

# Situación Chile

Cuarto trimestre 2011  
Análisis Económico

- **La economía mundial continuará creciendo a dos velocidades** tras la ligera desaceleración del primer semestre. El dinamismo se concentra en Emergentes, mientras Europa se debate en medio de fuertes tensiones.
- **En Chile, mantenemos nuestra proyección de crecimiento para 2011 en 6,5% y revisamos a la baja la de 2012 desde 4,7% a 4,5%**, en respuesta al deterioro en el escenario externo.
- **La inflación alcanzaría a 3,6% al cierre de 2011 y 3,2% en 2012, con un balance de riesgos equilibrado** entre presiones domésticas al alza y externas a la baja.
- **El dinamismo de la demanda interna** no deja espacios para recortes a la tasa de referencia.
- **Claro desacople entre riesgos externos y domésticos**, no obstante dominarían los primeros, con efectos negativos en crecimiento, inflación y la consecuente respuesta de política económica.

## Índice

1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja.....	3
2. Chile: desacelera suave, pero sin señales claras de contagio todavía .....	5
3. Inflación en rango, pero bajo tensiones opuestas.....	6
4. Pausa prolongada en política monetaria.....	7
5. Política fiscal bajo presión y con menos margen de maniobra.....	8
6. Riesgos externos y locales asimétricos.....	9
7. Tablas .....	10

Fecha de cierre: 10 de noviembre de 2011

# 1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja

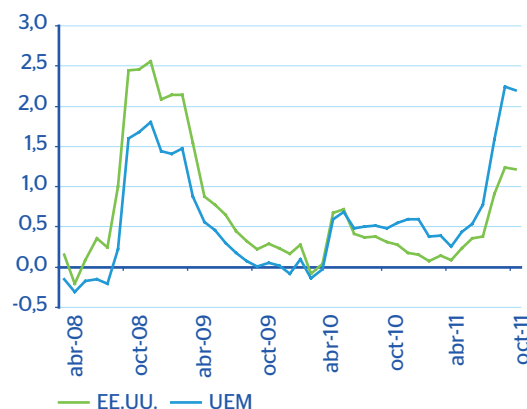
## La economía mundial se desacelera y las perspectivas dependen en gran medida de que se resuelva la crisis de la deuda europea. Los riesgos están fuertemente sesgados a la baja

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente, pero no solo en las economías desarrolladas (los datos de EE. UU. para la primera mitad del año ya habían sido decepcionantes, lo que provocó que algunos analistas anticipasen una nueva recesión). Pese a que el crecimiento estadounidense aumentó en el tercer trimestre, la actividad económica en Europa, que había aguantado muy bien en los tres primeros meses de año, sigue ahora un claro ritmo de desaceleración. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, y en Europa las tensiones alcanzan niveles en muchos aspectos superiores a los alcanzados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (Gráfico 1), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto, rebajamos nuestras previsiones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 en 0,3 pp con respecto a nuestro último Situación Global, principalmente por el recorte de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas (EE. UU. y Europa, compensadas en parte por Japón), aunque el crecimiento de los mercados emergentes también será algo menor de lo anticipado. Por tanto, la economía mundial crecerá un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas (Gráfico 2).

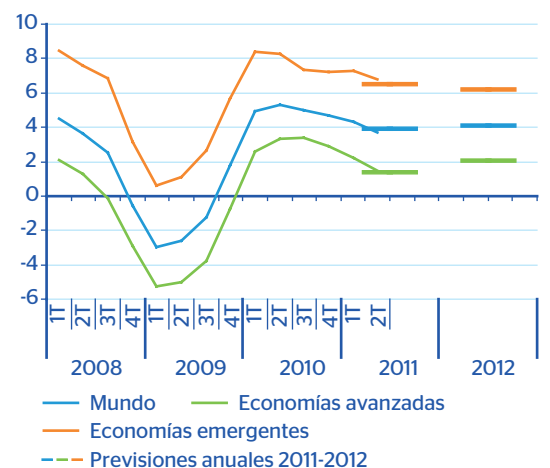
Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones.

Gráfico 1  
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: BBVA Research y FMI

## Las cumbres europeas de octubre han avanzado en la buena dirección, pero aún quedan elementos clave sin resolver, lo que no contribuye a la reducción del estrés financiero en Europa

En nuestra opinión, las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos clave: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. Aunque algunos de los detalles más técnicos siguen en el aire, en las últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la buena dirección, aunque no se resolviesen definitivamente la mayoría de los puntos clave. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria del 50% (mucho más de lo acordado en julio) aunque aún hay dudas sobre la participación en esta operación, e incluso si la participación fuese total, sobre la solvencia de Grecia, muy condicionada a las reformas que debe adoptar el país. En segundo lugar, el FEEF se apalancará como mecanismo asegurador y será complementado por inversores externos (que posiblemente incluyan al FMI, si bien la cumbre del G20 no fue concluyente a este respecto), aunque no es probable que los detalles del funcionamiento del FEEF se finalicen antes de diciembre. Por lo tanto, tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad de cara a los inversores privados, por lo que el BCE tendrá que seguir actuando como «comprador de última instancia» de deuda soberana, pese a las reticencias de los países de Europa central. En tercer lugar, se agradece la mayor presencia de reformas económicas en la agenda de algunos países (sobre todo, de Italia, donde serán supervisadas por el FMI), así como el hecho de que la ayuda del FEEF responderá a la solicitud de los países y será condicional, lo que aumenta las probabilidades de implementación de las reformas económicas. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios, que aplican precios de mercado para las carteras soberanas pero no para los denominados «activos tóxicos», con un aumento sustancial de los requisitos de capital (9% de capital core Tier1). Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos se puedan financiar. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para la actividad económica en la zona del euro. Los acuerdos siguen sin aclarar si existe la estructura necesaria para prevenir contagios y un posible acontecimiento sistémico derivado de la reestructuración de la deuda griega: un FEEF suficiente que cuente con el BCE como comprador de último recurso y bancos saneados y recapitalizados con acceso a financiación. Sin estas medidas, los mercados seguirán contando con una mayor fatiga ante las reformas en Grecia y ante nuevos rescates en los países centrales de Europa, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con contracción del crédito y recesión en Europa que tendría consecuencias en todo el mundo.

## Pese a un mayor crecimiento en el tercer trimestre, continúan la debilidad estructural de EE. UU. y el bloqueo político

El aspecto positivo es que parece que el crecimiento estadounidense se ha acelerado en el tercer trimestre, al menos según las estimaciones preliminares. Aunque este dato no debería llevar a la euforia (el crecimiento en los dos primeros trimestres fue muy bajo y la brecha de producción sigue siendo muy grande) parece haber aplacado el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión. No obstante, se mantiene la debilidad estructural de la economía estadounidense ya que el nivel de confianza de consumidores y empresas sigue bajo y el mercado inmobiliario podría sufrir más ajustes, lo que se traduce en una menor resistencia ante un posible shock procedente de Europa. Además, el bloqueo político podría impedir que se alcance un «gran acuerdo» para (i) prevenir una contracción fiscal no deseada a corto plazo y (ii) promover reformas para una consolidación fiscal creíble a largo plazo.

## Las economías emergentes continúan hacia un aterrizaje suave pero se enfrentan a mayores dificultades externas

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en fuertes dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobrecalentamiento a los riesgos bajistas y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

## 2. Chile: desacelera suave, pero sin señales claras de contagio todavía

### Contrastes en velocidades de desaceleración de las actividades económicas

Como se anticipaba la actividad económica se desaceleró durante el último trimestre. En términos anuales, contribuye a esta desaceleración la base de comparación más exigente a medida que va quedando atrás el efecto post terremoto de febrero 2010. Así, el Índice Mensual de Actividad Económica (IMACEC) creció 4,8% a/a durante el 3T11, luego de expansiones de 8,1% a/a y 6,8% a/a en 1T11 y 2T11, respectivamente.

Pero esta desaceleración de la actividad total esconde algunas diferencias entre los sectores productivos, ya que aunque todos disminuyen el ritmo, algunos lo hacen de manera más marcada. Son los casos de la industria manufacturera y la minería. En el primero de éstos, la desaceleración es de 7,8% a 2,5% anual entre 2T11 y 3T11, en el segundo incluso se observa una contracción anual de 6,8% en el 3T11, afectado por condiciones laborales y climáticas adversas. En cambio, el comercio mantiene su dinamismo, en especial el minorista de bienes durables, observándose sólo una leve desaceleración de las ventas de bienes de consumo habitual. A este resultado contribuye el relativo buen desempeño de las encuestas de confianza tanto de consumidores como de empresarios, aunque en el último caso se observa un deterioro en el margen (Gráfico 3).

Con la economía doméstica creciendo en torno a su tendencia y la economía mundial recuperándose, aunque lentamente, proyectamos un crecimiento del PIB de 4,5% anual para 2012, impulsado por una expansión de la demanda interna de 6,1% y un sector externo que contribuye negativamente (Gráfico 4).

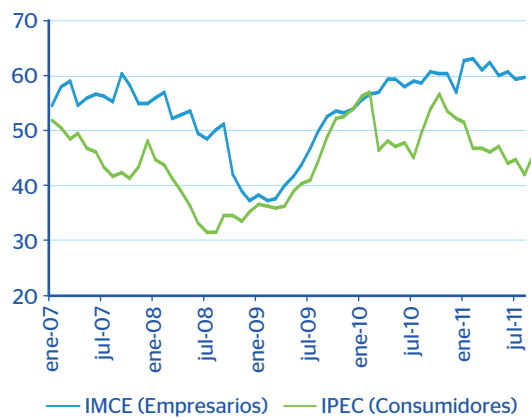
Para el consumo privado esperamos un crecimiento de 5,2% anual, producto de una desaceleración tanto del componente de consumo habitual como de bienes durables, debido a un menor impulso de la recuperación de stocks por parte de los hogares, de las condiciones crediticias y de la creación de empleo en el periodo. Por el lado de la inversión, la proyección apunta a un aumento de 8,9% anual, marginalmente menor a la proyección previa, en parte influida por un escenario externo más débil. En esta línea, las importaciones de bienes de capital, si bien se mantienen dinámicas, han mostrado una desaceleración al inicio del cuarto trimestre. De todas formas, este crecimiento lleva a mantener una tasa de inversión elevada para el próximo año.

Para el sector externo, los menores términos de intercambio que se esperan para los próximos dos años, esencialmente por la caída del precio del cobre, junto al mayor crecimiento de las importaciones (7,1%) respecto de las exportaciones (6,2%), determinarán una reducción a la mitad del superávit en cuenta comercial para 2012, ubicándose este en torno a los US\$ 8,9 mil millones (7% del PIB). Ello se reflejaría en un mayor déficit en cuenta corriente, que pasaría de -1,3% del PIB en 2011 a -2,7% en 2012. Para el largo plazo, si bien el precio del cobre converge a sus niveles de

tendencia, la moderación de la demanda interna y las importaciones permiten prever déficits en cuenta corriente en torno a 2-3% del PIB.

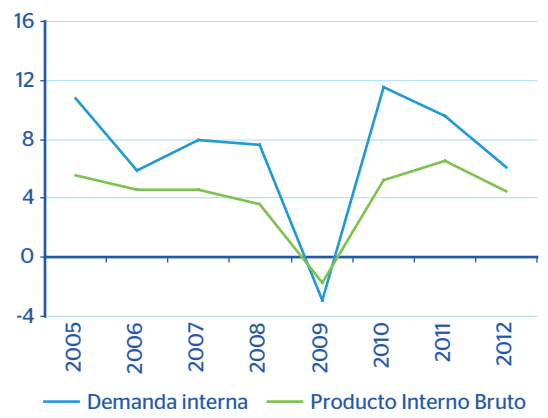
Respecto de la cuenta financiera, el programa de acumulación de reservas internacionales del Banco Central por US\$12.000 millones se completaría en diciembre, lo que sería compensado por la mayor inversión extranjera directa esperada para este año y una cambio en los flujos de cartera, que pasan de fuertemente negativos en 2010 a positivos este año. En 2012, la contrapartida del déficit en cuenta corriente sería principalmente la inversión directa.

Gráfico 3  
**Encuestas de expectativas (índice de difusión)**



Fuente: Adimark e Icare

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



Fuente: BCCy y BBVA Research

### Condiciones crediticias más restrictivas, pero aún favorables

Adicionalmente a condiciones de otorgamiento de créditos aún favorables, el dinamismo de la actividad económica, en particular del empleo y los salarios, han apoyado la expansión del crédito en los últimos meses y sostendrían el dinamismo durante 2012. Así, el crecimiento nominal de los créditos a personas alcanzó a 13,9% anual en septiembre, con créditos de consumo aumentando 17,6% e hipotecarios 12% anual. Dado el ritmo de expansión algo menor del consumo esperado para 2012, expectativas de consumidores levemente menores por el deterioro del escenario y estabilidad de las tasas de interés, las colocaciones a personas crecerían 13,1% anual en 2012. Respecto de los créditos a empresas, luego de aumentar 18,1% anual en septiembre, estimamos una mayor desaceleración hacia el próximo año, para crecer 12,0% anual, dada una menor expansión de la inversión no residencial respecto de lo registrado en 2011.

## 3. Inflación en rango, pero bajo tensiones opuestas

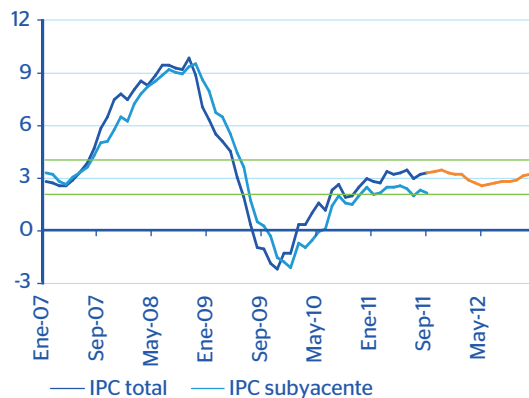
La inflación se ha mantenido dentro del rango de tolerancia en los meses recientes, con aumentos de los precios de bienes transables relativamente contenidos en comparación con la inflación de los ítems no transables. Por su parte, las medidas de inflación subyacente han continuado convergiendo desde abajo a la inflación objetivo de 3,0% anual.

Por categorías, se ven diferencias que marcarán la dinámica de los precios en el mediano plazo. Así, un tipo de cambio relativamente apreciado, previo al incremento en la aversión al riesgo de septiembre pasado, unido a bajas en precios de bienes importados ha mantenido acotada la inflación de bienes transables, llegando a 2,9% anual en octubre. Sin embargo, la inflación de los ítems no transables se situó en 4,7% anual a igual mes, en línea con el dinamismo de la demanda interna y el mercado laboral.

La elevada creación de empleos promedio de 190 mil vacantes que se espera para 2011-12, llevaría la tasa de desempleo cerca de su nivel de pleno empleo y estimamos que promediará 7,1% en 2012, dado un crecimiento aún sólido de los sectores construcción y comercio minorista. En ese contexto, los salarios se mantienen creciendo a tasas nominales algo sobre el 6% y reales cercanas al 3,0% anual, por lo que la estrechez del mercado laboral continúa siendo un factor de riesgo inflacionario en el mediano plazo, tanto a nivel de costos, como por su impacto en el consumo privado.

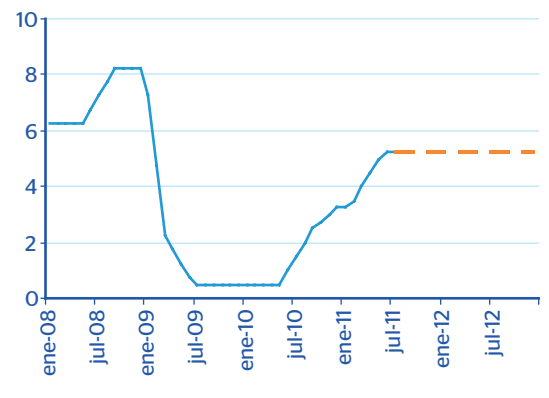
Se suma al escenario de proyección el ajuste en los mercados de algunas materias primas producto de la incertidumbre internacional, lo que mantendría en niveles menores a los previstos los precios de granos y combustibles, configurando un contexto de menores presiones por el lado de costos de bienes importados. Con todo, esperamos una inflación de 3,2% como cierre del 2012, la que converge a la meta en el largo plazo (Gráfico 5), con un balance de riesgos que se encuentra equilibrado, dado el mayor riesgo de recesión en las economías desarrolladas y su efecto directo sobre las principales economía emergentes. Ello se contrapone al riesgo de presiones inflacionarias que podrían surgir de la estrechez del mercado laboral, en un contexto de brechas de capacidad que se cierran a fines de este año.

Gráfico 5  
Inflación total y subyacente (Var.% a/a)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 6  
Tasa de política monetaria (%)



Fuente: BCCh y BBVA Research

## 4. Pausa prolongada en política monetaria

Las turbulencias financieras de Europa fueron modificando el tono de la política monetaria en las últimas reuniones del Banco Central, el que tomó una postura de cautela, incluyendo un sesgo a la baja en su último comunicado, pavimentando el camino para eventuales recortes en caso que un empeoramiento del escenario externo tenga claros efectos negativos en las expectativas de los agentes domésticos.

Si bien el mercado anticipa recortes de la tasa de referencia a la luz los comunicados de la autoridad monetaria, nuestra previsión apuesta a que ello no ocurrirá, por lo que la tasa de política monetaria se mantendría en su actual nivel durante todo el 2012, y luego comenzaría a subir una vez que las economías desarrolladas inicien su proceso de normalización de tasas.

Lo anterior es coherente con el balance de riesgos equilibrado para la inflación, dado que de avanzar la solución de los problemas de deuda en Europa, el dinamismo de la demanda interna y las nulas brechas de capacidad no dejan espacio para recortes de la tasas de política (gráfico 6).

En el mercado cambiario el peso se depreció fuertemente durante octubre en respuesta a la mayor aversión al riesgo global. Además de las salidas de capitales, en el caso de Chile se sumó el fuerte ajuste en el precio del cobre, que llegó a caer un 25%, luego que los temores de contagio a las principales economías emergentes deprimieron las expectativas de demanda por materias primas. Solo los avances en la resolución de la crisis de deuda europea y menores temores de contagio a economías como China, permitieron la reversión parcial de la precio del cobre que ahora se ubica en torno a USD 3,4 la libra, y del peso que ronda los \$500 por dólar.

Con ello, han bajado los términos de intercambio, adelantándose los ajustes que esperábamos para el mediano plazo, restando parte de la presión a la que estuvo sometido el tipo de cambio real en la primera mitad del año. En este escenario, estimamos un tipo de cambio en torno a \$ 500 por dólar para el cierre de 2011, y un tipo de cambio real esencialmente estable en el mediano plazo.

## 5. Política fiscal bajo presión y con menos margen de maniobra

En el ámbito presupuestario, estimaciones del gobierno apuntan a que el balance fiscal efectivo llegaría a 1,2% del PIB y el déficit estructural sería de 1,6% del PIB en 2011. Para 2012, el presupuesto en discusión contempla un escenario externo estable, en el que el PIB crecería 5,0% y la demanda interna 5,5%, con un precio del cobre que se mantendría favorable en el mediano plazo, lo que parece un escenario base razonable. Las estimaciones del gobierno apuntan a alcanzar un déficit efectivo de 0,5% y uno estructural de 1,5% del PIB, lo que supone una leve mejora respecto de lo que se alcanzaría este año, cifras que están virtualmente en línea con nuestras proyecciones. Sin embargo, es importante mencionar que la actual discusión en el Congreso se enmarca en un escenario de crecientes demandas por mayor gasto, lo que podría complicar la aprobación de partidas más críticas como Educación, luego de los conflictos iniciados seis meses atrás.

Por otro lado, el gobierno apunta a rebajar el déficit estructural a 1% del PIB en 2014, lo que pone una mayor presión sobre el ajuste necesario para el periodo 2013-2014, algo que resultará complicado por el ciclo político, ya que corresponde realizar elecciones presidenciales a fines de 2013. Adicionalmente, esta meta nos parece poco ambiciosa, ya que en los hechos implica que  $\frac{3}{4}$  del impulso fiscal supuestamente transitorio de 2008-09 se convierte en permanente, limitando así la posibilidad de aplicar nuevos impulsos si se deteriora el panorama internacional.

Un punto a favor es que los recursos acumulados por los fondos soberanos se han recuperado y se ubican en un nivel similar al de fines del 2008. Sin embargo, el plan de estímulo fiscal del 2009, por un monto equivalente a 2,8% del PIB, llevó el gasto público desde un punto inferior al 20% a 24% del PIB, nivel en que se ha mantenido en los últimos dos años. De ser necesaria una nueva respuesta de política económica ante un rebrote de la crisis en las economías desarrolladas, el gasto a PIB volvería a aumentar, obligando a ajustes adicionales en los siguientes periodos. En este contexto, un alza de impuestos a mediano plazo sería casi inevitable, ya que de no mediar un ajuste mayor en el gasto, cabría esperar el paso a un déficit estructural de tendencia del orden de 2% o más del PIB. Por otra parte, si en el futuro cae el precio del cobre, suben los costos de CODELCO o baja la producción de esta empresa, la tarea de volver a una meta de equilibrio estructural se vuelve aún más difícil.

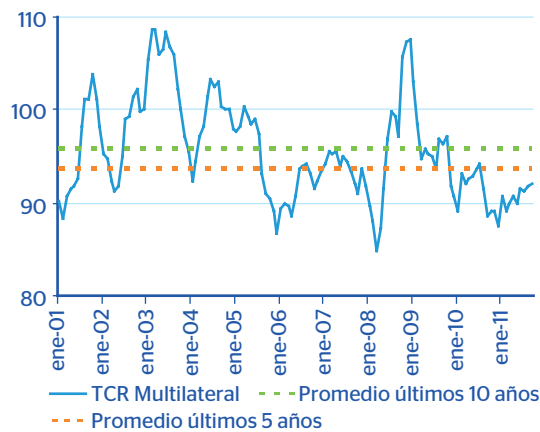
En términos de impacto a mediano plazo sobre las variables macroeconómicas, las proyecciones contenidas en el Informe de Finanzas Pública 2012 apuntan a un lento retiro del estímulo fiscal durante los próximos años, con un crecimiento real del gasto promedio entre 2013 y 2015 de 3%, que de concretarse la moderación esperada de la demanda interna junto a algún efecto del deterioro del escenario global, determinarían que la mantención del nivel de gasto público no desviaría la inflación de la meta en 2012. Por su parte, esperamos que se repita la emisión de deuda pública en pesos por el equivalente a US\$ 6 mil millones de los últimos dos años, y en moneda extranjera por US\$ 500. La mantención de la coordinación de la política de la Tesorería con el Banco Central en materia de emisiones determinaría que el impacto de esta política en la estructura de tasas de interés sería marginal.

Sin embargo, esperamos que el gasto fiscal continúe presionando un tipo de cambio más apreciado, tanto por la lentitud del retiro del estímulo, como porque estimamos que en 2012 el fisco tendría que liquidar entre US\$ 2 mil y 3 mil millones adicionales para cubrir sus necesidades de financiamiento (gráficos 7 y 8).



Gráfico 7

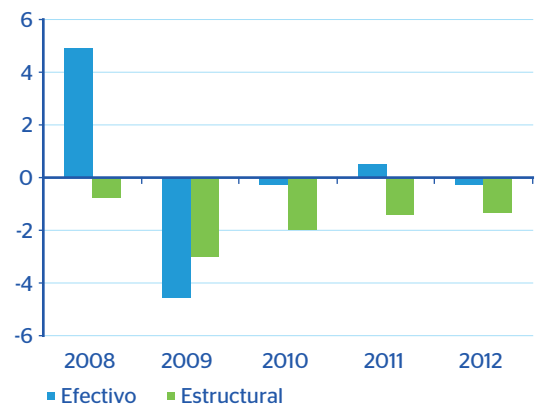
**Tipo de cambio real multilateral (1986=100)**



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 8

**Saldo fiscal (% del PIB)**



Fuente: Dirección de Presupuesto y BBVA Research

## 6. Riesgos externos y locales asimétricos

### Deterioro en Europa llevaría a menor crecimiento global y en Chile

El escenario de riesgo de una salida desordenada a la crisis de deuda en Grecia, que contagiaría al resto de los mercados desarrollados y emergentes, se ha vuelto más probable en el último tiempo. En este contexto, los precios de las materias primas caerían bajo los niveles de los últimos meses. En el caso del precio del cobre estimamos que permanecería en un rango entre US\$ 2-2,5 la libra por varios años, a diferencia de la pasada crisis cuando se recuperó rápidamente. En este sentido, el principal canal de transmisión de la situación internacional a Chile y su principal vulnerabilidad sería la alta participación de los commodities, en particular el cobre, en las exportaciones totales.

Por otro lado, canales que son relevantes en otros países, como el aumento en la aversión al riesgo y el empeoramiento de las condiciones financieras internacionales, serían menos relevantes en Chile, tanto por bajas necesidades de financiamiento público y privado, como por expectativas de diferenciación positiva en los spread de tasas que enfrenta el país. Lo anterior estaría relacionado con la conocida fortaleza macroeconómica que otorga la regla fiscal en Chile, a lo que habría que agregar el efecto estabilizador que aporta la política monetaria de meta de inflación con tipo de cambio flexible.

En este orden de ideas, con la tasa de interés cerca de su nivel neutral y las reservas internacionales en torno a US\$ 40 mil millones (aproximadamente 16% del PIB) habría un importante espacio de reacción de política monetaria. En el caso de la capacidad de respuesta fiscal, los recursos acumulados en Tesorería y el FEES son mayores a los existentes a fines de 2008, y el estado chileno es acreedor neto, lo que igualmente le otorga una importante capacidad de maniobra, a pesar de lo anteriormente señalado con relación a algún deterioro del equilibrio fiscal más permanente. Con todo, a pesar de que estas condiciones estaban presentes, en la pasada crisis el efecto en las expectativas y en la demanda doméstica fue mayor a lo anticipado. En esta oportunidad, estimamos que el deterioro en la confianza del sector privado sería menor que en 2008, debido a que el sector estaría mejor preparado que en esa ocasión, por respuestas de política económica más oportunas ante el desarrollo más lento de la crisis, y por el aprendizaje de rápida recuperación de la economía chilena en 2009. De esta manera la contracción de la demanda interna sería más acotada que luego del anterior shock. El peso se volvería a depreciar, aunque no tanto como a inicios de 2009, llegando a niveles cercanos a \$ 600 por dólar. En cuanto al comportamiento de los precios, nuevamente el efecto dominante sería la desaceleración de la demanda, lo que determinaría una inflación levemente por debajo de 1% en 2012, pero positiva.

El crecimiento del PIB sería en promedio unos dos puntos porcentuales más bajo en el bienio 2012-2013, acompañado por un deterioro acotado en las cuentas fiscales. En cambio, el efecto adverso en las cuentas externas sería menor en los próximos dos años debido a la caída de la demanda.

## Ha bajado el riesgo de sobrecalentamiento, pero no ha desaparecido

Sin embargo, si se materializa nuestra previsión de que las autoridades europeas serán capaces de adoptar medidas que permitan evitar una crisis y que baje paulatinamente la aversión al riesgo y se vayan normalizando gradualmente las condiciones en el mercado de crédito, ello tendría un efecto positivo tanto sobre los mercados de materias primas, como sobre las expectativas locales. En este contexto es posible que la demanda interna no se desacelere tanto como lo proyectado y la inflación podría sorprender al alza y, más temprano que tarde, las tasas de interés de referencia para la política monetaria deberían comenzar a subir.

## 7. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	-1,7	5,2	6,5	4,5
Inflación (% a/a, fdp)	-1,4	3,0	3,6	3,2
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	502	475	500	508
Tasas de interés (% fdp)	0,5	3,3	5,3	5,3
Consumo Privado (% a/a)	0,9	10,4	8,8	5,2
Consumo Público (% a/a)	7,5	3,3	4,8	4,9
Inversión (% a/a)	-15,9	18,8	13,6	8,9
Resultado Fiscal (% PIB)	-4,6	-0,3	0,5	-0,3
Cuenta Corriente (% PIB)	1,4	1,2	-1,3	-2,8

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (var. % interanual)	Inflación (%, interanual, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (% fdp)
1T10	1,7	-0,3	523	0,50
2T10	6,4	1,2	537	1,00
3T10	6,9	2,2	494	2,50
4T10	5,8	2,5	475	3,25
1T11	10,1	2,9	480	4,00
2T11	6,8	3,4	469	5,25
3T11	4,8	3,3	484	5,25
4T11	4,7	3,6	500	5,25
1T12	4,3	3,1	502	5,25
2T12	4,2	2,9	504	5,25
3T12	4,6	3,1	506	5,25
4T12	4,9	3,2	508	5,25

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@bbva.com

**Karla Flores**  
kfloresm@bbva.com

**Soledad Hormazábal**  
shormazabal@grupobbva.cl

**Felipe Jaque**  
fjaques@bbva.com

---

**BBVA Research**

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

**Economías Emergentes:**

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

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

India

**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com

Colombia

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

Perú

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

Venezuela

**Oswaldo López**  
oswald\_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