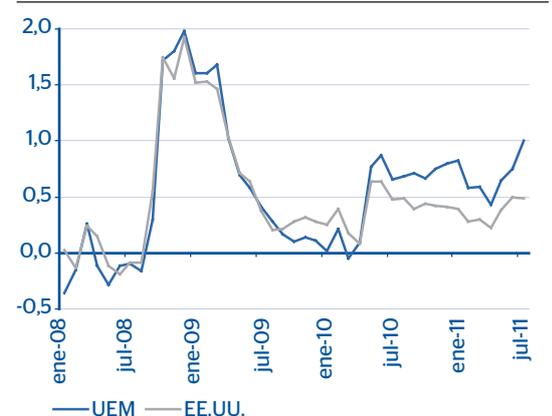
Finalmente, en las economías emergentes, las preocupaciones de recalentamiento han cedido ligeramente ya que las medidas de endurecimiento continúan ralentizando gradualmente el crecimiento en Asia y Latinoamérica, aunque las políticas fiscales permanecen todavía mayoritariamente en un nivel acomodaticio, lo que concede un exceso de responsabilidad a las autoridades monetarias en un momento en que permanecen las preocupaciones sobre la apreciación de los tipos de cambio en estas economías.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB global y Contribuciones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2  
Índice de Stress Financiero BBVA



Fuente: BBVA Research

## Ya es hora de que se afronten las preocupaciones de solvencia en Europa, lo que requiere decisiones audaces continuadas por parte de los políticos europeos

En las últimas semanas, una nueva oleada de tensión en el mercado financiero en Europa se ha extendido a España e Italia, y, por tanto, ha aumentado las posibilidades de que la crisis pase a ser sistémica en toda Europa (con repercusiones más allá de la UE). Esta situación ha sido el resultado de un retraso en la concesión del segundo paquete de ayuda a Grecia y de la insistencia para que los tenedores de bonos privados soporten parte del coste de una nueva ayuda financiera a este país, además de la falta de una solución exhaustiva a las preocupaciones de solvencia subyacentes en Grecia. Esta falta de decisión en Grecia se ha extendido a países sin problemas de solvencia como España e Italia, y, en consecuencia, al sector financiero europeo, que ha visto cómo se ha agotado su liquidez rápidamente.

En este contexto, con tanto en juego, el Eurogrupo llegó a un acuerdo el 21 de julio para afrontar las preocupaciones de liquidez y solvencia. Respecto a la liquidez, decidió mejorar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), permitiendo el préstamo de forma preventiva a los países solventes con problemas -de forma similar a la Línea de Crédito Flexible del FMI- y la compra de bonos soberanos en mercados secundarios. Respecto a la solvencia, se suavizaron las condiciones de los préstamos oficiales a Grecia (y también se amplió a otros países del programa) y se llegó a un acuerdo con el sector privado para una reducción del valor presente neto de sus tenencias de deuda griega en un 21% mediante swaps de deuda y recompras.

Se han realizado ciertamente grandes -y, en algunos casos, imprevistos- avances en la dirección correcta para solucionar la crisis financiera en Europa. Sin embargo, Europa sigue teniendo problemas, y esto se ha reflejado sólo en una reducción moderada en la prima de riesgo en los países periféricos. Aparte de los detalles técnicos de los acuerdos del 21 de julio, destacan cuatro líneas de acción principales. En primer lugar, el EFSF debe ampliarse y financiarse previamente de acuerdo con su nueva capacidad para comprar bonos en los mercados secundarios y como proveedor de liquidez (incluso de forma preventiva) para países ajenos a un programa de UE/FMI. En segundo lugar, Europa debe trabajar hacia una unión fiscal más integrada, que finalice con la introducción de los Eurobonos, junto con normas fiscales y un estricto control de los presupuestos nacionales. En tercer lugar, las reformas económicas deberán seguir aplicándose de forma creíble en los países bajo un programa y deberían establecerse agendas de reformas creíbles para el resto de la UE, especialmente para aquellos países en riesgo de quedar excluidos de financiación por parte de los mercados. En cuarto lugar, las autoridades de la UE deberían decidir finalmente cómo reducirán la deuda griega a un nivel sostenible y cómo acabarán con las preocupaciones sobre su solvencia, ya sea mediante un rescate público, alcanzando un consenso con el sector privado o acordando una suspensión de pagos ordenada.

Hasta que no se adopten estas cuatro medidas, Europa se enfrentará a elevados diferenciales soberanos (no sólo en el caso de los países periféricos europeos) y a una mayor reestructuración de la deuda en el futuro. Mientras, Europa seguirá siendo objeto de "accidentes" debido a la fatiga por las reformas o a la fatiga por los rescates, lo que generaría una reestructuración de la deuda desordenada que podría tener un impacto mundial.

Por tanto, es necesario un consenso político en el que los partidos políticos y los países alcancen compromisos. Por una parte, los países periféricos deben presentar planes totalmente creíbles para reducir sus desequilibrios y realizar las reformas estructurales necesarias para aumentar su crecimiento potencial. No obstante, lo más probable es que la credibilidad sólo se logre renunciando a cierta soberanía de política económica en favor de las instituciones de la UE. A cambio de estos compromisos, los países fuertes clave de la Eurozona deberían apoyar la expansión del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) para que actúe como un barrera de protección real para los países amenazados, ahora que se ha mejorado su funcionamiento, y promover la creación de un Eurobono, que debería incluir una reducción de la soberanía fiscal en los países que se benefician del mismo.

Este gran acuerdo entre los países clave y los países periféricos seguramente supondrá costes aunque sus beneficios serán seguramente mucho mayores y beneficiarán a todos los países de la UE: mayor estabilidad financiera y una recuperación más equilibrada y sostenible.

### La consolidación fiscal en EE.UU. también acapara la atención política

En EE.UU., la disputa política entre los dos enfoques contrarios (y altamente polarizados) respecto a la reducción del déficit ha añadido mucha confusión, aunque hasta el momento no ha aumentado la presión del mercado sobre los tipos estadounidenses. Esta situación reflejó la creencia de que se alcanzaría una solución para aumentar el techo de la deuda y evitar así el impago. Sin embargo, un acuerdo para aumentar el techo de la deuda sin un plan para una consolidación fiscal a largo plazo no afrontará las preocupaciones de sostenibilidad a largo plazo. Para que sea sostenible y adquiera credibilidad, un plan de reducción del déficit (i) deberá tener reducciones importantes en los primeros años; (ii) deberá estar apoyado ampliamente por ambos partidos y (iii) requerirá que los Demócratas acepten recortes en las prestaciones sociales y los Republicanos estén de acuerdo en los aumentos de ingresos. Aquí, al igual que en Europa, el riesgo también recae en la tentación de retrasar la solución al problema, es decir, en posponer la solución para después de las elecciones de 2012 y aumentar así las probabilidades de un repunte en los tipos de interés a largo plazo.

### La política también tiene la clave en la perspectiva en muchos países en Latinoamérica

En menor grado, en Latinoamérica, muchos países también afrontan la incertidumbre derivada del transcurso futuro de la situación política. En algunos casos, procede de la debilidad percibida por algunos gobiernos al tener que hacer frente a cargos por corrupción o protestas masivas. En otros casos, es el resultado de cambios recientes en los gobiernos o la incertidumbre acerca del resultado de elecciones futuras. Aunque es cierto que el ciclo de elecciones en la región ha tenido menos influencia en el ciclo económico en la última década, es fundamental que este capital no se malgaste por grandes cambios políticos que se desvíen de las reformas económicas continuadas.

### Las preocupaciones por el recalentamiento ceden ligeramente en muchas economías emergentes, aunque los riesgos globales y la apreciación de sus divisas pueden hacer que el endurecimiento de política sea más prudente

Las economías emergentes siguen mostrando riesgos de recalentamiento, aunque en general han retrocedido en cierto modo ante las medidas de endurecimiento y dificultades continuadas (en Asia) a causa de los mayores precios de las materias primas y el terremoto en Japón. Es importante destacar que se redujeron los riesgos de un aterrizaje violento en China ya que el crecimiento en el segundo trimestre registró sólo una ligera desaceleración, en línea todavía con un aterrizaje suave. No obstante, la inflación en las economías emergentes es todavía una preocupación, y existe el riesgo de que los responsables políticos se queden "por detrás de la curva", en algunos casos por mantener una actitud prudente acerca del entorno mundial y en otros casos por preocuparse acerca de una excesiva apreciación de la divisa.

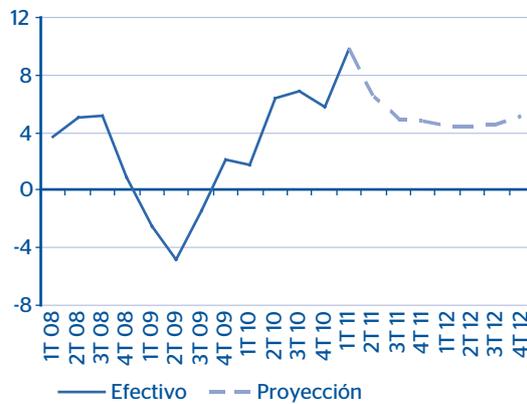
## 2. Chile: Continúa dinamismo con leves signos de desaceleración

### El crecimiento de la economía se ha mantenido robusto al segundo trimestre del año, promediando cerca de 8,5% a/a en los primeros cinco meses del año. El impulso continuó siendo liderado por la demanda interna, la que sin embargo muestra signos de desaceleración

Continuando con la fuerte expansión de la actividad observada en el primer trimestre, el crecimiento del segundo trimestre, si bien aún elevado por la base de comparación, mostró una leve desaceleración en el margen.

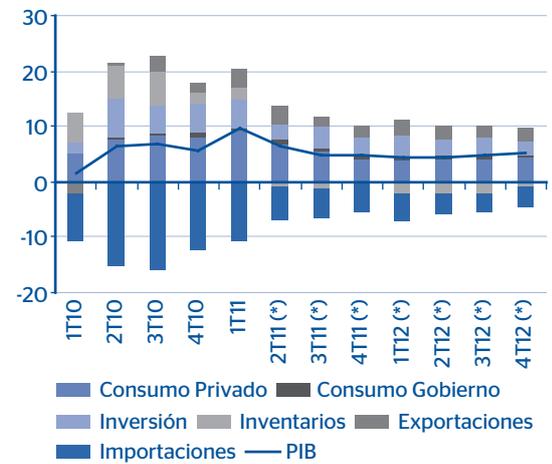
En este sentido, al crecimiento del PIB de 9,8% a/a del primer trimestre, se suman cifras de actividad al segundo trimestre que llevarían a una expansión cercana a 8% a/a en la primera mitad del año. En línea con este dinamismo por sobre lo esperado, se corrige al alza la proyección de crecimiento desde 6,2% a 6,5% para el año, no obstante la desaceleración esperada hacia niveles de tendencia en la economía y el consecuente cierre de holguras lleva a una corrección a la baja en el crecimiento esperado para 2012 desde 5,1% a 4,7% a/a (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



\* Proyección  
Fuente: BCCh y BBVA Research

Respecto de los indicadores de coyuntura, el índice mensual de actividad económica (IMACEC) ha mostrado una desaceleración durante el segundo trimestre del año, lo que también comienza a observarse aunque de manera más leve en las cifras de ventas del comercio minoristas. Todo esto lleva a reafirmar las expectativas de una moderación de la actividad hacia el segundo semestre del año, en línea con el cierre de holguras de capacidad en la economía.

En términos de los componentes de la demanda, se espera que el consumo pase de crecer a tasas anuales de dos dígitos a un crecimiento de 5,5% al último trimestre del año, una vez que el menor estímulo monetario se propague a la economía y la desaceleración observada en los salarios reales modere las decisiones de gasto de los hogares. Con todo, la proyección de crecimiento del consumo privado para 2011 se corrige al alza a 8,7% a/a desde el 7,1% a/a, en gran medida explicado por la sorpresa registrada en el primer trimestre del año y la mantención de la velocidad esperada para el resto del año. Respecto de la inversión, se proyecta un crecimiento de 13,5% a/a en su componente fijo, marginalmente menor al del informe previo, la que mantendría de todas formas su dinamismo en los próximos trimestres. Para el sector externo, las perspectivas continúan en línea con una incidencia negativa sobre el crecimiento, con exportaciones que se expandirían 7,1% a/a e importaciones que lo harían al 12,7% a/a.

### Mercado laboral continúa dinámico, pero muestra signos de moderación en la creación de empleos

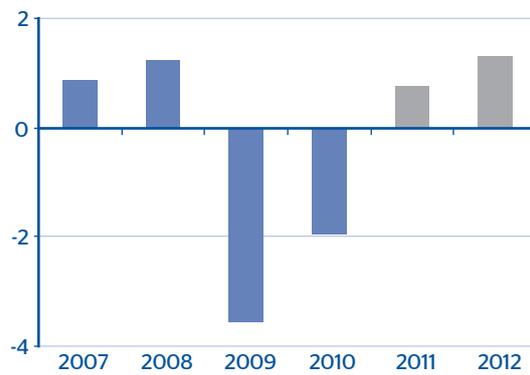
El mercado laboral se ha mantenido dinámico durante los últimos meses, con una tasa de desempleo que se situó en 7,2% en el trimestre móvil a junio, con algunos signos de desaceleración dada una menor creación de empleo, lo que sin embargo se explica en gran parte por factores estacionales. En este sentido, se mantienen las expectativas de una creación de puestos de trabajo adicional en la segunda mitad del año que lleve a la tasa de desempleo a un promedio de 7,3% en el año, una reducción de 0,8 pp respecto a 2010, con un mayor aporte del empleo asalariado por sobre el empleo por cuenta propia.

### Se moderan expectativas de inflación de mediano plazo ante menores presiones de precios internacionales, tipo de cambio más apreciado y acotados efectos de segunda vuelta

En esta línea la inflación anual a junio se ubicó en 3,4% y se espera que cierre el año en 4,1% (4,3% en nuestro informe de mayo). Esta trayectoria no obstante tiene implícita una menor inflación acumulada para el segundo semestre de este año, lo que es coherente con una convergencia gradual a la meta de inflación de 3% del Banco Central en el largo plazo.

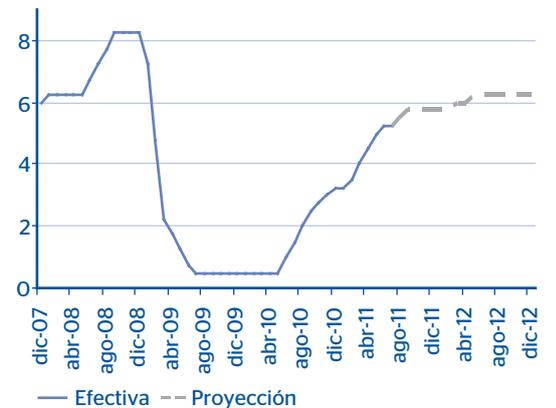
Los menores registros de inflación subyacente por su parte han apoyado el retorno de las expectativas del mercado al nivel objetivo de inflación, toda vez que los efectos de segunda vuelta de los incrementos de precios internacionales de la primera mitad del año han sido menores que los anticipados. Asimismo, la evolución reciente de estos precios muestra que si bien se han mantenido en niveles elevados, tienen asociado menores riesgos al alza que el estimado dos meses atrás, por lo que nuestro balance de riesgos inflacionarios está equilibrado para el mediano plazo. La incertidumbre sobre la recuperación de las economías desarrolladas, el empeoramiento de la situación fiscal en Europa y el retiro del estímulo monetario en las economías emergentes señalan riesgos a la baja. Sin embargo, la brecha de capacidad se cerraría este año y de hecho estimamos que se volverá levemente positiva al cuarto trimestre.

Gráfico 5  
**Brecha del producto (% del PIB potencial)**



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 6  
**Tasa de política (%)**



Fuente: BCCh y BBVA Research

En línea con lo anterior, tanto el consenso de mercado como el Banco Central en su Informe de Política Monetaria de junio redujeron sus proyecciones de inflación. En este entorno, el Banco Central decidió realizar una pausa en su retiro del estímulo monetario en su reunión mensual de julio, luego de barajar esta opción por primera vez en su reunión de junio. Así, luego de realizar cinco alzas consecutivas y elevar la tasa en 200 pb adicionales desde el cierre del 2010, redujo el ajuste de la tasa, primero de 50 pb por reunión a 25 pb en junio, para luego realizar la primera pausa. De todas formas, esperamos dos aumentos en el segundo semestre, para llevar la tasa a su nivel neutral estimado en 5,75%, aunque no descartamos que debido a la incertidumbre en los mercados externos el ciclo concluya en 5,5% (gráfico 6).

Respecto del mercado cambiario, el tipo de cambio se ha mantenido en niveles en el rango de \$455 - 465, y sus movimientos han estado ligados en gran medida a las noticias desde el ámbito externo, en particular, los vaivenes del precio del cobre y la aversión al riesgo de los inversionistas en las economías desarrolladas.

En términos del tipo de cambio real, éste se mantiene en niveles relativamente bajos respecto de sus promedios históricos aunque no muestra un desvío significativo respecto de sus fundamentos. De esta forma, las condiciones de la economía internacional y el menor ritmo efectivo y anticipado del ajuste monetario de Chile han restado algo de presión al mercado. Con todo, la mantención de elevados niveles de términos de intercambio hace necesaria cautela en la evolución del gasto público, el que en todo caso ha mostrado bajos niveles de ejecución los primeros 5 meses del año. En este sentido, el Ministerio de Hacienda ajustó a la baja su proyección de crecimiento del gasto a 4,6% a/a para 2011, con un superávit fiscal de 1,3% del PIB, lo que converge hacia nuestro escenario base para este año.

De todas formas, sería favorable si este ajuste hacia un gasto más moderado se anunciara como una medida explícita del gobierno, en la línea de lograr un equilibrio estructural de las cuentas fiscales en el mediano plazo. Esto quitaría, entre otros efectos, presiones al mercado cambiario, aún más considerando los sucesivos anuncios de mayores recursos hacia las reformas educacional (fondo destinado a educación universitaria), de salud (rebaja de cotizaciones a personas retiradas) y del mercado laboral (ampliación del beneficio postnatal). Las expectativas de que estas medidas efectivamente se manifieste en un mayor gasto público permanente, está

generado presiones apreciativas en el tipo de cambio en el corto plazo y alimentan un sesgo a la baja al escenario central para la paridad peso-dólar.

En relación al crédito, la evolución a junio muestra una recuperación del crecimiento a tasas en torno al 13% en términos nominales, acorde con el dinamismo de la actividad, el descenso en la tasa de empleo, las mejores perspectivas de la economía y condiciones crediticias más favorables. Este comportamiento es igualmente consistente con el resultado de la encuesta de créditos bancarios a junio de este año. Respecto de esta última, para créditos comerciales se observan menores restricciones para grandes empresas y una disminución significativa para el caso de pequeñas y medianas empresas. Para los créditos a personas, las condiciones crediticias también han mejorado, principalmente por un menor riesgo de cartera y una mayor competencia en la banca.

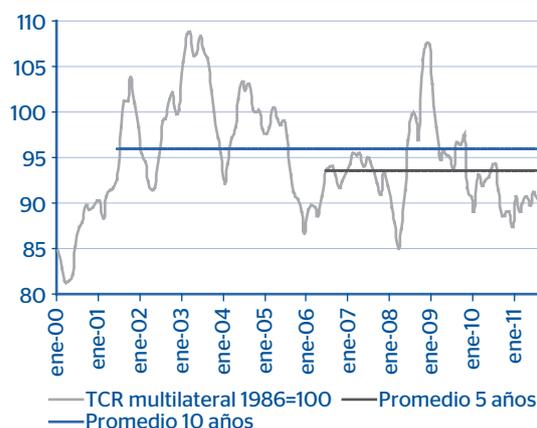
Por categorías, el crecimiento nominal de los créditos totales presenta una evolución homogénea, con colocaciones a empresas expandiéndose 12,3% a/a a junio y colocaciones a personas creciendo al 14%, con algún mayor dinamismo de los créditos de consumo por sobre los hipotecarios. Para 2011, la proyección apunta a una expansión de 14,2% para el crédito total con un crecimiento de 15% en las colocaciones a personas y 13,7% a empresas. En el caso de los créditos a personas, continuaría el incremento algo mayor de los créditos de consumo por sobre los hipotecarios.

Respecto de la situación de la banca, el Informe de Estabilidad Financiera del primer semestre de este año elaborado por el Banco Central muestra que dentro de la recuperación de la actividad crediticia registrada en el último año, la banca se encuentra en un buen pie en términos de provisiones, para las distintas categorías de colocaciones, e indicadores de liquidez que continúan sobre sus promedios históricos. Adicionalmente, el índice de adecuación promedio del sector se sitúa en 14% y gran parte de la base de capital corresponde a categorías de alta calidad.

Sin embargo, el estallido del caso La Polar a comienzos de junio, luego que el directorio reconociera que se realizaron repactaciones unilaterales de créditos morosos y que esto implicaba un reconocimiento de mayores provisiones que las existentes en los estados financieros, puso una nota de cautela sobre al menos dos aspectos relevantes: i) la situación de los restantes actores del mercado del retail respecto de las fórmulas de repactación de créditos, y aún más importante ii) el real nivel de endeudamiento de los hogares que utilizan este tipo de instrumentos. Respecto de esto último, si bien las distintas autoridades económicas y entes reguladores han sostenido que no existe riesgo sistémico a partir de este caso, las estimaciones apuntan a que cerca de un 4% de los hogares se encuentra en una situación crediticia débil al tener un ratio de endeudamiento de 75% sobre su ingreso anual y gastos 20% superiores a sus ingresos.

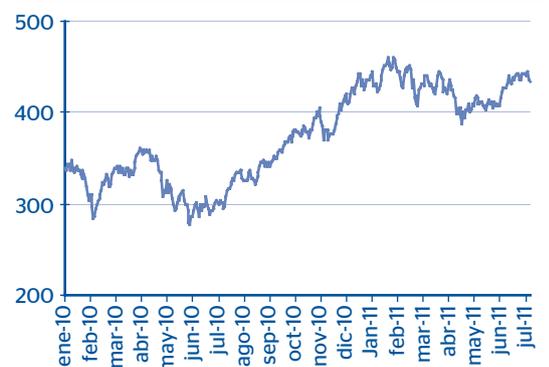
Con todo, no se puede descartar que el caso genere una revisión de las normativas vigentes, propuestas cambios en regulaciones, entre las que se podría reactivar la consolidación de la información de deudas que los hogares mantienen con la banca y restantes instituciones que otorgan créditos. A esto se suma, la actual tramitación de la creación de un servicio nacional de consumidores de productos financieros (Sernac financiero) el que buscaría hacer obligatorios sus decisiones en caso de fallar en contra de los proveedores de servicios y voluntario en caso de fallar en contra de los consumidores.

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



Fuente: BCh y BBVA Research

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



Fuente: Cochilco y BBVA Research

En relación a la cuentas externas, el mayor dinamismo de la demanda lleva a corregir las proyecciones de importaciones, las que aumentarían 12,7% a/a en el 2011 (7,7% previo), mientras las exportaciones lo harían en 7,1% a/a (5,4% previo). Por su parte, la proyección del precio del petróleo se mantiene respecto del escenario anterior, mientras el precio del cobre se corrige al alza para este año a US\$4,13 la libra. Todos estos factores nos llevan a ajustar el saldo en cuenta corriente esperado a déficits de 1,1 y 2,0% del PIB para 2011 y 2012, respectivamente, que se comparan con las proyecciones de un leve superávit de 0,2% para 2011 y de déficit de 1,4% para 2012 del informe previo. Hacia adelante, una convergencia de los precios de materias primas a niveles de largo plazo, en particular del cobre, se compensaría con la desaceleración esperada de la demanda y por tanto de las importaciones, lo que mantendría el déficit en cuentas externas en niveles sostenibles.

Por el lado de la cuenta financiera, mantenemos nuestra expectativa de un incremento significativo de la inversión extranjera directa respecto del registro del año pasado, lo que se vería compensado con el plan de acumulación de reservas anunciado por el Banco Central a comienzos de enero. Por su parte, luego de la fuerte salida neta de inversión de cartera del 2010, las proyecciones apuntan a una leve entrada neta por este ítem, en particular explicado por el comportamiento de las inversiones al exterior de las administradoras de fondos de pensiones, las que no repetirían las fuertes salidas del año pasado, una vez que retornaron a los mercados internacionales.

### 3. Sobrecalentamiento y situación fiscal como riesgo idiosincrásico

#### **Los riesgos de sobrecalentamiento de la economía se han moderado, mientras surgen señales de preocupación por expectativas de aumentos de gasto público**

Las recientes cifras de actividad económica dan cuenta de signos de desaceleración hacia el 2T11, las que supondrían una convergencia hacia niveles de tendencia ya hacia fines de este año. La nota de cautela, no obstante, continúa siendo la evolución del mercado laboral y su impacto en la demanda doméstica, la que lleva a mantener como riesgo una desaceleración más lenta o un aplazamiento de esta hacia el 2012, con las consiguientes presiones inflacionarias, en particular, en efectos de segunda vuelta.

Por el lado fiscal, las recientes manifestaciones públicas han generado crecientes presiones por mayores recursos para educación superior, salud y beneficios en el mercado laboral, lo que podría generar un escenario de mayor gasto fiscal en ítems asociados a gasto permanente. Esto solo sería sostenible vía reasignaciones de gasto, cuyo éxito dependerá de la magnitud de los montos comprometidos, o bien a través de reformas que aseguren mayores ingresos permanentes para el Estado.

### 4. Turbulencias financieras en Europa y su impacto en Chile

#### **Un deterioro en la situación fiscal de las economías europeas llevaría a una mayor aversión al riesgo, un menor crecimiento global y un impacto negativo en los precios de materias primas**

Como escenario de riesgo se evaluó el efecto de un empeoramiento de la situación fiscal de las economías periféricas de Europa con un contagio hacia economías core de Europa hacia fines del 2011, por lo que se discute su efecto en los años 2012-13. Si bien la magnitud del shock se asume menor al vivido a inicios del 2009, las monedas de las distintas regiones se depreciarían frente al dólar estadounidense ante la búsqueda de refugio por parte de los inversionistas.

Bajo este escenario, la economía chilena crecería 3,1 y 3,7% en el 2012 y 2013, 1,5 pp menos en promedio que en el escenario base. Las estimaciones apuntan a un menor dinamismo del consumo privado, el que se ajustaría en magnitud similar a la del PIB, creciendo en promedio 4,2% a/a en el bienio 2012-2013. Sin embargo, la inversión se vería afectada de manera más significativa ante el aplazamiento de los proyectos, algunos de ellos ligados a la minería, por lo que crecería cerca de 2,5% promedio para igual período, muy por debajo del promedio estimado en el escenario base. Por su parte, el sector externo se

vería afectado a través de un menor crecimiento de las exportaciones que promediarían un incremento de 5,5% para 2012-2013, el que sin embargo se vería compensado por un menor dinamismo de las importaciones que crecerían 4,5% promedio en igual periodo, afectadas por la menor demanda interna y la depreciación del tipo de cambio. Con todo, la mayor relevancia de la caída del precio del cobre para Chile lleva a un mayor déficit de cuenta corriente para el mediano y largo plazo, dado el supuesto que el precio del metal se mantendría persistentemente bajo el nivel considerado en el escenario base.

El tipo de cambio sería cerca de 15% mayor al promedio del escenario base en 2012, lo que sin embargo se estima no se traspasaría a la inflación, dada la menor demanda interna y la caída del precio del petróleo considerada. De esta forma, la inflación se ubicaría por debajo del nivel meta de 3,0% en 2012 y 2013.

Si bien el escenario planteado muestra efectos importantes en las principales variables de actividad y precios, habría espacio para una reacción de política del Banco Central y el gobierno, lo que permitiría atenuar su impacto y reducir el tiempo de recuperación hacia los niveles de tendencia de la economía. La política monetaria seguiría un patrón similar al observado en el 2009, aunque con una magnitud de ajuste mucho menor: la tasa de política se reduciría hasta 3,0% al tercer trimestre del 2012, donde se mantendría por un periodo prolongado. Por el lado de la política fiscal, el gasto público crecería cerca de 1 pp por sobre el escenario base, aumentando en promedio 6,0% a/a en el 2012-2013, lo que llevaría el saldo fiscal a un menor superávit en el 2012 y a un déficit cercano al 1% del PIB en los siguientes periodos.

## 5. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	-1,7	5,2	6,5	4,7
Inflación (% a/a, fdp)	-1,4	3,0	4,1	3,2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	502	475	488	508
Tasas de interés (% fdp)	0,5	3,3	5,8	6,3
Consumo Privado (% a/a)	0,9	10,4	8,7	5,5
Consumo Público (% a/a)	7,5	3,3	4,6	4,9
Inversión (% a/a)	-15,9	18,8	13,5	10,1
Resultado Fiscal (% PIB)	-4,6	-0,3	0,7	0,6
Cuenta Corriente (% PIB)	1,4	1,2	-1,1	-2,0

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas Trimestrales

	PBI (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (% fdp)
T1 10	1,7	0,3	523	0,5
T2 10	6,4	1,2	537	1,0
T3 10	6,8	1,9	494	2,5
T4 10	5,8	3,0	475	3,3
T1 11	9,8	3,4	480	4,0
T2 11	6,5	3,5	469	5,3
T3 11	4,9	3,7	477	5,8
T4 11	4,9	4,1	488	5,8
T1 12	4,4	3,6	493	6,0
T2 12	4,5	3,3	497	6,3
T3 12	4,6	3,0	502	6,3
T4 12	5,1	3,2	508	6,3

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

**Felipe Jaque**  
fjaques@grupobbva.cl

## 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  
China  
**Daxue Wang**  
daxue.wang@bbva.com.hk  
India  
**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam  
**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

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.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@bbva.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 Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com  
Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@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