

# Situación Chile

Primer Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **La economía mundial se desacelera. Seguirá liderada por las economías emergentes.** El crecimiento se recuperará en la segunda mitad de 2012.
- **En Chile, reducimos la proyección de crecimiento para 2012 de 4,5% a 4%**, principalmente por un peor entorno externo.
- **La inflación alcanzaría a 3,1% al cierre de 2012**, pero la convergencia a la meta del banco central será lenta y solo podrá alcanzarse al final del año.
- **En política monetaria, no vemos espacio para recortes significativos a la tasa de referencia**, y esperamos solo una baja de 25 pb durante el primer trimestre del año.
- **La materialización de un escenario de riesgo encontraría a Chile en buen pie**, con capacidad de conducir políticas monetaria (principalmente) y fiscal expansivas, y con un impacto menor al de la pasada recesión.

## Índice

1. Desaceleración global y recesión en Europa.....	3
2. Chile: continúa desaceleración hacia crecimiento sostenible.....	5
3. La inflación convergerá a la meta sólo hacia el final de 2012.....	7
4. Demanda dinámica y cierre de brechas acotan espacio para ajuste monetario.....	8
5. Situación fiscal aún con espacio para mejorar en 2012.....	9
6. Riesgos externos sesgados a la baja y riesgos internos aún latentes.....	10
7. Tablas .....	12

Fecha de cierre: 10 de febrero de 2012

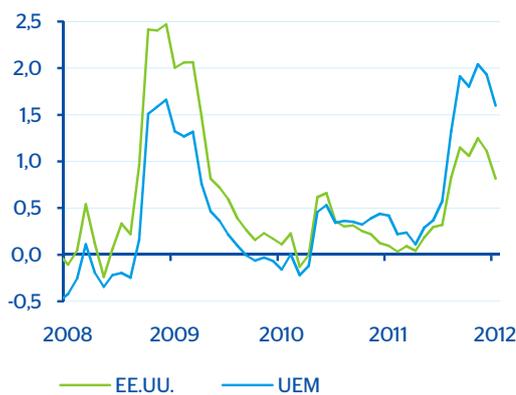
# 1. Desaceleración global y recesión en Europa

La economía mundial se desaceleró al final de 2011, pero rebotará en la segunda mitad de 2012, apoyada en las economías emergentes

La economía mundial se desaceleró marcadamente en los últimos trimestres de 2011. Esto fue el resultado de un crecimiento más débil en Europa (con un crecimiento negativo ya en el cuarto trimestre) y la desaceleración en las economías emergentes, en torno al 1% trimestral a finales de 2011, su menor tasa de crecimiento desde la crisis de 2008. Sin embargo, los determinantes de esta desaceleración no pueden ser más diferentes en ambas áreas. Europa está empezando a sentir los efectos de unas tensiones financieras persistentemente elevadas desde septiembre (véase gráfico 1), dada la falta de avances importantes para resolver su crisis soberana y financiera. Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes, además del ser consecuencia del peor entorno internacional, es en parte resultado de un tono menos acomodaticio de las políticas económicas hasta el primer semestre de 2011, orientadas a evitar el sobrecalentamiento.

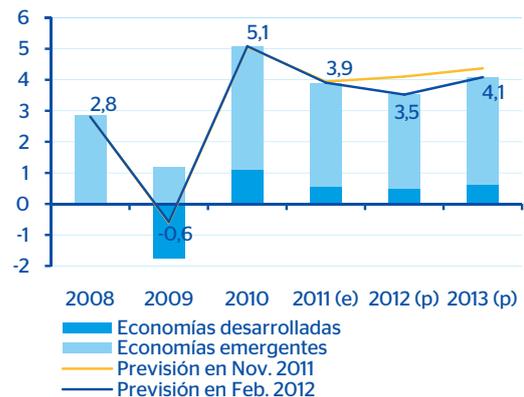
De cara al futuro, esperamos una acción decidida de las autoridades europeas que poco a poco disminuya las tensiones financieras en Europa y también la aversión al riesgo global, condicionando una recuperación global en el segundo semestre de 2012. La mayor contribución a la recuperación, sin embargo vendrá de las economías emergentes, ya que sus tasas de crecimiento recuperarán su diferencial histórico de alrededor de 4 puntos porcentuales con respecto a las de los países desarrollados, al tiempo que sus políticas económicas vayan girando hacia un mayor apoyo al crecimiento. Al mismo tiempo, a pesar de que EE.UU. crecerá menos que en recuperaciones anteriores, se desacoplará de la recesión en Europa en la primera mitad del año. Por todos estos factores, respecto a nuestras previsiones en noviembre, revisamos a la baja el crecimiento mundial en 0,6pp en 2012 y 0,3pp en 2013, hasta 3,5% y 4,1%, respectivamente (gráfico 2).

Gráfico 1  
**Índice BBVA de tensiones financieras**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**Crecimiento mundial (%)**



Fuente: BBVA Research y FMI

## La falta de avances decisivos en la resolución de la crisis europea hace que la zona del euro represente el principal riesgo para las perspectivas mundiales

Incluso con la revisión a la baja de las tasas de crecimiento en Europa y los países emergentes, los riesgos sobre la previsión de crecimiento mundial siguen estando sesgados marcadamente a la baja. Estos riesgos seguirán dependiendo de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa, que no ha disminuido significativamente y tiene el potencial de profundizar la recesión en marcha y contagiar a otras regiones a través de los vínculos comerciales, exposición financiera y un incremento en la aversión global al riesgo.

Aunque ha habido algunos avances desde octubre, -principalmente la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE y algunos acuerdos para una mayor disciplina fiscal- es necesario que haya avances más decididos en las tres principales líneas de acción para resolver la crisis en Europa. En primer lugar, en el frente soberano, las preocupaciones sobre la solvencia de Grecia deben ser eliminadas finalizando e implementando el acuerdo con los tenedores privados de bonos. Al mismo tiempo, se deben disponer de los recursos para erigir un cortafuego de tamaño considerable, que lo haga creíble para evitar el contagio a los países con problemas de liquidez. En segundo lugar, deben seguir impulsándose las reformas para aumentar el crecimiento, incluidas las destinadas a la reparación de los balances de las instituciones financieras pero teniendo cuidado de evitar un repentino desapalancamiento y una reducción del crédito al sector privado. Finalmente, son necesarios mayores avances en la gobernanza de la zona euro para fortalecer la unión monetaria, facilitando la implementación de cortafuegos soberanos y estableciendo una hoja de ruta clara para una unión fiscal.

En línea con estos tres puntos, las perspectivas para Europa mejorarían sustancialmente si el pacto fiscal que previsiblemente se acuerde en la cumbre de la UE en marzo es finalmente aprobado a nivel nacional y se implementa rápidamente, junto con las reformas económicas propuestas por los países periféricos para reducir su vulnerabilidad y aumentar su crecimiento a largo plazo. La rápida implementación de esa parte del "gran acuerdo" implícito entre los países centrales de Europa y la periferia permitirá que la discusión gire hacia la implementación de dos medidas urgentes para reducir el estrés soberano en Europa. En primer lugar, un aumento rápido de los recursos disponibles para construir un cortafuegos soberano alrededor de Grecia, quizás con una acción más decidida por parte del BCE; en segundo lugar, tener en cuenta el efecto negativo de un ciclo más débil sobre la capacidad de la mayoría de los países europeos para cumplir los objetivos de déficit acordados con la UE.

## El mantenimiento de tensiones financieras elevadas ha empujado a Europa hacia la recesión. La brecha de crecimiento con EEUU se ampliará en los próximos dos años

Las tensiones financieras en Europa siguen en niveles mayores que los observados después de la caída de Lehman Brothers en 2008 (Gráfico 1). Esto, junto con el efecto del ajuste fiscal en los países periféricos, implica una revisión a la baja de nuestras proyecciones de crecimiento en Europa respecto a hace tres meses. Ahora prevemos un crecimiento negativo al menos en el primer semestre de 2012, y del -0,5% para el año en su conjunto, con una recuperación lenta en 2013. Sin embargo, es importante señalar que estas proyecciones dependen de una rápida resolución de la crisis y una notable reducción de las tensiones financieras a partir de la segunda mitad de 2012, para evitar un efecto más agudo sobre el crecimiento. Dentro de Europa, el crecimiento entre el centro y la periferia seguirá mostrando fuertes diferencias, en parte debido al fuerte ajuste fiscal en marcha en ésta última.

Contrariamente a Europa, el crecimiento en EE.UU. se mostrará resistente en 2012, al igual que en el segundo semestre de 2011. Nuestro pronóstico se mantiene sin cambios respecto a hace 3 meses, con un crecimiento del 2,3% en 2012 y 2,2% en 2013. Sin embargo,

esta recuperación será más débil que la observada en las fases post-recesivas previas, y está sujeta a los riesgos que emanan de Europa y el riesgo interno de una alta incertidumbre sobre la política económica, incluyendo un posible fuerte ajuste fiscal en 2013 (como la expiración de exenciones tributarias y recortes automáticos del gasto relacionados con el acuerdo para el techo de la deuda). Además, la debilidad del mercado inmobiliario, las restricciones de crédito y el desapalancamiento en marcha limitará el ritmo de crecimiento del consumo. En definitiva, hacia delante vemos más riesgos a la baja que al alza en los EE.UU.

## Las economías emergentes avanzan hacia un aterrizaje suave, apoyados en una resistente demanda interna. Las políticas económicas girarán hacia el apoyo al crecimiento

Un aspecto importante de la actual crisis es que la confianza dentro de las economías emergentes ha sido muy resistente, en comparación con la caída de Lehman Brothers en 2008. Uno de los posibles determinantes de esta resistencia es lo sorpresivo de la caída de Lehman (algo ausente en la crisis europea) y la diferente velocidad a la que cada uno de los dos episodios se ha desarrollado (la crisis europea avanza en "cámara lenta"). Esto ha permitido que la demanda interna en las economías emergentes se haya mantenido robusta, aun cuando algunos de los efectos de una mayor aversión global al riesgo se han reflejado en los mercados financieros en la región, a través de menores flujos de entrada de capital, algunas repercusiones negativas en la financiación del comercio internacional, la reducción de precios de los activos y menores tipos de cambio.

La desaceleración en las economías emergentes en 2011 hizo que su diferencial de crecimiento con respecto a las economías avanzadas llegase a cerca de 3 puntos porcentuales a finales de 2011, por debajo de los usuales 4 puntos porcentuales observados desde el comienzo de la década del 2000. Esperamos que la aversión global al riesgo siga siendo elevada, pero vaya disminuyendo lentamente en la segunda mitad de 2012, en línea con la esperada reducción gradual de las tensiones en Europa. Además, las políticas económicas aprovecharán los márgenes de maniobra que se vayan abriendo (como la reducción de las presiones inflacionistas y cierto espacio fiscal) y girarán cada vez más hacia el apoyo al crecimiento, en contraste con el endurecimiento experimentado en la primera parte de 2011. Esto permitirá que la demanda interna continúe apoyando el crecimiento de la región, frente a un entorno exterior aún difícil. En este contexto, esperamos que las economías emergentes recuperen tasas de crecimiento cercanas al 2% trimestral a finales de 2012 (desde el 1% al cierre de 2011), y que crezcan un 6,2% para el año en su conjunto. La principal excepción a este buen desempeño se concentrará en los países emergentes de Europa, que se verán más afectados por sus mayores vínculos comerciales y financieros con la zona del euro.

## 2. Chile: continúa desaceleración hacia crecimiento sostenible

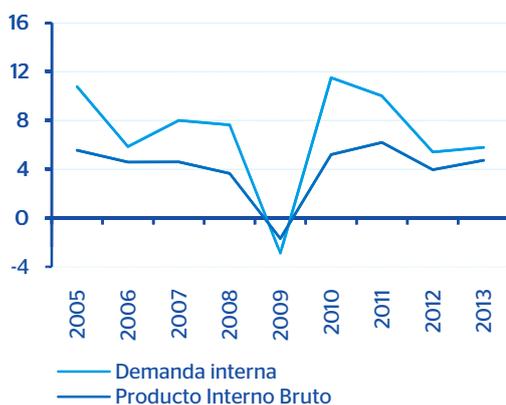
### Crecimiento se desacelera ante deterioro del escenario externo

Como se anticipaba debido al perfil de la base de comparación de 2010 y el retiro de los estímulos monetario y fiscal, el crecimiento económico fue de más a menos a lo largo de 2011. El peak se alcanzó en el primer trimestre (9,9% a/a), en tanto el último trimestre registró una expansión de sólo 4,3% a/a, con lo que el crecimiento para todo el año 2011 se ubicó en 6,3% a/a. Sin embargo, a pesar de las marcadas diferencias en las comparaciones anuales, al observar las variaciones inter trimestrales se aprecia una moderada reducción en la velocidad de crecimiento, y de hecho una convergencia a un crecimiento del PIB cercano al crecimiento potencial de la economía chilena, que estimamos en torno a 4,8% a/a.

Pero esta aproximación agregada al tema del crecimiento económico oculta importantes peculiaridades sobre la forma que ha adquirido éste en el último tiempo. En primer lugar, el desbalance entre el PIB y la demanda doméstica, un fenómeno que es relativamente reciente, ya que hasta antes de la crisis financiera internacional se observó un relativo equilibrio entre estas magnitudes. Efectivamente, en los últimos años se ha observado una importante diferencia en la velocidad de crecimiento del PIB y la demanda doméstica, que se ha reflejado en una brecha en los niveles de ambas dimensiones (Gráfico 3). Así, aunque en 2011 se verificó una disminución en la diferencia entre las velocidades de crecimiento, de todas formas la demanda interna se expandió en 10%, sustancialmente más rápido que el 6,3% estimado para el PIB. En línea con lo anterior, se ha observado un paulatino deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que sólo en parte puede explicarse por la baja en el precio del cobre observada a lo largo del año pasado.

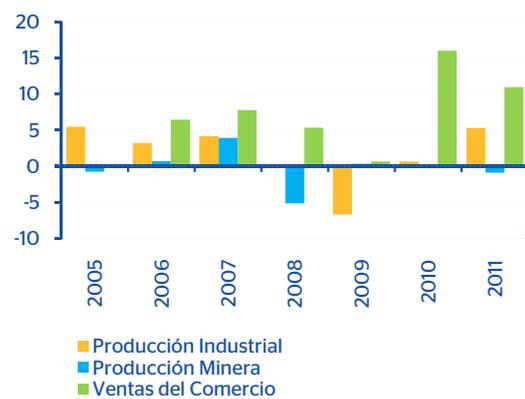
En cuanto al origen de la producción, ha sido principalmente el comercio el que ha impulsado el crecimiento, mientras que sectores más ligados a la oferta como la minería y la industria se mantuvieron rezagados, especialmente la minería durante todo 2011 y la industria con una importante desaceleración en el último trimestre (Gráfico 4).

Gráfico 3  
PIB y demanda interna (var. % a/a)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 4  
Sectores económicos (var. % a/a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

Para 2012 se baja la proyección de crecimiento del PIB a 4,0%, desde el 4,5% estimado en el Situación Chile de noviembre pasado. Este ajuste responde principalmente al entorno externo menos favorable, y es similar a la desaceleración estimada para los principales socios comerciales de Chile. Pero también se estima una desaceleración mayor de la demanda doméstica a la estimada previamente, reduciéndose el crecimiento de 5,2% en nuestro informe del 4t11 a 4,5% actual. En cuanto a los componentes de la demanda doméstica se espera alguna moderación en el consumo, debido a una estabilización de las condiciones del mercado de trabajo y cierto empeoramiento en los indicadores de confianza de los consumidores. La información sobre grandes proyectos de inversión, también respalda cierta moderación de la formación bruta de capital, mientras se espera que el gasto del gobierno mantenga su ritmo de crecimiento. La demanda externa, por otro lado, reducirá su incidencia negativa, debido a una desaceleración mayor de las importaciones que de las exportaciones.

A nivel sectorial se estima que el comercio continuará siendo el sector con la mayor incidencia en el crecimiento. También se espera un repunte de la construcción, principalmente residencial, y una consolidación de la recuperación de la industria, tanto por los subsectores alimentos (especialmente la industria del salmón) como la industria de la celulosa, y los materiales para la construcción.

La situación prácticamente de pleno empleo observada al cierre de 2011 será determinante en la explicación de la moderación en la creación de empleos que se espera para 2012. De hecho, se espera una tasa de crecimiento promedio de 1,8% para el empleo, principalmente asalariado, muy similar al aumento de la fuerza de trabajo, lo que determinará que la tasa de desempleo promedio se mantenga en 7,2% en 2012.

## Crédito mantendría su ritmo ante dinamismo de la demanda interna y el mercado laboral

Con relación al comportamiento del crédito se proyecta un crecimiento nominal promedio de 14% para el crédito total, similar al crecimiento observado en 2011 que alcanzó a 13,9%. Por componentes, se espera un aumento de los créditos comerciales que crecerían 13,8% en promedio anual, mientras los créditos de consumo mantendrían su ritmo, para crecer 16%. Los créditos hipotecarios mostrarían un repunte, en la línea con expectativas favorables para la inversión residencial.

## 3. La inflación convergerá a la meta sólo hacia el final de 2012

La inflación cerró 2011 en 4,4%, sustancialmente por arriba de nuestra predicción de octubre (3,6%), y con un desvío aún mayor en el caso de las proyecciones del mercado, el consenso de los analistas e incluso el Banco Central. Hubo importantes factores puntuales detrás de este desvío, en particular efectos estacionales más marcados en los bienes agrícolas debido a la sequía producto del fenómeno de La Niña, y la depreciación no anticipada del tipo de cambio, que incidió en el comportamiento de los bienes transables, especialmente los combustibles. Sin embargo, no se debe minimizar el efecto amplificador que puede haber tenido la estrechez de las holguras de capacidad y mantención de la brecha entre oferta y demanda interna.

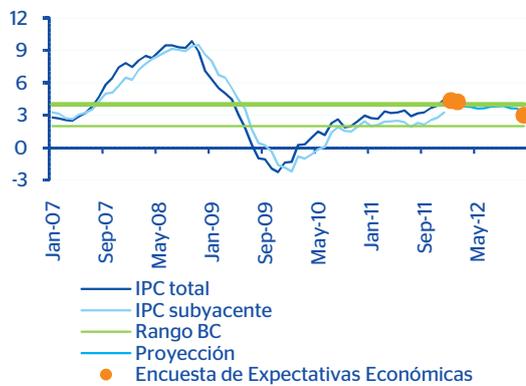
En este orden de ideas no somos tan optimistas como parece estar la mayoría respecto a una convergencia rápida de la inflación a la meta. Estimamos que todavía al cierre del año la inflación en 12 meses se ubicará levemente por arriba del 3%, y más aún hasta el tercer trimestre se mantendrá en torno al techo de la banda del Banco Central. La persistencia de las presiones inflacionarias tiene que ver con la mantención de las estrecheces tanto en los mercados de bienes como en el mercado de trabajo, así como algunos efectos de segunda ronda de la mayor inflación de los últimos meses (Gráfico 5).

En este sentido, el mercado laboral ha experimentado una elevada creación de empleo durante 2011, llevando la tasa de desocupación a 6,6% al cierre del año, equivalente a un promedio anual de 7,2%, cercano a lo que se estima es el nivel de pleno empleo de la economía. En este contexto, los salarios experimentaron un crecimiento anual de 6,3% nominal y 1,8% en términos reales, por lo que la estrechez del mercado laboral sigue siendo un factor de riesgo inflacionario, por su impacto tanto sobre los costos como en el consumo privado (Gráfico 6).

Con relación a la brecha de capacidad, es importante destacar que el crecimiento de la actividad económica en torno al potencial determinará que en los hechos la brecha no pasará a ser negativa como algunos anticipan, lo que tampoco se traducirá en una eliminación rápida de la brecha entre PIB y demanda doméstica. En este sentido, para que se materialice la convergencia de la inflación a la meta deberá verificarse la moderación en el crecimiento de la demanda, la mantención del tipo de cambio por debajo de \$500 por dólar, y cierta estabilidad en los precios de los combustibles en el mercado internacional. Con todo, la convergencia será recién al cierre del año, y ayudada por una base de comparación muy elevada luego de los altos registros del último trimestre de 2011.

Gráfico 5

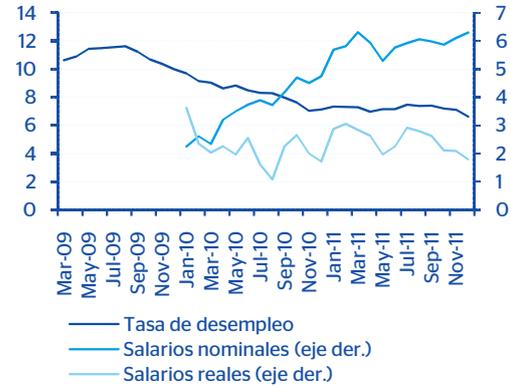
Inflación total y subyacente (Var. a/a %)



Fuente: BCCh, INE y BBVA Research

Gráfico 6

Indicadores del mercado laboral (%; Var. a/a %)



Fuente: INE

## 4. Demanda dinámica y cierre de brechas acotan espacio para ajuste monetario

El deterioro del escenario económico externo, ante la incertidumbre por la crisis de deuda europea, las menores expectativas de crecimiento para las distintas regiones, y el impacto que tendría sobre la economía local, llevaron al Banco Central a corregir a la baja sus proyecciones de crecimiento para 2012 en el IPoM de diciembre en  $\frac{1}{2}$  punto porcentual a un rango de 3,75-4,75%, con sesgo a la baja. En esta misma línea se ajustó a la baja la proyección de inflación de 2,9% a 2,7% con un balance de riesgo equilibrado y se definió un signo expansivo para la política monetaria en el corto plazo.

En este contexto, la política monetaria enfrentaba dos alternativas: implementar recortes preventivos o esperar. El riesgo de una estrategia de recortes preventivos era enfrentar luego un escenario menos negativo, teniendo que revertir los movimientos de política monetaria en el muy corto plazo. La segunda, al parecer menos riesgosa, implicaría recortes más drásticos a la tasa de política. Finalmente el Banco Central optó por una alternativa "intermedia", con una reducción preventiva de 25pb en enero, pero sin mencionar un sesgo expansivo explícito, como ha ocurrido anteriormente ante el inicio de un ciclo de recortes.

Sin embargo, si bien el escenario externo se ha deteriorado y la economía doméstica se ha desacelerado -en línea con una alta base de comparación y el retiro de los estímulos fiscales y monetarios- los indicadores de demanda interna continúan mostrándose sólidos, por lo que en un contexto de crecimiento en torno al potencial, la brecha entre ésta y el PIB se reducirá gradualmente, acotando el espacio para reducciones de tasa de política.

En este contexto, esperamos un nuevo recorte preventivo a la tasa de política monetaria en el primer trimestre del año hasta llevarla a 4,75%, para luego retornar a niveles neutrales, una vez que las economías desarrolladas retomen su ruta a la recuperación y las economías emergentes tomen mayor rapidez (Gráfico 7).

Si bien no vemos espacio para recortes significativos a la tasa de referencia, el mercado ha estado expuesto a problemas puntuales de liquidez que han hecho necesaria la intervención del Banco Central en los mercados monetarios. El episodio de estrechez de liquidez de fines

de diciembre pasado fue un ejemplo de cómo las expectativas del mercado pueden llevar a situaciones de estrés que requieran respuesta rápida de las autoridades económicas. En el escenario más probable, estos eventos no se repetirían, pero es claro que el Banco Central tiene herramientas adicionales para restablecer la normalidad en los mercados locales (Gráfico 8).

Gráfico 7

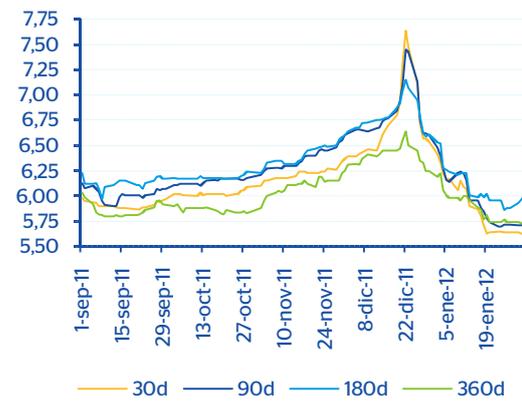
Tasa de política monetaria (%)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 8

Tasas de interés del mercado monetario (%)



Fuente: Asociación de Bancos e Instituciones Financieras

Con relación a la política cambiaria, el Banco Central finalizó el programa de acumulación de reservas en diciembre pasado comprando US\$12.000 millones desde enero del 2011. En medio de las turbulencias de los mercados externos, esto no tuvo mayor impacto en el tipo de cambio peso-dólar, como era esperable. Sin embargo, el reciente rally de los mercados de commodities, en especial del cobre que se cotiza actualmente en torno a US\$3,8 la libra, ha llevado el tipo de cambio a un nivel cercano a \$480 por dólar. Este nivel, sin embargo, no constituye un punto de inflexión para la política cambiaria, considerando que el tipo de cambio real aún se encuentra por sobre los niveles que han gatillado intervenciones en el pasado. Aunque no es descartable que el precio del cobre continúe alto, estimamos que los fundamentos de largo plazo apuntan a un descenso de éste, lo que revertiría las presiones a la apreciación que ha enfrentado el tipo de cambio.

## 5. Situación fiscal aún con espacio para mejorar en 2012

Durante el año 2011, el saldo fiscal efectivo alcanzó a un superávit de 1,4% del PIB, mientras el saldo fiscal estructural llegó a un déficit de 1,0% del PIB. Ambas cifras presentan un resultado algo más positivo respecto de nuestras estimaciones previas y se explican principalmente por una subejecución del gasto fiscal de 1% (sobre el presupuesto ajustado a comienzos de año) y mayores ingresos generados por el dinamismo de la actividad durante el año. Así, el gasto fiscal total registró un incremento real de 3,2% anual, menor a lo que el propio gobierno estimó en octubre pasado. Por su parte, un aumento real de 11,5% de los ingresos explicaron en buena medida el mejor resultado fiscal global del año pasado.

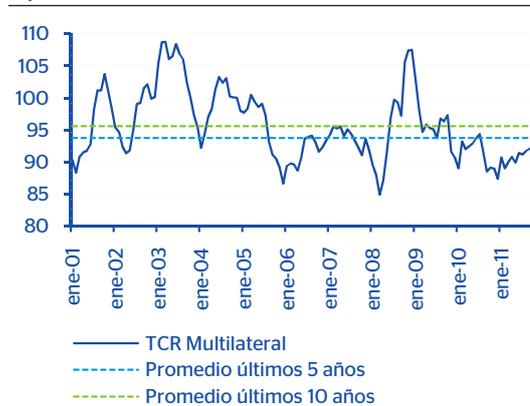
De darse en el 2012 una subejecución similar a la del año pasado, el gasto fiscal anotaría un incremento cercano al 6% real, alcanzando un saldo público cercano al equilibrio (-0,1% del PIB), mientras el déficit estructural aumentaría nuevamente a 1,4% del PIB. En este sentido, consideramos que con una subejecución cercana al 2-3% del presupuesto, se lograrían dos objetivos: mantener el gasto público a PIB dentro de los niveles actuales y el déficit estructural

en torno al 1%, como en el 2011. Con todo, parece un manejo fiscal poco ambicioso respecto de la situación previa a la crisis financiera del 2009, en la cual el gasto fiscal a PIB se situaba cerca del 20%, mientras el saldo fiscal estructural apuntaba al equilibrio.

No obstante, un aspecto que es destacable es que los fondos soberanos han recuperado su nivel gracias al elevado precio del cobre y el dinamismo de la actividad, con lo que al cierre del 2011 el Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) acumuló cerca de US\$13.200 millones, mientras los recursos disponibles del Tesoro Público alcanzaron a cerca de US\$10.600 millones. Así, sin considerar el Fondo de Reserva de Pensiones (US\$4.400 millones), los montos disponibles para hacer frente a eventuales periodos de crisis llegan a US\$23.800 millones, cerca de US\$800 millones más que los disponibles a fines de 2008. Sin embargo, el hecho de que gran parte del estímulo fiscal aplicado en la crisis del 2009 no se haya retirado, debiera llevar a una respuesta de política fiscal más cauta ante un shock externo negativo.

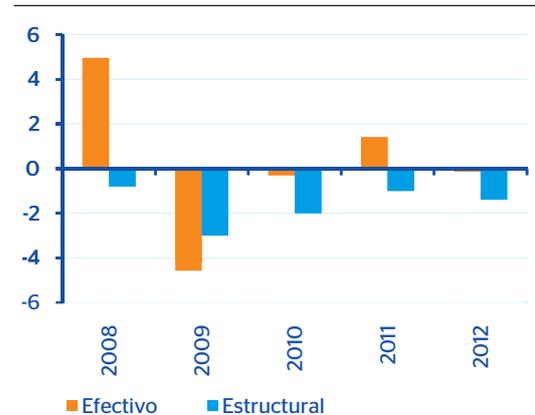
El gobierno mantiene su objetivo de llegar a un déficit estructural de 1% del PIB al 2014, lo que supone que el gasto real debiera converger a un crecimiento relativamente menor que el del PIB. Sin embargo, bajo ese escenario el gasto aún representaría cerca de 24% del PIB nominal (28% en términos reales), por lo que una meta más ambiciosa para las cuentas fiscales debiera apuntar a reducir en parte los efectos combinados del plan de estímulo fiscal del 2009 y la mantención de un déficit estructural en los últimos años. Esto aportaría a una menor presión cambiaria, que sigue latente, y sobre las tasas de interés de más largo plazo, dado los menores requerimientos de endeudamiento que implicarían esos ajustes (gráficos 9 y 10).

Gráfico 9  
Tipo de cambio real multilateral (1986=100)



Fuente: BCCh

Gráfico 10  
Saldo fiscal (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuesto y BBVA Research

## 6. Riesgos externos sesgados a la baja y riesgos internos aún latentes

Riesgos continúan sesgados a la baja por la crisis de deuda Europea y sus efectos en el crecimiento global y en Chile

El escenario de riesgo continúa siendo una salida desordenada de la crisis de deuda en Europa, con efectos sobre el crecimiento y contagio a otras economías, tanto en el mundo desarrollado como emergente, derivado de los vínculos comerciales así como también por los riesgos financieros y el aumento de la aversión al riesgo a nivel global.

En este contexto los principales commodities experimentarían caídas en sus precios, que en el caso del cobre significaría un descenso a un nivel cercano a US\$2,3 la libra en el corto y mediano plazo. En este escenario, los términos de intercambio se ajustan fuertemente, por lo que el efecto en la demanda interna es contractivo, llevando un menor crecimiento económico que promediaria 2,8% en el bienio 2012-2013 (1,6 puntos porcentuales bajo el del escenario base). Si bien las cuentas externas tenderían a mejorar por la menor expansión de la demanda en el corto plazo, de todas formas el déficit de cuenta corriente se ampliaría más adelante ante la persistencia del precio del cobre en un menor nivel. En términos de inflación, la menor presión de demanda más que compensaría la depreciación del tipo de cambio que se espera en este escenario, que alcanzaría un peak de \$650 por dólar, situándose en un promedio de 2,3% anual en el periodo 2012-2013 (1 punto porcentual bajo el escenario base).

A diferencia de 2008-2009, el aumento de la aversión al riesgo a nivel global tendría un impacto más acotado sobre la economía, que estaría mejor preparada debido al desarrollo más lento de la crisis y al aprendizaje de la crisis anterior. Se suma a esto el hecho que la tasa de política monetaria esté cercana a su nivel neutral, los ahorros públicos disponibles se sitúen en torno a US\$23.800 millones (10% del PIB) y las reservas internacionales llegan a US\$40.000 millones (17% del PIB), por lo que existen herramientas para amortiguar los efectos del deterioro externo. En esta línea, la respuesta de política monetaria llevaría la tasa de referencia a un nivel en torno a 3%, de manera que la tasa real reaccione a la baja, a pesar de la menor inflación. Por su parte, la respuesta de política fiscal, si bien expansiva, sería más acotada que la del 2009, al aplicar un plan de estímulo de cerca de 1% del PIB. Esto último, en línea con la evaluación de que si bien existen recursos disponibles, es necesario preservar el cumplimiento de la regla fiscal en el mediano y largo plazo.

## Riesgo inflacionario sigue latente

En un escenario donde se materializa una salida ordenada de la crisis de deuda en Europa, el deterioro del escenario externo -derivado de los vínculos comerciales, los riesgos financieros y la alta aversión al riesgo a nivel global- debería ir mejorando paulatinamente. En este contexto, con mayores precios de commodities y mejores condiciones de financiamiento, las expectativas a nivel doméstico podrían llevarnos a un escenario en que la demanda interna no aminore su ritmo, creando presiones inflacionarias adicionales, por lo que se haría necesario un ajuste contractivo de la política monetaria.

Asimismo, no es descartable el riesgo de mayores presiones sobre el gasto público, en medio del ambiente de crecientes demandas sociales ya vivido en el 2011, que se suma la baja aprobación del gobierno. Esto podría redundar en una mayor ejecución del presupuesto 2012 y en compromisos por mayores gastos a futuro. Si bien este escenario no afectaría de manera significativa la dinámica de crecimiento, sí puede incubar presiones inflacionarias adicionales y postergar la convergencia hacia una posición del saldo fiscal estructural más cerca del equilibrio.

## 7. Tablas

Tabla 1

## Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	-1,7	5,2	6,3	4,0	4,7
Inflación (% a/a, fdp)	-1,4	3,0	4,4	3,1	3,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	502	475	517	489	508
Tasas de interés (% fdp)	0,5	3,3	5,3	4,8	5,3
Consumo Privado (% a/a)	0,9	10,4	9,0	4,5	4,9
Consumo Público (% a/a)	7,5	3,3	4,0	4,9	4,7
Inversión (% a/a)	-15,9	18,8	15,7	8,0	8,3
Resultado Fiscal (% PIB)	-4,6	-0,3	1,4	-0,1	-0,5
Cuenta Corriente (% PIB)	1,6	1,9	-1,9	-2,3	-2,6

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	6,8	1,9	494	2,50
4T10	5,9	3,0	475	3,25
1T11	9,9	3,4	480	4,00
2T11	6,6	3,4	469	5,25
3T11	4,7	3,3	484	5,25
4T11	4,3	4,4	517	5,25
1T12	4,1	3,8	473	4,75
2T12	3,8	3,7	482	4,75
3T12	4,0	3,9	485	4,75
4T12	4,1	3,1	489	4,75
1T13	4,6	3,0	494	4,75
2T13	4,6	2,9	499	4,75
3T13	4,8	2,8	504	5,00
4T13	4,9	3,0	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**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  
Coordinación Latam

Argentina

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com

Colombia

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

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

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@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com*Áreas Globales:*

Escenarios 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