

# Situación Chile

Tercer Trimestre 2013  
Análisis Económico

- **La economía global muestra un debilitamiento cíclico**, sobre todo en emergentes, afrontando condiciones financieras menos laxas.
- **En Chile el crecimiento ha dado muestras claras de desaceleración con una expansión del PIB que llegaría a 4,2% a/a el 2013**. A 2014, estimamos una expansión de 4,4% a/a, cifra menor a la esperada hace tres meses.
- **El riesgo de un mayor abultamiento del déficit de cuenta corriente ha aumentado, y constituye el principal riesgo de mediano plazo para la economía**. Proyectamos un déficit de 4,6% del PIB el 2013, y un aumento hacia 5,1% del PIB a fines de 2014.
- **Inflación ha sido afectada por choques transitorios**. Impulso inflacionario por la depreciación del peso, aumento en precio de combustibles y ausencia de choques deflacionarios transitorios nos hacen mantener proyección de inflación de 2,5% al cierre de 2013.
- **Banco Central recortaría la tasa de política monetaria hasta 4,25%**. Mayores recortes no los consideramos por ahora consistentes con la recuperación en la tendencia inflacionaria, el abultado déficit de cuenta corriente y el aún dinámico consumo privado.

# Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno exterior: desaceleración en China y dudas sobre el retiro del impulso monetario en EEUU .....	4
3. Chile: crecimiento 2013-2014 se corrige a la baja hasta 4,2% y 4,4%, respectivamente .....	7
Recuadro 1. Anuncios de reforma tributaria.....	9
4. Déficit de Cuenta Corriente: el principal riesgo de mediano plazo .....	10
5. Inflación se recuperaría ante ausencia de choques deflacionarios transitorios y depreciación del peso.....	11
Recuadro 2. Ajustes metodológicos en el IPC.....	13
6. Política monetaria con recortes moderados hasta no más allá de 4,25%.....	15
7. Política Fiscal: gasto se ejecuta a un ritmo alto, con liquidación de dólares y con expansión que terminaría en torno a 6% real a diciembre 2013 .....	16
8. Balance de riesgos externos e internos altamente vinculados al precio del cobre .....	18
9. Tablas.....	19

Fecha de cierre: 2 de agosto de 2013

## 1. Resumen

La composición del crecimiento global continúa con grados importantes de heterogeneidad. Estados Unidos muestra una recuperación lenta aunque sostenida, y ya se encuentra en discusión el eventual retiro del estímulo monetario no convencional. En Europa los ajustes fiscales han continuado, y el crecimiento mostraría recuperación este segundo semestre, pero a ritmos menores a los de EE.UU. China ha mostrado que la desaceleración económica se asienta y esperamos que su contribución al crecimiento mundial sea algo menor a lo estimado hace algunos meses. Han empeorado las condiciones financieras para economías emergentes ante una reversión contenida de los flujos de capitales, en respuesta a la desaceleración de dichas economías como a las señales de retiro del estímulo monetario no convencional en EE.UU.

En Chile, la actividad ha evolucionado más lento de lo anticipado, principalmente inversión, corrigiendo nuestra expectativa de crecimiento desde un 5% a un 4,2% para este año, y desde un 4,7% a un 4,4% para el próximo. Por su parte, producto del menor crecimiento esperado en China para el periodo 2013-2014, hemos modificado a la baja nuestras expectativas de precio promedio de cobre para los próximos años. En particular, esperamos un precio promedio en torno a USD3,24/lb este año y USD2,95/lb el próximo (vs USD3,45/lb y USD3,26/lb, respectivamente). Lo anterior, sumado a la desaceleración local han depreciado el tipo de cambio más aceleradamente respecto a lo proyectado inicialmente. En este contexto, elevamos nuestra expectativa para tipo de cambio hacia cierres de \$514 y \$524 por dólar para 2013 y 2014, respectivamente. Asimismo, corregimos nuestra proyección de déficit de cuenta corriente desde 3,8% a 4,6% del PIB para el 2013 y de 4,2% a 5,1% del PIB para 2014.

La inflación comenzará a mostrar recuperación posterior a la desaparición de choques deflacionarios transitorios. Luego de un primer semestre con inflación por debajo de lo proyectado, el segundo semestre presentará una recuperación en la tendencia inflacionaria que nos lleva a mantener nuestra proyección de inflación para el cierre de 2013 en 2,5%. La reciente depreciación del peso apoyará la convergencia de la inflación -particularmente de transables- hacia el centro del rango meta hacia mediados del 2014.

El Banco Central recortaría la tasa de política monetaria (TPM) hasta no más allá de 4,25%. Estos recortes se concretarían durante los próximos meses, y la tasa permanecería en dicho nivel por todo el primer semestre del 2014. Recortes adicionales no los consideramos consistentes con nuestro escenario base, particularmente ante el empeoramiento del déficit de cuenta corriente, el aumento en la tendencia inflacionaria y el aún estrecho mercado laboral.

El sector público ha continuado un ritmo de ejecución presupuestaria alta en perspectiva histórica que llevará a una expansión del gasto fiscal en torno a 7% al cierre del 2013. Una menor recaudación tributaria asociada al ejercicio 2012 producto de merma en la recaudación proveniente de empresas llevará a un mayor déficit efectivo que estimamos de 1% al cierre de 2013. El déficit estructural permanece en lo presupuestado inicialmente a niveles de 1% del PIB. Hacia el 2014, esperamos se confirme nuestra visión de menor expansión del gasto fiscal producto de retrocesos en las estimaciones de PIB tendencial y precio del cobre de largo plazo para el 2014, que estimamos serán reducidos a 4,8% y USD2,9/lb, respectivamente. Con todo, el déficit alcanzaría un 0,7% del PIB en dicho periodo.

Los riesgos a este escenario base provienen de dos frentes, con intensidades algo distintas a lo previsto anteriormente. Por un lado, los riesgos domésticos se asocian a un crecimiento algo menor proveniente de una desaceleración más significativa en el consumo privado. Por otro lado, retrocesos más significativos en el precio del cobre no son descartables de concretarse una desaceleración mayor en el crecimiento de China. En este último caso, un mayor abultamiento del déficit de cuenta corriente podría requerir medidas de contención desde el ámbito fiscal y monetario.

## 2. Entorno exterior: desaceleración en China y dudas sobre el retiro del impulso monetario en EEUU

### **La economía global muestra un debilitamiento cíclico, sobre todo en emergentes, y afronta unas condiciones financieras menos laxas**

El escenario económico global es menos favorable que el vigente hace tres meses lo que nos lleva a revisar a la baja nuestra perspectiva de crecimiento del PIB mundial hasta 3,1% para el 2013, dos décimas menos de lo previsto. Para 2014 se mantienen las expectativas de expansión, en este caso hasta el 3,8%, dos décimas menos de lo previsto el trimestre pasado. Detrás de ese deterioro y de la consecuente revisión de previsiones subyacen al menos dos motivos. Por una parte, las economías emergentes están experimentando una desaceleración más intensa de lo esperado (Gráfico 1). Entre ellas cabe destacar la moderación en China, por sus repercusiones globales, y sobre las economías emergentes. En segundo lugar, se ha producido un evento no anticipado con un endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global. Este tensionamiento ha sido resultado fundamentalmente de la reacción del mercado a la comunicación del detalle de la Fed de sus planes de paulatina disminución y posterior reversión de la tercera ronda de su programa de expansión cuantitativa.

### **Acostumbrando al mercado a una menor liquidez: el mayor impacto se sentirá en las economías emergentes con mayor necesidad de financiación a corto plazo**

Aunque sea por múltiples causas, la mayor parte del repunte en las condiciones de financiación a nivel global se origina a mediados de mayo con el detalle anunciado por la Fed de sus planes para limitar primero, y poner fin después, a su programa de expansión monetaria. La Fed ha reafirmado su compromiso con la mantención de tipos de interés muy bajos durante un periodo prolongado y, lo que quizás es más importante, todo el proceso es condicional a la recuperación económica.

Sin embargo, la reacción del mercado a este plan (incluso después de ser bien aclarado en sus detalles) ha resultado más intensa de lo probablemente deseado por la Fed. Como se puede observar en el Gráfico 2, los tipos de interés a largo plazo llegaron a aumentar en más de 100 puntos básicos, mientras que los futuros descuentan ahora la primera subida de tipos para comienzos de 2015, prácticamente un año antes de lo esperado hace dos meses. En nuestra opinión, es probable que lo observado en los mercados financieros sea en parte sobre-reacción, como muestran recientes cesiones a la baja de las tasas, tanto de las largas como de las expectativas de las más cortas. Aun así, la puesta en marcha del mecanismo ha generado un proceso de recomposición de carteras ante el fin de la abundante liquidez y, por tanto, de la demanda extra de bonos que contenía los tipos de interés en niveles excepcionalmente bajos. Estaríamos ante el inicio de un ciclo de normalización de las condiciones financieras, con tipos de interés más altos y una menor demanda para los activos de riesgo.

Las economías emergentes han resultado las más afectadas por el reciente recrudescimiento de las tensiones financieras. Se han revertido las buenas condiciones de financiación exterior previas, con salidas de flujos de capitales de los mercados emergentes (Gráfico 3). Además de caídas en bolsa y en el precio de los bonos, se ha producido también una depreciación generalizada de sus monedas.

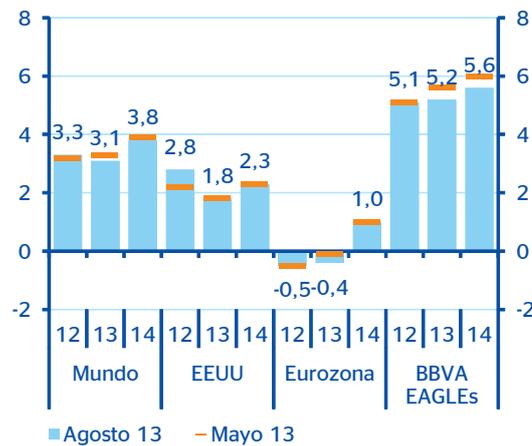
Hay varios factores detrás de esta intensa salida de capitales. Además de la inmediata anticipación al nuevo escenario de liquidez global con una recomposición de carteras, la debilidad cíclica de

algunas de las economías grandes emergentes y el riesgo creciente de una desaceleración más intensa en China, son factores que apuntan en la misma dirección. También, la expansión monetaria en Japón ha estado lejos de generar el flujo de capitales que se esperaba a economías emergentes en busca de rentabilidades más elevadas.

Con todo, siendo muy intensa la salida de flujos de capital de los mercados emergentes, existen razones para ser optimista. En primer lugar, los datos más recientes de flujos de capital muestran una moderación en las salidas en las últimas semanas. En segundo, el perfil del inversor que ha protagonizado las salidas es de un horizonte de inversión de más corto plazo, frente a inversores de perfil institucional, con horizontes de inversión más largos. Finalmente, esta reordenación de carteras ha de tener en cuenta que si se avanza hacia un entorno de menor soporte de la liquidez desde los bancos centrales es porque el ciclo económico global tiende a mejorar y ello sin olvidar los fundamentales de que han construido las economías emergentes en cuanto a la certidumbre de sus políticas y sus ventajas comparativas con las más desarrolladas en ratios de solvencia.

Gráfico 1

Crecimiento del PIB en las principales regiones\*



\* EAGLEs: Emerging and Growth-Leading Economies. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

EEUU: tipos de interés de los bonos a 10 años (%)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

### Desaceleración en China: entorno cíclico global y medidas que buscan acotar el endeudamiento y el alcance de la banca en la sombra

El reciente tensionamiento que se ha producido en el mercado interbancario chino no es sino un aspecto accesorio del proceso que las autoridades chinas han adoptado para poner coto al fuerte crecimiento del crédito, tanto en el sector bancario "oficial" como el crédito generado por el llamado sector financiero en la sombra, no regulado. El compromiso de las autoridades con este objetivo ha quedado bien patente en los últimos meses, al permitir, de forma llamativa, fuertes tensiones de liquidez en el sistema interbancario.

El escenario base sigue siendo de continuidad de una desaceleración moderada (Gráfico 4). Las medidas para limitar el crecimiento del crédito supondrán un cierto lastre sobre el crecimiento, pero aun así, las autoridades chinas parecen cómodas con las actuales tasas de crecimiento del PIB, mientras sean el resultado de cambios que hagan más sostenible (y saludable) el crecimiento en el medio y largo plazo. Seguimos considerando que el Gobierno chino continúa teniendo margen de actuación en caso de que la evolución económica comprometa sus objetivos de crecimiento. Esto supone que no cabe descartar nuevas medidas de estímulo económico y, por supuesto, que las autoridades poseen los instrumentos para evitar cualquier accidente en el sistema financiero, al menos en el corto plazo.

Gráfico 3

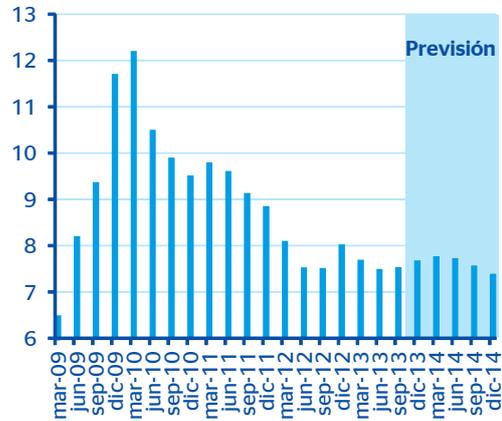
Flujos de capitales a economías emergentes (mm de dólares, promedio móvil de cuatro semanas)\*



\*Flujos de capitales a renta fija y variable.  
Fuente: BBVA Research y EPFR

Gráfico 4

China: crecimiento del PIB (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research y CEIC

### Eventos de riesgos globales más diversificados, pero de menor impacto potencial

Este escenario base global tiene todavía rangos de incertidumbre sesgados a la baja, pero sin que se vislumbren con probabilidad relevante eventos disruptivos que impidan un panorama de sostenido crecimiento global en 2013 y 2014 cerca de los niveles de 2012. Este diagnóstico es un signo de vuelta a la normalidad en el panorama económico.

Los riesgos bajistas que podrían retrasar de nuevo la recuperación global (relativamente menos probables que en otras ocasiones) serían fundamentalmente la permanencia de eventos que complicaron el panorama el trimestre pasado hasta llegar a producir tensiones adicionales en las condiciones de acceso al financiamiento y deterioro de la confianza de los agentes económicos. Se podría tratar de: i) una nueva caída, intensa y continuada, en el precio de los activos sin riesgo como el bono del Tesoro de EE.UU. como resultado de un mercado menos atado a los deseos de la Reserva Federal; ii) un resurgimiento de las dudas en los avances hacia la Unión Bancaria y en la "excepcionalidad" de Grecia y; iii) una mayor desaceleración de la economía china en su necesario proceso de rebalanceo económico a la vez que acomoda gradualmente el ajuste del tamaño de su sistema financiero. Si bien es cierto que las autoridades cuentan con márgenes de actuación para evitar eventos "de cola", el proceso de cambios que afronta China es mayúsculo, y requiere de reformas amplias, continuadas y decisivas.

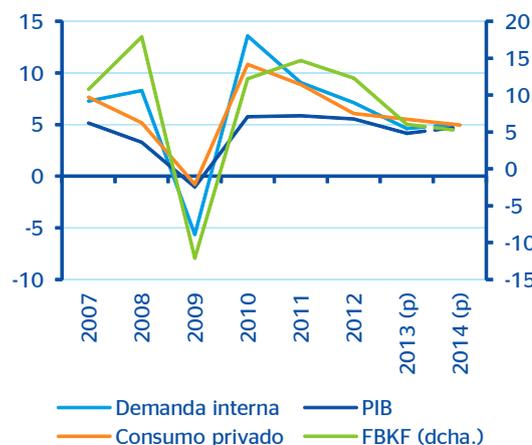
### 3. Chile: crecimiento 2013-2014 se corrige a la baja hasta 4,2% y 4,4%, respectivamente

**Las señales de desaceleración que se observaron de manera incipiente en primer trimestre en inversión, se han detectado también en la industria manufacturera. Sin embargo, el consumo privado y gasto de gobierno permanecen con relevantes ritmos de expansión**

El primer trimestre del 2013 el PIB creció 4,1% anual, en tanto el segundo trimestre presentaría un crecimiento menor al 4% anual. Estos registros se ubicaron por debajo de nuestro escenario base, y justifican gran parte de la corrección de expansión del PIB desde 5,0% a 4,2% para el cierre 2013. Por el lado de la actividad, la desaceleración del gasto estuvo determinada en lo principal por inversión, aunque este componente presentaría recuperación durante los próximos trimestres conforme culminaban proyectos mineros y energéticos que han visto ralentización en la ingeniería de las faenas de apoyo (Gráfico 6). Las importaciones de bienes de capital retroceden su nivel, aunque siguen elevadas. El dinamismo del consumo sigue sustentado en condiciones laborales favorables, con tasas de desempleo cercanas a su mínimo histórico e ingresos personales creciendo a tasas elevadas. La confianza de los consumidores ha visto marginales retrocesos -algo más la de empresarios-, en tanto la Encuesta de Crédito Bancario indica condiciones más restrictivas en la oferta y demanda, principalmente en actividades de construcción e inmobiliaria (Gráfico 7).

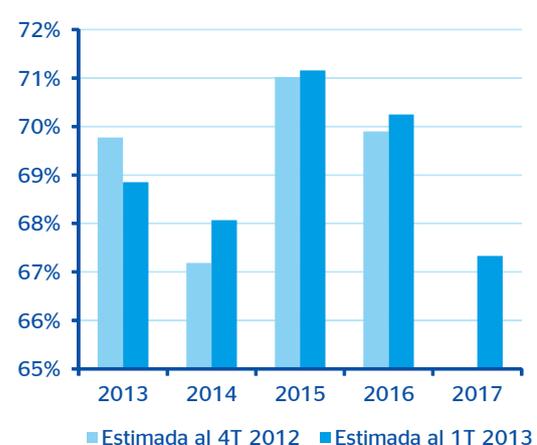
La actividad industrial manufacturera ha moderado sustantivamente su expansión, principalmente en sectores más ligados a la demanda externa, en tanto el sector alimentos permanece beneficiándose del persistente crecimiento de bienes de consumo habitual. En ese contexto, las ventas de supermercados permanecen creciendo a un ritmo por sobre sus promedios históricos. El consumo de bienes durables también continúa dinámico, focalizado particularmente en automóviles y electrónica.

Gráfico 5  
**Demanda interna, consumo, inversión y PIB**  
(Var. % a/a)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 6  
**Planes de inversión en minería y energía**  
(% del total)



Fuente: Corporación de bienes de capital

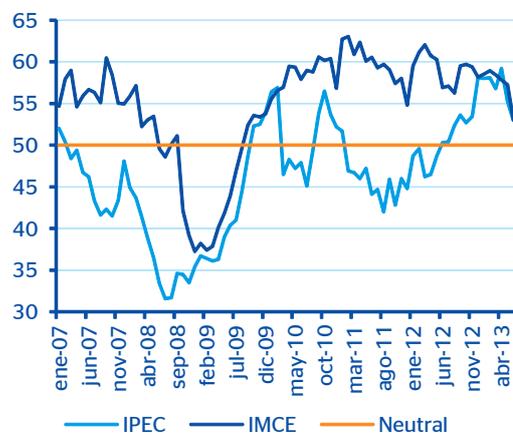
Luego de la aceleración de la actividad y el gasto el 4T12, se ha observado una moderación por el lado de la oferta que fue en alguna medida atribuida a los anuncios políticos referentes de reforma tributaria (ver Recuadro 1). Sin embargo, parte importante de la desaceleración

se explica por fenómenos más ligados a ralentización en la ejecución de proyectos mineros calendarizados y menor dinamismo de la industria. La discusión de eventual sobrecalentamiento que se sostenía hacia principios de año ha dado paso a preocupación sobre una desaceleración mayor, y la eventual necesidad de estímulo monetario adicional. Respecto a las proyecciones para el año, la estimación de crecimiento del PIB se ajusta de manera significativa desde 5,0% a/a a 4,2% a/a, con una menor contribución de la inversión y consumo privado, en tanto la inversión disminuiría su crecimiento hasta 6,0% a/a (ver Tabla 1 al final del documento). Con todo, la demanda interna acercaría su crecimiento a la expansión del PIB aumentando 5,3% a/a durante el 2013 (Gráfico 5).

El mercado laboral ha continuado creando empleos, incluso de manera contra-estacional. La destrucción de empleo en la agricultura e inmobiliarias ha visto compensación por creación de trabajo en construcción y comercio. Con todo, la tasa de desempleo permanece en niveles que permiten calificar aún como estrecho al mercado laboral (6,2% en el trimestre abril-junio), con salarios reales que crecen 5% real anual (Gráfico 8).

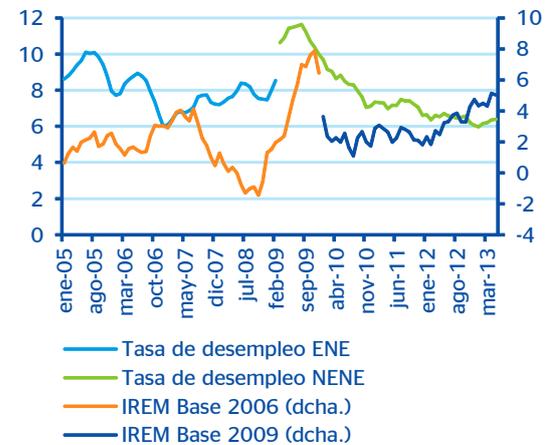
Respecto al sector externo, las exportaciones presentarían un crecimiento de 2,7% a/a durante el 2013. Parte de la ralentización de los embarques ocurrido el primer trimestre se debió a paralizaciones por huelgas en los puertos que se normalizó rápidamente. Sin embargo, debemos consignar que la expansión de las importaciones presentarían un crecimiento de 5,7% a/a, entregando una contribución negativa del sector externo al crecimiento del PIB, y abultando el déficit de cuenta corriente durante este año.

Gráfico 7  
**Confianza de los consumidores y empresarios (Índice)**



Fuente: BCCCh y BBVA Research

Gráfico 8  
**Tasa de desempleo e índice real de remuneraciones (% Var. % a/a)\***



\* Línea punteada indica inicio de aplicación de nueva base y metodología.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y BBVA Research

Para 2014, esperamos una convergencia más lenta del crecimiento hacia el potencial. Por este motivo corregimos a la baja la expansión del PIB desde 4,7% a 4,4%. Por su parte, continuaría la desaceleración de la demanda interna, con un consumo privado e inversión creciendo 5,0% y 4,8%, respectivamente. Esta desaceleración sumado a un peso chileno más débil en términos reales, hará que las importaciones pierdan fuerza creciendo un 4,4%. Finalmente, hacia 2014 las exportaciones se beneficiarían de un tipo de cambio real más depreciado y un crecimiento global mayor respecto a 2013, mostrando una expansión de 4,5%.

## Recuadro 1. Anuncios de reforma tributaria

De cara a las elecciones presidenciales que se realizarán en noviembre de este año, vale la pena revisar las propuestas programáticas en materia tributaria de los aspirantes al sillón presidencial que tienen mayor probabilidad de ser elegidos. En particular, dentro del espectro político del país, que contempla dos grandes coaliciones en disputa por el poder ejecutivo, sólo el bloque opositor a la actual administración propone cambios sustantivos en materia tributaria. Este bloque, autodenominado Nueva Mayoría y liderado por Michelle Bachelet (MB) tiene en su agenda modificaciones al sistema impositivo que según sus cálculos y bajo plena operación permitirían recaudar cerca de 3% del PIB. Por su parte, la Alianza por Chile que representa al bloque incumbente, y que al cierre estadístico de este informe aún no define a su abanderado presidencial, no presentaría propuestas en materia tributaria relevantes.

De esta forma, nos centraremos en cómo la propuesta de la candidata MB, que lidera en encuestas, pretende recaudar ingresos estructurales para el fisco del orden del 3% del PIB. Estos últimos, enfocados principalmente al financiamiento de una reforma educacional y al cierre del actual déficit estructural del gobierno. A continuación, describimos en términos generales los principales elementos detrás de los cambios a la estructura tributaria.

**Impuesto a la renta:** En líneas generales, la propuesta se basa en un rebalanceo de la carga tributaria, elevando la tasa de tributos a compañías y reduciendo la de personas. En este contexto, la primera propuesta que ha generado debate es la eliminación del FUT (Fondo de Utilidades Tributarias), mecanismo que contabiliza las utilidades percibidas por las empresas pero que no han sido retiradas por sus dueños, sino reinvertidas dentro de la compañía o alternativamente en algún instrumento de inversión del sistema financiero. Actualmente el retiro de utilidades del FUT paga el impuesto de primera categoría por el 20%, sin embargo, en la consolidación de renta y liquidación de impuestos de los individuos (global complementario), estos reciben como crédito el tributo que hacen las empresas de las cuales son participes como propietarios. En este sentido, el actual mecanismo permite postergar el pago de impuestos en la medida que dichas utilidades sean reinvertidas, generando un soporte e incentivo para la inversión. Adicionalmente, bajo el esquema del FUT, las empresas obtendrían una fuente de financiamiento menos costosa que la alternativa de acudir al sistema financiero. Cabe destacar que la propuesta de eliminación del FUT no sería retroactiva para las compañías que aún posean saldos acumulados, sino que regiría desde el cuarto año de gobierno, punto desde el cual las empresas tributarían por la totalidad de las utilidades generadas y no sólo por sobre las que se retiran. Adicionalmente, dentro del concepto

de impuesto a la renta, se incluye en la propuesta un alza gradual en el impuesto que pagan las empresas (o primera categoría) desde un 20% actual hacia un 25%. Finalmente, la reforma contempla una reducción en la tasa marginal de impuesto de las personas para el tramo superior de ingresos, dejando el actual 40% en un 35%. En régimen, se estima que estas medidas generen una recaudación en torno a 1,92% del PIB.

**Incentivos al ahorro e inversión:** Dado los efectos negativos que podría generar la eliminación del FUT sobre la inversión, la reforma incorpora un mecanismo compensatorio de depreciación instantánea a partir del cuarto año. De esta forma, las empresas podrían descontar de la base imponible toda la inversión materializada en un año. Adicionalmente, se incorpora una exención tributaria para las ganancias de capital realizada por individuos que ahorren en instrumentos financieros, hasta un tope correspondiente al retorno de un activo libre de riesgo. Con todo, se estima que estas medidas generen una merma en recaudación fiscal en torno a 0,21% del PIB.

**Medidas pro PYMES:** Ampliar la base de empresas que puedan tributar en base a contabilidad simplificada. Para esto se propone relajar el requisito de ventas inferiores a 5.000 UTM hacia todas aquellas que obtengan ventas inferiores a 14.500 UTM. Por otro lado, se propone eliminar regímenes simplificados de tributación, por ejemplo, la tributación bajo renta presunta, entre otros mecanismos que incentivan la subdeclaración de utilidades. Por último, para solucionar un problema de liquidez que enfrentan las PYMES a la hora de pagar el IVA, se pretende incorporar en el esquema la interacción de las PYMES como proveedores de grandes empresas. Por lo general, grandes empresas pagan a sus proveedores (no solo PYMES) a plazos de 90 días, mientras que las necesidades de liquidez para tributar IVA son cada 30 días. Así, como medida para reducir la diferencia en la duración de activos y pasivos de corto plazo en las PYMES, se forzaría a grandes compañías a hacerse responsables, en parte, del IVA mensual que adeuden las pequeñas empresas. Se estima que estas medidas generen una merma en recaudación fiscal en torno a 0,18% del PIB.

**Impuestos correctivos y eliminación de franquicias:** Como medidas para corregir externalidades se plantea incentivar la compra de vehículos de bajo consumo en combustible, mediante un impuesto proporcional a la cilindrada y diferenciado según el tipo de gasolina utilizado. A lo que se suma la eliminación de la devolución del impuesto específico al diesel en la industria (PYMES quedarían excluidas de esta modificación). Asimismo, se propone cambiar el actual impuesto sobre bebidas

alcohólicas por uno específico equivalente a 20 UTM por cada 100 litros de alcohol puro. Dentro de la misma línea, se plantea reemplazar el actual impuesto a los cigarrillos (de monto fijo) por un impuesto específico por cantidad. En un plazo de dos años se aumentaría el impuesto de Timbres y Estampillas, desde el actual 0,4% a 0,8%, mientras que las PYMES continuarán recuperando este impuesto descontándolo del pago mensual de IVA. Por último, la propuesta contempla la eliminación de dos franquicias tributarias, la primera relacionada al trato preferente del sector inmobiliario en la tributación de IVA. Para esto se gravarían todas las transacciones de inmuebles, entre constructoras, inmobiliarias y otros agentes intermedios, anteriores a la venta que se realice al consumidor final. Asimismo, se propone restringir el actual crédito especial

de IVA para empresas constructoras, limitándolo sólo a viviendas con precios inferiores a las 2000 UF. La segunda, dice relación con la eliminación de la franquicia tributaria para los fondos de inversión privados (FIP). En régimen, se estima que estas medidas generen una recaudación en torno a 0,97% del PIB.

Finalmente, la propuesta contempla mayores medidas de fiscalización para reducir la evasión y elusión, entregando más facultades y recursos al Servicio de Impuestos Internos para dicho objetivo. Por este concepto, se estima recaudar ingresos por un 0,51% del PIB.

## 4. Déficit de Cuenta Corriente: el principal riesgo de mediano plazo

**A pesar de la corrección a la baja en el crecimiento del consumo privado, el déficit de cuenta corriente presenta un incremento hacia 4,6% del PIB al cierre del 2013, y 5,1% a fines del 2014. Lo anterior, se explica por un menor precio promedio de cobre esperado para este año (desde USD3,45 a USD3,24 la libra). La sensibilidad del déficit de cuenta corriente al precio del cobre es importante, y en el plazo de 1 año lo estimamos en US\$60 millones por cada centavo de dólar menos de precio promedio**

En los últimos meses han comenzado a producirse algunos de los ajustes necesarios para corregir el abultamiento del déficit de cuenta corriente. En efecto, el tipo de cambio real se ha depreciado en un contexto de importante retroceso en el precio del cobre (Gráfico 9). Asimismo, la demanda interna se ha desacelerado, lo que en su conjunto debería contribuir a reducir el déficit a mediano plazo. Sin embargo, este riesgo adquiere mayor relevancia si se intensifica la caída del precio del cobre, empeoran las condiciones de financiamiento externo y se mantiene un consumo privado dinámico.

La cuenta corriente de la balanza de pagos acumuló en el primer trimestre un saldo negativo de US\$1.690 millones, equivalente a 4% del PIB en el último año móvil, y proyectamos un déficit de cuenta corriente de 4,6% al cierre del 2013. Este déficit se vería incrementado hacia el 2014 producto de una desaceleración más suave del consumo respecto a los ingresos disponibles, dejando el déficit en niveles de 5,1% del PIB al cierre del 2014 (Gráfico 10).

En cuanto al financiamiento de estos crecientes déficits, al igual que en 2012 la inversión extranjera directa (IED) generaría la mayor fuente de flujos, principalmente en minería como en proyectos energéticos vinculados directamente a dicho sector. El ajuste automático del déficit de cuenta corriente ocurre a través de la balanza de renta dentro de la cuenta corriente. En efecto, menores precios del cobre llevan a menores rentas a las matrices de las empresas extranjeras que explotan el mineral. Nuestra estimación es que considerando dicho ajuste automático, el déficit de cuenta corriente empeoraría en US\$60 millones por cada centavo de dólar menos en el precio promedio del cobre, considerando un plazo de 1 año.

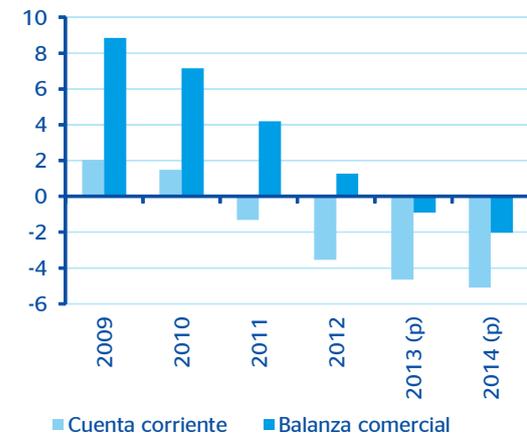
Para finalizar, la sostenibilidad del déficit de cuenta corriente tiene directa vinculación con la inflación externa, el PIB de largo plazo y el nivel de integración financiera internacional, medido como la posición deudora neta respecto al PIB. Nuestras sensibilizaciones respecto al nivel sostenible apunta a que la economía chilena podría sostener un déficit de entre 2% y 3% del PIB en el largo plazo. Consecuentemente, déficits como los observados en lo reciente, y proyectados en nuestro escenario base, los consideramos como el principal riesgo de mediano plazo para la economía chilena. Medidas de política fiscal y monetaria que permitan una convergencia saludable hacia niveles sostenibles podrían ser necesarias durante los próximos trimestres.

Gráfico 9  
**Proyección precio del cobre (US\$ por libra, promedio)**



Fuente: Comisión Chilena del Cobre y BBVA Research

Gráfico 10  
**Saldo comercial y de cuenta corriente (% del PIB)**



Fuente: BCCh y BBVA Research

## 5. Inflación se recuperaría ante ausencia de choques deflacionarios transitorios y depreciación del peso

**Inflación IPC presentará una importante recuperación durante el resto del 2013 apoyada por la depreciación reciente, ajustes metodológicos por parte del INE, ausencia de choques deflacionarios transitorios y alzas en tarifas eléctricas. Consecuentemente, mantenemos nuestra proyección de inflación de 2,5% al cierre del 2013 y 2,6% a diciembre 2014**

La inflación presentó alta volatilidad el primer semestre en sus registros mensuales, principalmente impactada por las tarifas eléctricas y otros choques transitorios que llevaron a que la inflación se ubicará en 1% anual en mayo pasado. Asimismo, la apreciación del peso y los menores precios de combustibles observados durante los primeros meses apoyaron el retiro de la preocupación inflacionaria para la autoridad monetaria.

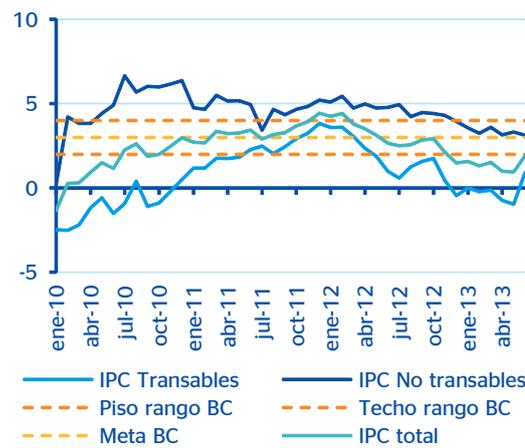
En el contexto anterior, la inflación de bienes transables ha sido la principal causa del retroceso inflacionario al ubicarse en 0,9% a/a a junio, en tanto la inflación de bienes no transables permanece sobre el centro del rango meta en 3,1% a/a, a pesar de verse sometida a los choques deflacionarios de las tarifas eléctricas (Gráfico 11). En cualquier caso, las medidas subyacentes excluyendo alimentos frescos, tarifas reguladas y precios indexados se ubican en niveles particularmente bajo de 1,3% a/a. Proyectamos que este escenario inflacionario

benigno sea impactado al alza por la depreciación reciente del peso. Nuestras estimaciones apuntan a que el traspaso inflacionario del 7% de depreciación del peso al cierre estadístico de este informe inyecte en torno a 0,4% de inflación a diciembre 2013. Con todo, mantenemos nuestra proyección de inflación anual en 2,5% para el 2013, que se ubica algo por sobre lo que plasmado en el precio de activos financieros y encuesta a analistas (Gráfico 12).

Un tema que también apoya un mejor traspaso del dinamismo del consumo hacia la inflación tiene relación con las mejoras metodológicas en la canasta de precios del IPC. Durante el primer semestre el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) ha anunciado revisiones a las metodologías de medición de varios productos de la canasta de precios. Esta revisión metodológica se enmarca en los procesos continuos de mejora de los institutos de estadísticas, y aprovecha también la oportunidad de incorporar la nueva Encuesta de Presupuesto Familiar en aplicación a contar de enero 2014 (ver Recuadro 2).

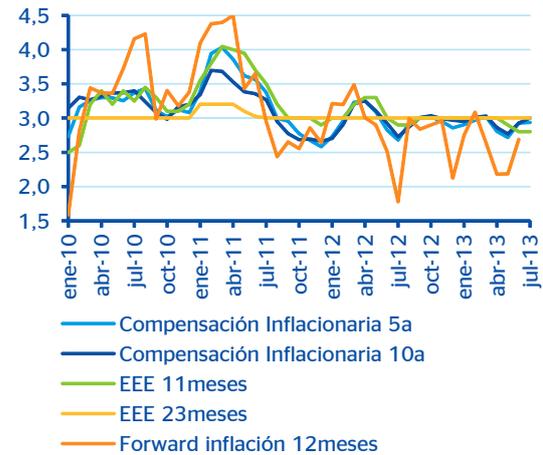
Para 2014 la inflación convergería a la meta hacia mitad de año aunque cerraría con un incremento de 2,6%. Continuamos considerando un mayor aporte del componente transable del IPC que recogería mayoritariamente los efectos de traspaso por depreciación del tipo de cambio. Por su parte, la desaceleración de la actividad permitiría moderar la presión subyacente de precios que se recoge de mejor forma en el componente no transable de la canasta IPC.

Gráfico 11  
Medidas de inflación (Var. % a/a)



Fuente: BCCCh e Instituto Nacional de Estadísticas

Gráfico 12  
Expectativas de inflación, compensaciones inflacionarias y forwards de inflación (%)



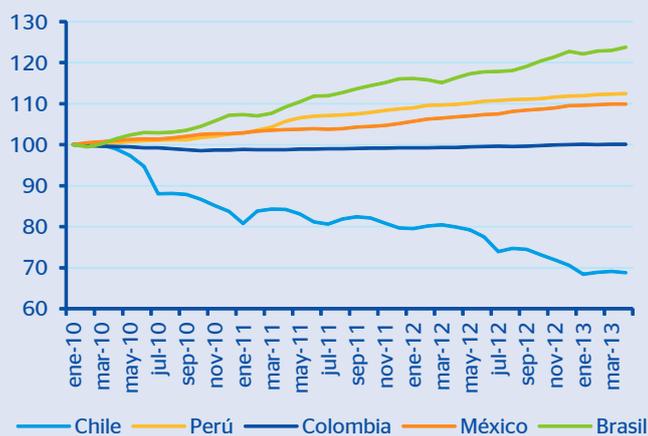
Fuente: BCCCh y BBVA Research

## Recuadro 2. Ajustes metodológicos en el IPC

El INE ha emprendido una revisión de las metodologías para corregir precios de varios productos relevantes dentro de la canasta del IPC. Estas mejoras corresponden a un proceso continuo de progreso metodológico que ocurre en todas las oficinas estadísticas del mundo. Tras su aplicación, se espera que exista un Índice de Precios al Consumidor (IPC) acorde a las mejores prácticas internacionales.

**Prendas de vestir y calzado:** Esta es una de las divisiones cuya metodología ha sido exhaustivamente revisada tanto por el INE como por el Comité de Usuarios del IPC que fue llamado a participar del proceso de revisión. El Comité tuvo su primera reunión en el INE el 7 de mayo pasado donde se presentó la metodología actual para capturar precios en la división y se mostraron las metodologías de imputación en prendas de vestir de Francia, Suecia, Reino Unido y Sudáfrica. En dicha instancia se discutieron problemas como la ausencia de aplicación de ajustes de calidad por moda. A modo de comparación, si se observa el comportamiento de la división Prendas de vestir y calzado con otros países de Latinoamérica se observan importantes diferencias. Lo anterior ha generado un consenso respecto de que el INE tiene desafíos metodológicos en esta división (Gráfico 13).

Gráfico 13  
**Prendas de vestir: comparación internacional**  
(Base enero 2010=100)



Fuente: INE, DANE, INEI, INEGI, IBGE y BBVA Research

Los cambios metodológicos propuestos pasan por una instrucción clara y precisa a los encuestadores respecto al producto a encuestar en base a los criterios más objetivo posibles. Además, se define la temporalidad en función de dos grandes estaciones del año: Otoño-Invierno entre febrero y julio y Primavera-Verano entre agosto y enero. Este criterio sería reforzado con recolección de precios dos meses antes y dos meses después de cada temporada los que estarían sujetos a representatividad flexible.

Actualmente, la división Prendas de vestir y calzado tiene una participación de 5,21% en la canasta del IPC. Cabe destacar que durante el año 2012 la división sufrió una caída de 11,3% la que se concentró principalmente en el segundo trimestre del mismo año registrando una caída acumulada de 8.9% (Gráfico 14).

Finalmente, estas mejoras serán implementadas en el IPC julio, publicado los primeros días de agosto.

Gráfico 14  
**Prendas de vestir y calzado, cifras empalmadas**  
(Base enero 2010=100)



\*Área gris corresponde a inicio de la canasta 2009. Para el empalme hasta diciembre de dicho año se consideró la serie original.  
Fuente: INE y BBVA Research

**Arriendo:** El INE junto al Comité han detectado la necesidad de aumentar el tamaño de la muestra y de incorporar a la medición nuevos arriendos en la proporción que corresponda. Bajo la metodología actual los valores de las viviendas arrendadas están fijados por contrato, por lo que difiere respecto del valor de mercado del mismo arriendo. El producto Arriendo tiene una participación de 3,87% dentro de la canasta del IPC y actualmente, para medir el arriendo efectivo a través de la encuesta, se considera una muestra aleatoria de viviendas que hayan declarado el gasto.

Al efectuar un análisis en términos nominales, el Arriendo ha aumentado un 10,5% entre el año 2009 y 2012, mientras que el valor de las viviendas, en promedio, ha aumentado 28% (Gráfico 15). Si Arriendo hubiera tenido la misma variación del activo subyacente, el gap sería aproximadamente de 0,7% mensual en dicho periodo. Las propuestas de cambios metodológicos serán implementadas desde enero del 2014 justo cuando empieza a utilizarse la nueva canasta.

Gráfico 15  
Evolución precios de arriendos y viviendas  
(Base enero 2010=100)



Fuente: INE, DANE, INEI, INEGI, IBGE y BBVA Research

Gráfico 16  
Servicio doméstico  
(Base enero 2010=100)



Fuente: INE, BBA Research

**Servicio doméstico:** Para este ítem, el INE ha expresado que la metodología plasma bien la variación del índice, y aunque reconocen la existencia de varianza no ve señales de sesgo, por lo que los ajustes consistirán en aumentar el tamaño muestral. Servicio doméstico posee una participación de 2,26% en la canasta del IPC y para medir su variación se realiza una encuesta a hogares. Sin embargo, es posible hacer una comparación con un servicio intensivo en mano de obra como el que se observa en el IREM Construcción. En términos nominales, entre el 2009 y 2012 el índice de Servicio doméstico ha crecido 15,5%, mientras que el IREM Construcción y el IREM general lo han hecho en 25,6% y 21,5% respectivamente (Gráfico 16). La propuesta anteriormente mencionada será implementada en el año base 2013=100, es decir, desde enero del 2014.

**Seguros:** Los ítems que capturan los precios de seguros también serían revisados por el INE a la luz de diferencias en su evolución respecto a datos colectados de los agentes financieros que distribuyen y venden dichos seguros. Nuevamente, tendríamos los ajustes implementados en enero 2014.

## 6. Política monetaria con recortes moderados hasta no más allá de 4,25%

La política monetaria ha lidiado con un balance de riesgos internos y externos manteniendo la TPM en 5% desde enero 2012. Dentro de nuestro escenario base hemos incorporado el sesgo a mayor relajamiento monetario entregado por la autoridad monetaria. Sin embargo, consideramos que el incremento del déficit de cuenta corriente, la recuperación inflacionaria y la aún persistente dinámica del consumo daría espacio para recortes no más allá de 75 pb. Hacia el 2014, y en particular en el 3T14, comenzaría el ciclo contractivo cerrando el año en un 5%

En su último Informe de Política Monetaria (IPoM), el Banco Central entregó un escenario que considera recortes de 50 pb, en línea con las expectativas privadas en ese momento. La reunión de política monetaria de julio, previa al cierre estadístico de este Situación, indica explícitamente que la consolidación de las tendencias delineadas en el último IPoM podría requerir de ajustes en la Tasa de Política Monetaria en los próximos meses. El precio de los activos y las encuestas de expectativas han internalizado ese mensaje (Gráficos 17 y 18).

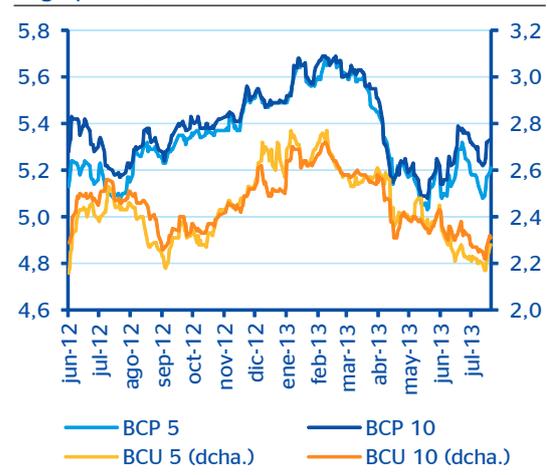
El Banco Central considera que los indicadores de confianza de consumidores y las condiciones más restrictivas en el crédito estarían anticipando una desaceleración del consumo. Asimismo, considera que el déficit de cuenta corriente podría tender a cerrarse en el mediano plazo empujado por la depreciación real del peso y el menor dinamismo de la demanda interna. Nuestra postura aún es agnóstica respecto a la necesidad de mayor estímulo monetario considerando que la TPM se ubica en la parte baja de las estimaciones de TPM neutral. Sin embargo, debemos reconocer que la intensión explícita del Banco Central es entregar mayor estímulo en el marco de sintonía fina de la política monetaria de manera de estrechar la distancia respecto a las tasas de referencia de otras economías emergentes, que ha sido un argumento repetido en varios de sus comunicados (Gráfico 20).

Gráfico 17  
Tasa de política monetaria (%)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 18  
Rendimiento de bonos nominales y reales de largo plazo (%)



Fuente: Asociación de Bancos e Instituciones Financieras

En el contexto anterior, modelamos un recorte de la TPM de no más de 75 pb en el horizonte de política durante los próximos 3 trimestres que también entrega sustento a nuestra proyección de expansión del PIB de 4,4% al cierre de 2014. El inicio del ciclo de relajamiento monetario de carácter acotado se iniciaría en septiembre del 2013, en tanto el ciclo contractivo comenzaría hacia el tercer trimestre del 2014, cerrando en un 5%.

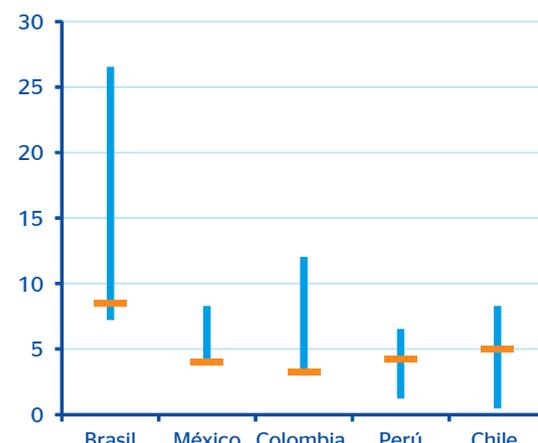
Como lo habíamos anticipado en nuestro Situación del 2T13, el mercado financiero ha comenzando a internalizar el mayor riesgo de retiro del estímulo monetario no convencional por parte de la Fed. Este fenómeno ha ocurrido con volatilidad, aunque los impactos alcistas sobre las tasas de interés soberanas han sido muy moderados en comparación a otras economías emergentes, en parte por un mensaje de eventual inyección de estímulo monetario por parte de la autoridad y también por la baja internacionalización de la deuda soberana en comparación a otras economías emergentes (Gráfico 18). Asimismo, hemos observado impactos apreciativos sobre el dólar a nivel global y salida de capitales de economías emergentes. De hecho, en Chile vimos salidas de capitales que buscaban en su momento aprovechar diferenciales de tasas de interés (carry trade) por aproximadamente US\$10.000 millones el primer semestre (Gráfico 19). Asimismo, la bolsa local ha retrocedido 14% en pesos y 21% en dólares desde enero 2013 influenciada en parte por salida de capitales de portafolio. De darse un escenario ordenado de retiro del estímulo monetario en Estados Unidos durante este segundo semestre, que se justifique en una consolidación del crecimiento de dicha economía, junto a una acotada desaceleración del consumo localmente, consideramos que el Banco Central podría anular las intensiones de rebajar la TPM o llevar a recortes muy moderados.

Gráfico 19  
Carry trade y tipo de cambio nominal  
(Millones USD, Pesos)



Fuente: BCCCh, Haver y BBVA Research

Gráfico 20  
Tasa de Política Monetaria actual en la región vs  
rango histórico desde 2001 (%)



Fuente: Haver y BBVA Research

## 7. Política Fiscal: gasto se ejecuta a un ritmo alto, con liquidación de dólares y con expansión que terminaría en torno a 6% real a diciembre 2013

**Proyectamos déficits fiscales efectivos mayores para el 2013 y 2014, alcanzando el 1% y 0,7% del PIB, respectivamente. Lo anterior producto de una menor recaudación tributaria de empresas mineras y no mineras y menor precio del cobre. El déficit fiscal estructural se mantendría en 1% del PIB este año y el próximo**

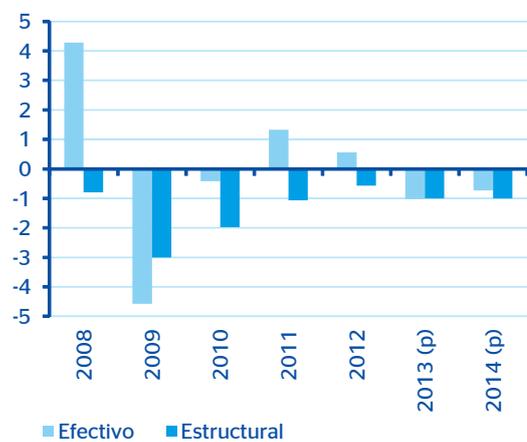
El saldo fiscal alcanzó un superávit de 0,6% del PIB en 2012 gracias al buen desempeño del consumo privado y buenos resultados a nivel corporativo no minero. En efecto, los ingresos no vinculados a minería aumentaron 7% a/a, en tanto el aporte de Codelco se contrajo 31% a/a.

Durante el 2013, la Operación Renta terminada en abril dejó de manifiesto un escenario con buena recaudación proveniente de partidas más ligadas al consumo, en particular recaudación IVA. Sin embargo, a diferencia del ejercicio pasado, la tributación de las empresas no mineras fue negativamente impactada por sus menores utilidades, estas últimas explicadas por el incremento en el costo de la mano de obra, el aumento del costo de la energía y la apreciación del peso para aquellas más vinculadas a las exportaciones. Es así como los impuestos declarados se contrajeron un 17% a/a llevando a que nuestra estimación de déficit fiscal efectivo sea corregida desde 0,3% a 1% del PIB al cierre 2013 (Gráfico 21).

En términos de ejecución presupuestaria, el estado de operaciones a junio 2013 del Gobierno Central indica una expansión real de 6,8% a/a, con una contracción de los ingresos de 5,6% a/a. El ritmo de ejecución fiscal se ubica algo por sobre el observado en años precedentes a igual fecha (Gráfico 22). Asimismo, es posible consignar una liquidación de dólares en mayo y junio por aproximadamente US\$4.200 millones de manera de ejecutar gasto, quedando un estimado restante de no más de US\$800 millones de acuerdo a nuestras estimaciones.

Este escenario de menores ingresos se explica por lo mencionado anteriormente respecto de una menor recaudación tributaria. Sin embargo, nuestra expectativa es que continuará el dinamismo del gasto consistente con un déficit efectivo de 1% del PIB sin violentar el objetivo dual planteado por el Gobierno hace 4 años. En efecto, el Gobierno planteó presentar una expansión real promedio del gasto inferior al crecimiento promedio del PIB en el período de 4 años, al mismo tiempo que se respetaría el objetivo de déficit fiscal estructural de 1% del PIB. Para el 2013 esto implica que el gasto no crecería más de 6,7%, y la autoridad ya ha comprometido una expansión real de 5,9% a diciembre, cifra que aún así se ubica marcadamente por sobre la expansión del PIB proyectada de 4,2%. En ese contexto, el gasto fiscal continuará contribuyendo al crecimiento de la demanda interna pero a menor ritmo de expansión durante el segundo semestre.

Gráfico 21  
Balance fiscal efectivo y estructural (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuesto (Ministerio de Hacienda) y BBVA Research

Gráfico 22  
Ejecución presupuestaria del Gobierno (%)



Fuente: Dirección de Presupuesto (Ministerio de Hacienda) y BBVA Research

## 8. Balance de riesgos externos e internos altamente vinculados al precio del cobre

**El principal riesgo se asocia a una desaceleración de la economía china que tenga consecuencias sobre el precio del cobre. Los efectos sobre las cuentas externas y fiscales serían significativos, particularmente si la convergencia a niveles inferiores en el precio del metal es abrupta**

Pese a que Europa continua siendo un foco de riesgo externo, la probabilidad que se le asigna a los escenarios extremos ha continuado reduciéndose. En el caso de Chile, el canal de transmisión más relevante de una crisis de esta naturaleza sigue siendo su potencial efecto en los términos de intercambio y volúmenes exportados.

Posterior al mayor convencimiento respecto al retiro paulatino del estímulo monetario no convencional por parte de la Fed hacia la última parte de 2013, que siguió a cifras menores a las esperadas en crecimiento de China el primer trimestre, el precio del cobre disminuye significativamente respecto a los niveles observados en trimestres previos. En ese contexto, es importante consignar la sensibilidad al precio del cobre de las cuentas fiscales y de las cuentas externas. Estimamos que cada centavo de caída del precio del cobre reduce el valor de las exportaciones en aproximadamente US\$120 millones. La disminución de las rentas netas al exterior moderaría el impacto adverso en la cuenta corriente, y lo estimamos en US\$60 millones por cada centavo menos de cobre.

En cuanto al efecto en las cuentas fiscales, cada centavo de menor precio del cobre implica aproximadamente US\$50 millones de menores ingresos. Así, una baja de unos 32 centavos de dólar en todo un año determinaría menores ingresos en torno a US\$1.600 millones. Solo este factor implicaría pasar de una situación de equilibrio fiscal a una de déficit algo mayor a medio punto porcentual del PIB.

En un escenario adverso, es importante consignar la amplia capacidad fiscal como monetaria para implementar políticas contra cíclicas, así como los buenos fundamentos del sector financiero y corporativo. En su conjunto, aseguran impactos acotados en la economía.

Finalmente, si bien las condiciones para un ajuste del déficit de cuenta corriente se han comenzado a configurar a través de la depreciación real del peso y la desaceleración de la demanda interna, ambos han sido relativamente moderados como para asegurar una convergencia que permita recortes preventivos y/o amplios en la tasa de política monetaria. Emprender un ciclo monetario expansivo y/o significativo de manera anticipada sin ver un menor dinamismo del consumo respecto a los ingresos disponibles podría llevar a un abultamiento del déficit de cuenta corriente en un escenario externo donde los riesgos de caídas adicionales en el precio del metal están aún presentes.

## 9. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	5,8	5,9	5,6	4,2	4,4
Inflación (% a/a, fdp)	3,0	4,4	1,5	2,5	2,6
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	475	517	477	514	524
Tasas de interés (% fdp)	3,3	5,3	5,0	4,3	5,0
Consumo Privado (% a/a)	10,8	8,9	6,1	5,5	5,0
Consumo Público (% a/a)	4,6	3,0	4,2	4,1	4,9
Inversión (% a/a)	12,2	14,7	12,3	6,0	4,8
Resultado Fiscal (% PIB)	-0,4	1,4	0,6	-1,0	-0,7
Cuenta Corriente (% PIB)	1,5	-1,3	-3,5	-4,6	-5,1

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés (%, fdp)
T1 11	9,8	3,4	479,7	4,0
T2 11	5,8	3,4	469,4	5,3
T3 11	3,2	3,3	483,7	5,3
T4 11	5,0	4,4	517,2	5,3
T1 12	5,1	3,8	485,4	5,0
T2 12	5,7	2,6	505,6	5,0
T3 12	5,8	2,8	475,0	5,0
T4 12	5,7	1,5	477,1	5,0
T1 13	4,1	1,5	472,5	5,0
T2 13	3,7	1,9	502,9	5,0
T3 13	4,7	1,9	506,0	4,8
T4 13	4,1	2,5	514,0	4,3
T1 14	4,7	2,6	515,5	4,3
T2 14	4,6	2,8	518,7	4,3
T3 14	4,3	2,5	522,0	4,8
T4 14	4,1	2,6	524,1	5,0

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***Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

**Fernando Soto**

fsotol@bbva.com

**Aníbal Alarcón**

aalarcona@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

México

**Carlos Serrano**

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo.lopez@bbva.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

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

## Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Latam**

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Teléfono: +56 26791000

E-mail: bbvaresearch@bbva.com

**www.bbvaresearch.com**