

Situación Chile

Segundo Trimestre 2013
Análisis Económico

- **La economía mundial continúa recuperándose**, pero muestra disparidad entre las distintas regiones.
- **En Chile, crecimiento se desaceleraría hacia el potencial en 2013, llegando a 5% a/a, con alguna moderación de la demanda interna, en particular, la inversión.** A 2014, estimamos una expansión de 4,7% a/a.
- **Inflación bajo el rango de tolerancia del Banco Central se explica por factores transitorios.** Al cierre de 2013 llegaría a 2,5% a/a, ubicándose dentro del rango meta en 2014.
- **Balance de riesgos domésticos y externos extendería pausa del Banco Central por el resto de 2013.** Esperamos breve ciclo de alzas en el primer semestre de 2014, ante expectativas un probable inicio del retiro de medidas de liquidez en economías desarrolladas.
- **Riesgos para la economía chilena se relacionan con eventos adversos en economías desarrolladas y efectos sobre la actividad en economías emergentes relevantes como China.** Riesgos domésticos se asocian a demanda interna dinámica que presione la inflación en el mediano plazo.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Un escenario global más heterogéneo.....	3
3. Chile: Crecimiento 2013 alcanzaría el 5,0%, en torno al potencial.....	5
4. Inflación se mantiene baja, pero retornaría al rango meta al cierre del año.....	6
5. Política monetaria neutral solo por 2013... en 2014 vendrían alzas.....	7
Recuadro 1. Política monetaria y condiciones de liquidez externas.....	9
6. Cuentas fiscales en línea con déficit estructural cercano a 1%.....	11
7. Balanza de pagos: leve deterioro, pero aún sostenible.....	12
Recuadro 2. Cuenta corriente y stock de deuda.....	13
8. Riesgos domésticos y externos continúan siendo relevantes.....	15
9. Tablas.....	16

Fecha de cierre: 6 de mayo de 2013

1. Resumen

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB para 2013 y 2014. Se observan algunas señales de desaceleración de la actividad hacia su tendencia de largo plazo, aunque aún es temprano para descartar que sean solo elementos transitorios. Con todo, estimamos que el crecimiento del PIB alcanzará a 5% a/a en 2013 y disminuirá a 4,7% a/a en 2014, lo que considera un ritmo trimestral en línea con el crecimiento potencial de la economía chilena.

La inflación continúa por debajo del rango meta por factores que consideramos transitorios, lo que sin embargo nos llevan a ajustar a la baja la proyección para el cierre de 2013 a 2,5%. A mediano plazo, la inflación de bienes transables debiera normalizarse, llevando la inflación total de vuelta hacia niveles más cercanos a la meta del Banco Central.

En un contexto de riesgos domésticos de mayor actividad y presiones inflacionarias latentes, que se contraponen con riesgos externos aún sesgados a la baja que podrían impactar a la economía local, el Banco Central mantendrá la tasa de política monetaria en lo que resta del año. Para 2014, esperamos un breve ciclo de alzas que lleve la TPM a su nivel neutral acorde con la internalización de expectativas de inicio de normalización de las condiciones monetarias externas.

En el sector público, anticipamos efectos compensados de menor crecimiento, menor precio del cobre y mayor inflación en las cuentas fiscales que llevarían a un déficit efectivo de 0,3% del PIB en 2013. Para 2014, se anticipa un déficit similar, que considera un nuevo ajuste del precio del cobre a la baja, convergiendo a su nivel de largo plazo.

Un aspecto relevante será la evolución de la cuenta corriente, la que estimamos registrará un déficit de 3,8% del PIB en 2013, con un precio del cobre que se ajusta solo marginalmente a la baja para promediar US\$3,45 la libra. Así, gran parte del mayor déficit proviene de una reducción en el superávit de la balanza comercial. Para 2014, un nuevo ajuste del precio del cobre hacia US\$3,26 la libra de promedio para el año, continuará ampliando el déficit de cuenta corriente hacia 4,2% del PIB.

Los riesgos a este escenario base provienen, como ha sido habitual en el último tiempo, de dos frentes. Por un lado, los riesgos domésticos de mayor crecimiento y presiones inflacionarias han ganado algo de terreno en el último tiempo, respecto de los riesgos externos, asociados a Europa y su impacto en el crecimiento del mundo emergente. En particular, como se ha visto al inicio del año, cobra relevancia el impacto en China y en los precios de materias primas.

2. Un escenario global más heterogéneo

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014. El crecimiento trimestral del PIB mundial, estimado por BBVA Research en el 0,7% a inicios de 2013, habría superado ligeramente el 0,6% del último trimestre de 2012, pero los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad especialmente dentro de las economías más desarrolladas, donde la zona euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE.UU. e incluso Japón. A su vez, las economías emergentes seguirán liderando el crecimiento mundial. Con todo, se estima que **el ritmo de la expansión global en 2013 será del 3,3%, sólo una décima sobre el crecimiento estimado para 2012 (Gráfico 1)**. En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4% si bien los riesgos siguen estando sesgados a la baja.

En el área del euro la recuperación se retrasa a 2014 a pesar del papel del BCE como cortafuegos de las tensiones financieras ayudado por el impulso dado a la unión bancaria. Ha sorprendido positivamente la efectividad del BCE como garante del euro ante choques como el desordenado rescate a Chipre, la situación política en Italia o el dictamen del tribunal

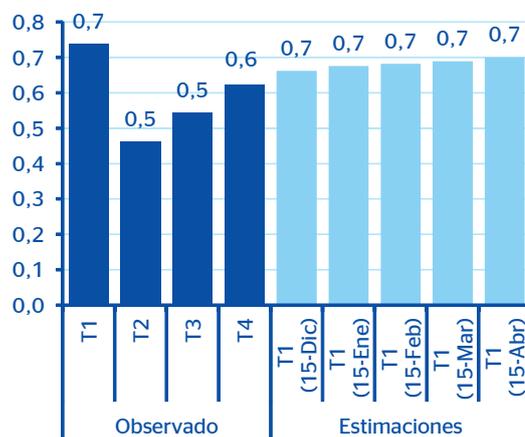
constitucional portugués. Esto se ha reflejado en una escasa respuesta de los mercados y de las tensiones financieras ante estos eventos (Gráfico 2). Por el lado negativo, los indicadores de coyuntura muestran la **generalización de la debilidad cíclica más allá de la periferia europea**, lo que justifica la reciente **bajada de tipos de interés del BCE**. Es esta una medida positiva, aunque **difícilmente reducirá por sí sola una fragmentación financiera** que ya impacta menos a emisores soberanos o incluso a grandes corporativos, pero que sigue afectando a hogares y empresas por el **desigual funcionamiento del canal bancario**. Las condiciones de oferta de crédito bancario en el conjunto del área siguen tensionándose al tiempo que en países periféricos sigue cayendo la demanda de crédito. Se necesita algo más que la ampliación de la línea de liquidez a los bancos al menos hasta mediados de 2014, y deberían concretarse las medidas en estudio para dinamizar la financiación empresarial, con la participación de instituciones como el Banco Europeo de Inversión.

En este contexto, nuestro escenario contempla una revisión a la baja del crecimiento en la Eurozona. Estimamos una caída del PIB en 2013 de -0,1% y un aumento del 1% en 2014, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado en nuestra publicación de enero. Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja, siendo clave que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

Una consecuencia adicional del debilitamiento del ciclo europeo es el creciente debate sobre el grado apropiado de consolidación fiscal, aquel que logre una senda creíble de caída de déficit sin un deterioro tal del crecimiento en el corto plazo que haga vano el esfuerzo de ajuste. El apoyo de la Comisión Europea al retraso de los objetivos del déficit público en algunos países europeos va en la línea de primar calidad y composición del ajuste fiscal y enfatizar las reformas estructurales sobre los objetivos de corto plazo. **¿Qué falla en Europa?** Un avance más decidido hacia la unión bancaria, llevar el debate de los objetivos de déficit a medidas estructurales y un compromiso más firme con las reformas en los países de la periferia.

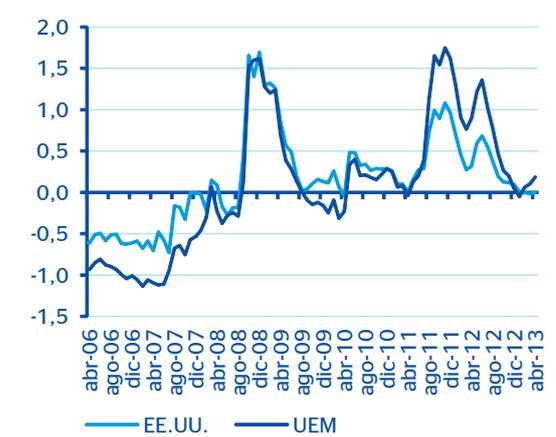
En EEUU, la fortaleza de la demanda privada frente al freno del ajuste fiscal sostiene sus perspectivas de crecimiento. La incertidumbre sobre la política fiscal a corto plazo ha disminuido respecto a escenarios que incluían el cierre de oficinas del gobierno (si bien no se han tomado todavía medidas creíbles de consolidación fiscal a largo plazo). La eliminación de algunas rebajas tributarias y la entrada en vigor de recortes de gasto no han disparado las alarmas en los mercados financieros (Gráfico 2), ni parecen haber supuesto finalmente un freno de consideración del gasto privado gracias a una **expansión monetaria que mantiene unas condiciones de financiación muy favorables** y contribuye a la mejora del ingreso y de la riqueza. Así, resulta razonable mantener las perspectivas de crecimiento de 2013 en el 1,8% a pesar de la sorpresa bajista de la demanda pública en el PIB de los últimos dos trimestres.

Gráfico 1
Crecimiento global basado en BBVA-GAIN (%t/t)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
BBVA Indicador de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

La economía de China pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una débil inversión, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7,5% para 2013. Así, las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración. No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con inflación también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo de crecimiento anunciado. Por ello, nuestro escenario de crecimiento en China se mantiene inalterado en el 8% para 2013 y 2014.

El sostenimiento en el tiempo de la expansión monetaria, a la que se ha unido el banco central de Japón, supone desafíos. El objetivo de que los inversores se desplacen buscando rentabilidad hacia activos de mayor riesgo puede llegar a favorecer en algunos mercados valoraciones alejadas de sus fundamentos de largo plazo, lo que puede suponer ajustes desordenados al ir retirando estímulos. Este riesgo crece dada la falta de coordinación entre los bancos centrales con políticas de expansión cuantitativa, atentos, cada uno de ellos, a sus respectivos objetivos domésticos de inflación anclada y crecimiento sostenible. En el caso de las economías emergentes, aunque por ahora están soportando bien las fuertes entradas de flujos, resulta esencial mantener la vigilancia sobre los excesos domésticos que pueden generar.

3. Chile: Crecimiento 2013 alcanzaría el 5,0%, en torno al potencial

Se observan algunas señales de desaceleración de la actividad hacia su tendencia de largo plazo, aunque aún es temprano para descartar que sean solo elementos transitorios

La actividad económica ha continuado dinámica al inicio del año, aún liderada por la fortaleza de la demanda interna, tanto a nivel del consumo privado como de la inversión. Sin embargo, la actividad manufacturera e industrial ha moderado su ritmo de expansión, lo que amplía en parte la brecha entre demanda y oferta que ha venido mostrando la economía en los últimos años, lo que se ha reflejado en el déficit en cuentas externas y que podría incubar presiones inflacionarias a mediano plazo, puntos que se revisarán en detalle más adelante.

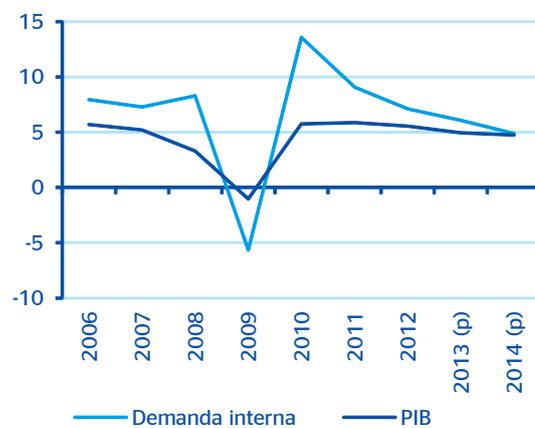
Respecto de la velocidad que presenta la economía al comienzo del año, luego de la aceleración que mostraron la mayoría de los indicadores al 4T12, se observa cierta moderación, en particular ligada a sectores de oferta, mientras que la demanda interna muestra una desaceleración más gradual. Si bien se ha discutido si existen señales de sobrecalentamiento de la economía, estimamos que la incipiente desaceleración de la actividad aminora estos signos, no obstante es un riesgo a monitorear, en particular porque parte del menor ritmo de expansión se explica por efectos ligados a menos días hábiles respecto de 2012, lo que podría resultar solo transitorio. Respecto de las proyecciones para el año, la estimación de crecimiento del PIB se ajusta levemente al alza desde 4,8% a/a a 5% a/a, lo que se basa en una expansión del consumo privado que se modera solo marginalmente para llegar a 5,8% a/a, mientras la inversión disminuiría su crecimiento en mayor magnitud para crecer 7% a/a, explicado en gran parte por una elevada base de comparación de la inversión de maquinaria y equipos en la segunda mitad del 2012. Como resultado, la demanda interna continuará creciendo por sobre el PIB al alcanzar un ritmo de expansión de 6,1% a/a (Gráfico 3).

Detrás de estas cifras se encuentra un mercado laboral que si bien se estima mostrará un crecimiento del empleo cercano a 1% -más moderado que en los años previos-, continuará apoyando un incremento de salarios reales favorable. Por el lado de la inversión, se mantendría la relevancia de la inversión ligada al sector minero y de energía, junto con el dinamismo observado en la inversión residencial (Gráfico 4).

Respecto del sector externo, las exportaciones anotarían una recuperación respecto del bajo crecimiento registrado en 2012, incrementándose en 3,3% a/a, lo que considera exportaciones de cobre y no cobre creciendo a tasas similares. Sin embargo, es importante señalar que las importaciones se incrementarán a un ritmo mayor, que alcanzaría a 5,9% a/a, lo que mantiene una contribución neta negativa del sector externo al crecimiento del PIB durante este año.

Más a largo plazo, estimamos un crecimiento del PIB 2014 que alcanzaría a 4,7% a/a, para luego converger a 5% a/a en los siguientes años. Esto asume un ritmo de expansión trimestral en línea con el crecimiento potencial de la economía, que se basa en tasa de inversión en torno a 25% del PIB y un crecimiento de la productividad algo más moderado que los registros actuales.

Gráfico 3
Demanda interna y PIB (Var. % a/a)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 4
Planes de inversión en minería y energía (% del total)



Fuente: Corporación de bienes de capital

4. Inflación se mantiene baja, pero retornaría al rango meta al cierre del año

Inflación continúa por debajo del rango meta por factores transitorios que conducen a ajustar a la baja la proyección para el cierre de 2013 a 2,5%, sin embargo se ubicará dentro del rango de tolerancia acercándose a la meta en 2014

Los principales desarrollos respecto de la inflación se descomponen en la volatilidad de corto plazo que ha continuado presente, junto con una mantención de registros para las distintas medidas muy por debajo de la meta del Banco Central.

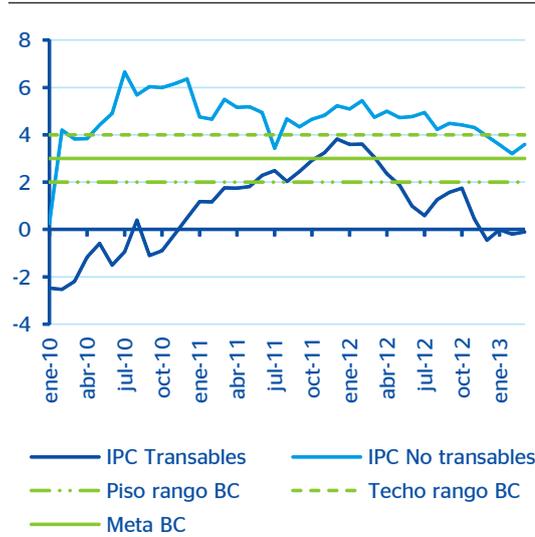
Respecto de la volatilidad, los registros mensuales han continuado influidos por shocks que se evalúan como transitorios, ligados principalmente a ajustes a la baja en tarifas eléctricas, junto con el traspaso a precios domésticos de las variaciones de precios de combustibles en los mercados internacionales, la marcada tendencia a la apreciación del tipo de cambio y la volatilidad habitual de precios de alimentos. Con todo, se estima que estos factores decantarán en el mediano plazo, por lo que no afectarían la tendencia al alza esperada para la inflación.

Un tema adicional ha sido la mantención de bajos registros de inflación tanto de las medidas totales como subyacentes. Así, la inflación anual alcanza a 1,5% al cierre del 1T13, bajo el piso del rango de tolerancia del Banco Central, mientras la medida subyacente sin alimentos y energía se ubica en 1,1% a/a. Por categorías, se ha mantenido la divergencia entre la inflación de precios de bienes transables, que se sitúa en -0,1% a/a, en contraste con la inflación de

precios de bienes no transables que alcanza a 3,6% a/a, la que si bien se ha moderado en el último tiempo, refleja de manera más clara las escasas holguras con las que está operando la economía. Sin embargo, las variaciones mensuales muestran alguna recuperación que apoya las expectativas de una convergencia gradual de las distintas medidas hacia la meta de inflación de 3%. Con todo, hacia el cierre del año, la inflación alcanzaría a 2,5% a/a, bajo el 2,8% a/a proyectado en el informe anterior, lo que incorpora como supuesto la rebaja del impuesto de timbres y estampillas desde 0,4% a 0,2% a contar de septiembre de este año (Gráfico 5).

Un aspecto importante de revisar se refiere al comportamiento que han tenido las expectativas de inflación de analistas y aquellas implícitas en los precios financieros en los últimos meses. Por un lado, la encuesta de expectativas económicas publicada por el Banco Central se han mantenido ancladas en 3% tanto a un año como a dos años plazo, lo que apoya el diagnóstico de shocks transitorios detrás de la baja inflación efectiva. Por su parte, las encuestas a operadores financieros se han ajustado para el corto plazo, con expectativas de inflación que se ubican en 2,6% para los primeros 12 meses de proyección y se mantienen ancladas en 3% a más largo plazo. Sin embargo, se observa algún ajuste a la baja en las compensaciones inflacionarias implícitas en los bonos nominales y reales a más largo plazo, las que se ubican en torno a 2,8% para 5 y 10 años (Gráfico 6).

Gráfico 5
Medidas de inflación (Var. % a/a)



Fuente: BCCCh e Instituto Nacional de Estadísticas

Gráfico 6
Expectativas de inflación y compensaciones inflacionarias (%)



Fuente: BCCCh y BBVA Research

5. Política monetaria neutral solo por 2013...en 2014 vendrían alzas

La política monetaria continuará en pausa en lo que resta del año, ante equilibrio en el balance de riesgos internos y externos. Para 2014, esperamos un breve ciclo de alzas que lleve la TPM a su nivel neutral acorde con expectativas del inicio de la normalización de las condiciones monetarias externas

Si bien el primer trimestre del año ha mostrado una leve desaceleración de la actividad, parte de ésta se debe a efectos calendario que no se repetirían en los siguientes meses. En este contexto, el terreno ganado por los riesgos domésticos en los últimos meses aún se mantiene, no obstante el diagnóstico

del Banco Central ha ido retomando un tono neutral, luego de tornarse algo más restrictivo durante el 1T13. A mediano plazo será relevante si lo que estamos observando corresponde a un ciclo de desaceleración gradual en línea con lo anticipado, o bien solo es una desaceleración puntual, lo que apoyaría nuevamente señales más restrictivas de parte del Banco Central.

Como ha sido la norma en el último tiempo, los factores han explicado el principal driver que ha contrapesado la inclinación de la postura monetaria hacia la neutralidad. En este sentido, si bien los riesgos se han atenuado, continúan vigentes los riesgos financieros en Europa, de desaceleración en China (e impacto en precios de commodities y tipo de cambio) y los ruidos fiscales, aunque más moderados, desde EE.UU.

Un punto relevante en el dilema de política económica que enfrenta el Banco Central ha sido la apreciación del tipo de cambio y los grados de libertad que deja para un posible aumento de tasas de interés de ser necesario. Con todo, vemos que el dilema irá disminuyendo en la medida que el tipo de cambio se aleje del piso que ha alcanzado, esto por el retroceso esperado en el precio del cobre y su ajuste gradual al nivel de largo plazo.

Hacia el cierre del año, será relevante la lectura que comience a internalizar el mercado respecto del plan de retiro de estímulo monetario en EE.UU. el que podría generar algo de volatilidad en los mercados emergentes. En este sentido, ya hemos visto reacciones de los mercados locales a los shocks financieros externos en el primer trimestre. El mercado bursátil ha estado oscilando en niveles similares a los del cierre del 2012, mostrando efectos de los vaivenes de la aversión al riesgo de los inversionistas. Los mercados de renta fija han reaccionado a la búsqueda de refugio, siguiendo en parte los descensos de tasas de interés externas, lo que ha mantenido la curva de rendimiento muy contenida en los últimos meses. Con todo, en la medida que el Banco Central se enfrente a incipientes señales de retiro de los estímulos monetarios en las economías desarrolladas, llevaría la tasa de política monetaria hacia su nivel neutral de 5,75% con sucesivos incrementos de la tasa a partir de enero 2014 y hasta mayo del próximo año, lo que es compatible con una inflación en la meta y un crecimiento en torno al potencial (Gráficos 7 y 8).

Gráfico 7
Tasa de política monetaria (%)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 8
Rendimiento de bonos nominales de largo plazo (%)



Fuente: Asociación de Bancos e Instituciones Financieras

Recuadro 1. Política monetaria y condiciones de liquidez externas

Las fuertes medidas adoptadas por las autoridades monetarias de economías desarrolladas en los últimos años, producto de problemas significativos en sus sistemas financieros, han generado un dolor de cabeza para sus símiles en países emergentes y Chile no ha sido la excepción. En este sentido, y luego de un ciclo de normalización en la liquidez local post-crisis financiera durante el 2010, el Banco Central ha optado por una postura neutral ante los recurrentes episodios de estrés financieros externos. Sin embargo, existe un diagnóstico consensuado respecto de las presiones que la actual política monetaria ha generado sobre los flujos de capitales, el consecuente deterioro de las cuentas externas y los riesgos de un escenario no deseado de sobrecalentamiento a nivel local, impulsado por una demanda interna que siga creciendo a un ritmo no sostenible en el largo plazo (ver Recuadro 2). Así, en esta sección argumentamos que dicho comportamiento continúa siendo una postura activa por parte de las autoridades monetarias, en un contexto de condiciones de liquidez externas ultra-expansivas. Esto último, descartaría la coloquial frase de que el Banco Central estaría manejando "las condiciones monetarias mirando "el espejo retrovisor", o bien, aquellos diagnósticos que sugieren que las actuales condiciones de liquidez externas justificarían un nivel de TPM menor al actual, en particular por su impacto en el tipo de cambio. No obstante lo anterior, es claro que el rol que juegue la liquidez externa en la determinación del nivel de tasas de referencia local (TPM) estará condicionado por el grado de apertura y acceso efectivo a los mercados externos del sistema financiero. Así, en la medida que el sistema financiero chileno presenta una mayor participación de recursos en moneda extranjera, medido como depósitos en dólares respecto al total de depósitos, el Banco Central tendería a reaccionar menos a las condiciones de liquidez externas. Esta interpretación, en las actuales condiciones, permitiría descartar la posibilidad de futuras bajas en la TPM ante el temor de exacerbar los riesgos de un ciclo más expansivo. Más aún, nuestros resultados sugieren que si la normalización gradual esperada de las condiciones de liquidez externas (retiro de medidas cuantitativas de liquidez) se manifiesta también en un menor grado de financiamiento externo del sistema bancario local, la sensibilidad o espacio para que la TPM reaccione positivamente a estas nuevas condiciones externas se incrementaría, todo lo demás constante. Si bien nuestra aproximación toma una variante de la literatura tradicional, que recoge las condiciones de liquidez externas a través del canal de tipo de cambio, creemos que una aproximación

en base a un agregado monetario, captura de igual forma el efecto de las actuales condiciones de liquidez externas sobre el canal de crédito local.

Evolución de la composición del financiamiento bancario en Chile bajo una extrema liquidez internacional

Desde que estalló la crisis financiera y se redujo la Fed Funds a niveles mínimos históricos, en Chile se produjo un cambio en la composición del financiamiento del sistema bancario local. Esto último, no es algo extraño en una economía con alto grado de integración financiera, y o bien, con un elevado nivel de apertura financiera como el chileno. En particular, el financiamiento en dólares del sistema, medido como porcentaje del total de depósitos, pasó desde un promedio en torno al 8% hasta un promedio que se estabilizó en torno al 13% durante los últimos años. A pesar de la volatilidad de la serie, una primera mirada nos permite inferir que ésta reflejaría el traspaso a la economía local de las condiciones de liquidez externas. No obstante, se podría argumentar que tal movimiento en la composición del financiamiento obedece a un fenómeno endógeno, entendido como una respuesta racional del sistema al actual diferencial de tasas domésticas versus externas: efectivamente, hoy es mucho más barato financiarse en dólares, incluso ante el costo que exige la cobertura del riesgo cambiario. Lo anterior, se reflejaría con una mayor correlación a partir del año 2006 (Gráfico 9). Es precisamente este elemento es que intentamos aislar, utilizando una metodología que permita corregir el problema de endogeneidad en la estimación.

En búsqueda de una Regla de Taylor ampliada en un esquema de metas de inflación, flexibilidad cambiaria y apertura financiera

Tomando una serie de datos desde 2003 a la fecha, estimamos una regla de Taylor ampliada. Esta ventana de tiempo nos permite recoger una estructura institucional que refleja de mejor forma un esquema operativo de metas de inflación, relativa flexibilidad cambiaria y apertura financiera. En particular, a las variables tradicionalmente utilizadas para entender el comportamiento de la TPM, como son brechas de capacidad y desanclaje de expectativas de inflación de largo plazo, consideramos una medida del nivel de condiciones de liquidez externas a través de una tasa LIBOR a 6 meses. Al controlar por la composición de financiamiento del sistema bancario y corregir los problemas de simultaneidad entre las variables, la sensibilidad de la TPM a tasas de corto plazo externas

alcanza a cerca de 30%, correlación que tiende a ser menor a medida que el sistema bancario muestra mayor exposición a financiamiento externo. Así, en un ciclo de mayor financiamiento en dólares del sistema bancario, la conducción de la TPM tiende a perder correlación con el movimiento de las tasas externas de corto plazo,

todo lo demás constante. Esto último, nos permitiría entender no sólo el ciclo de alzas de la TPM durante el 2010, sino también, descartar recortes de ésta bajo las actuales condiciones en la composición del financiamiento bancario (Gráfico 10)¹.

Gráfico 9

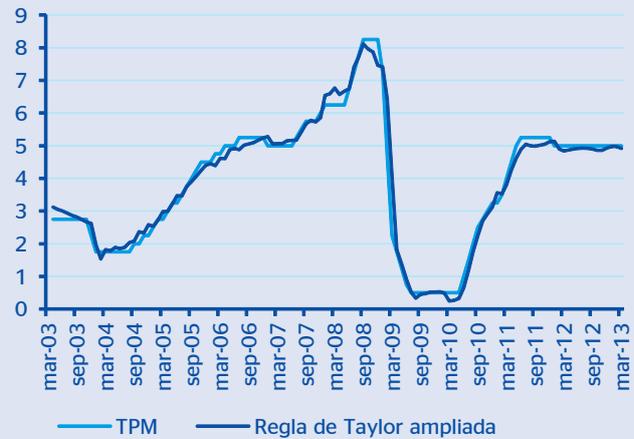
Depósitos en moneda extranjera y tasa de interés externa (% del total, %)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 10

Tasa de política monetaria efectiva y estimada (%)



Fuente: BCCh y BBVA Research

1: Este análisis se ampliará en un próximo Economic Watch, donde se presentarán las distintas especificaciones y resultados de las estimaciones que apoyan las conclusiones mencionadas en este informe.

6. Cuentas fiscales en línea con déficit estructural cercano a 1%

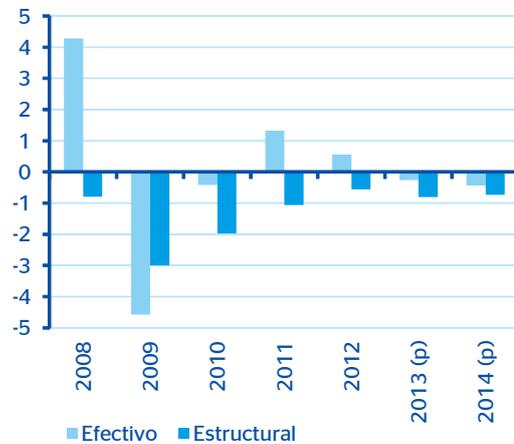
Para 2013, anticipamos efectos compensados de menor crecimiento, menor precio del cobre y mayor inflación en las cuentas fiscales que llevarían a un déficit efectivo de 0,3% del PIB. Para 2014, se anticipa un déficit similar, que considera un nuevo ajuste a la baja en el precio del cobre

El saldo fiscal alcanzó un superávit de 0,6% del PIB en 2012, influido por el buen desempeño de la actividad local, lo que de todas formas fue compensado por una menor inflación al cierre del año, menores ingresos provenientes de la minería privada y Codelco. En esta línea, los ingresos fiscales anotaron un incremento real de 1,3% a/a, con un aumento de los ingresos no vinculados a minería de 7,1% a/a, mientras que la minería privada registró una caída de 14,2% a/a, descenso que fue aún mayor en el caso del aporte de Codelco que alcanzó a 31,1% a/a. A nivel de gastos, el incremento real alcanzó a 4,7%, lo que implicó una subejecución marginal del presupuesto, y se apoyó básicamente en un crecimiento del gasto corriente de 5,5% a/a, mientras que el gasto en capital sólo se aumentó 1% a/a en 2012. Con todo, el saldo fiscal estructural alcanzó a -0,6% del PIB, ubicándose por sobre el objetivo del gobierno de llegar al déficit de 1% al 2013.

Para 2013, proyectamos un leve déficit fiscal efectivo de 0,3% del PIB, mientras el déficit estructural se ubicaría cercano al 1% del PIB, sin cambios significativos respecto del resultado de 2012. Sin embargo, los puntos más relevantes a considerar en la evolución de las cuentas fiscales para los próximos trimestres serán el descenso que anticipamos en el precio del cobre, el que promediaría cerca de US\$3,45 la libra, que continuaría presionado por los mayores costos de producción de la minería privada y Codelco. Por su parte, la desaceleración del crecimiento de la actividad sería leve, aunque compensado por una menor inflación promedio, lo que llevaría a un incremento real de los ingresos cercano a 2,8% a/a. Por el lado de los gastos, asumiendo una subejecución en línea con estándares históricos se alcanzaría un aumento real en torno a 6,8% a/a (Gráfico 11).

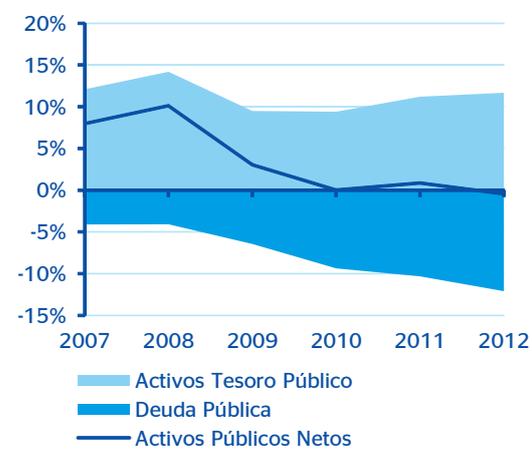
En términos de la posición de activos netos del sector público, aquellos correspondientes al fondo de estabilización económica y social alcanzan a US\$14.859 millones, mientras que el fondo de reserva de pensiones llega a US\$5.829 millones al cierre de febrero 2013. Si consideramos los activos en el tesoro público que llegan a US\$12.032 millones, los recursos fiscales suman cerca de US\$32.720 millones, en torno a 12% del PIB. Por su parte, la deuda pública alcanzó a US\$32.423 millones, por lo que la situación fiscal neta es de virtual equilibrio. Es importante mencionar que la evolución futura de los fondos soberanos, en particular del vinculado a acumulación de recursos provenientes de la minería, estarán sujetos a que el precio efectivo del cobre continúe por sobre el nivel definido como precio de largo plazo que actualmente se ubica en US\$3,06 la libra, lo que de confirmarse en la próxima discusión del comité de expertos de mediados de este año, continuaría por debajo del promedio de US\$3,45 que proyectamos para 2013. De igual forma, para 2014 estimamos un precio promedio de US\$3,26 la libra, lo que aún entrega holguras para la acumulación en el fondo de estabilización económico. Todo lo anterior, bajo la estimación que el crecimiento del PIB efectivo se ubicará en torno al potencial y la inflación convergerá hacia la meta del Banco Central a mediados de 2014 (Gráfico 12).

Gráfico 11
Balance fiscal efectivo y estructural (% del PIB)



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

Gráfico 12
Activos y pasivos públicos (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuesto (Ministerio de Hacienda)

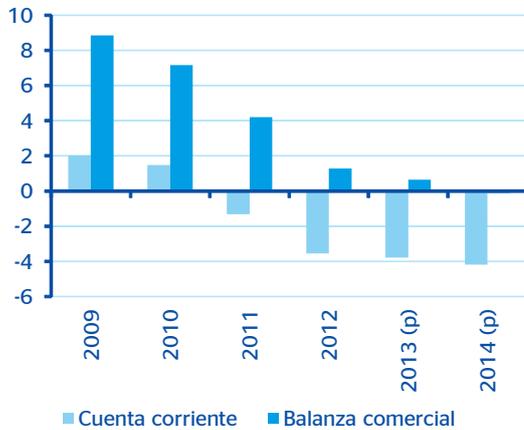
7. Balanza de pagos: leve deterioro, pero aún sostenible

Una baja acotada en el precio del cobre -de US\$3,6 a 3,45 la libra-, que compensaría el mayor volumen exportado mantendría prácticamente sin cambios el valor de las exportaciones, lo que unido a un aumento en las importaciones -en línea con el dinamismo que mantendría la demanda interna- determinarían una nueva caída en el superávit en cuenta comercial

En este escenario de caída acotada del precio del cobre -de hecho, este precio habría experimentado un sobre ajuste luego de conocerse el dato de crecimiento de China del primer trimestre, que se corregirá en los próximos meses- las exportaciones totales alcanzarían a aproximadamente US\$80,9 mil millones, monto 3,3% mayor al registrado el año 2012. Las importaciones, por otro lado, impulsadas por el dinamismo de la demanda doméstica aumentarían 5,5% para llegar a US\$79 mil millones. Así, la balanza comercial experimentaría un retroceso por tercer año consecutivo, disminuyendo de un superávit de US\$15,6 mil millones en 2010 a uno de US\$1,9 mil millones en 2013. Las cuentas de rentas y transferencias, no reflejarían cambios sustanciales con relación al año 2012, por lo que la cuenta corriente pasaría de un déficit de 3,5% a uno de 3,8% del PIB, básicamente debido al comportamiento de la balanza comercial.

En 2014, las importaciones mantendrían el mayor dinamismo con relación a las exportaciones de los últimos años, con lo que se registraría el primer déficit comercial desde 1998. El usual efecto agregado neto negativo de las cuentas de servicios, rentas y transferencias determinaría que el déficit en cuenta corriente alcance a 4,2% del PIB (US\$12,7 mil millones). Esta proyección supone una baja adicional del precio del cobre, el que promediaría US\$3,26 la libra en 2014 (Gráficos 13 y 14).

Gráfico 13
Saldo comercial y de cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 14
Proyección precio del cobre
(US\$ por libra, promedio)



Fuente: Comisión Chilena del Cobre y BBVA Research

En cuanto al financiamiento de estos crecientes déficits, al igual que en 2012 la inversión extranjera directa (IED) seguirá haciendo el mayor aporte, si bien también se anticipa algún aumento de la inversión extranjera en cartera, y la repetición de emisiones de deuda en el exterior reflejadas en la cuenta otra inversión. La sostenibilidad de los déficits de la magnitud prevista se revisa en el Recuadro 2.

Recuadro 2. Cuenta corriente y stock de deuda

En los últimos 3 años se ha venido observando un deterioro en la cuenta comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En el presente recuadro se aborda la sostenibilidad de las cuentas externas de Chile, tanto desde la perspectiva de los flujos que se reflejan en la balanza de pagos como del stock de deuda externa con relación al PIB y de la posición de inversión internacional.

La sostenibilidad del déficit de la balanza de pagos tiene principalmente dos dimensiones: una relacionada con los factores que explican el deterioro de la balanza comercial, vale decir, la dinámica de las exportaciones e importaciones, y otra con la composición del financiamiento del déficit.

En cuanto al primer aspecto, es claro que en el estancamiento relativo de las exportaciones ha sido determinante la paulatina caída del precio del cobre, que promedió US\$4 la libra en 2011, US\$3,6 en 2012, y se anticipa convergerá a su nivel de equilibrio, en torno a US\$3 la libra, en el mediano plazo. Las perspectivas de crecimiento económico en los principales mercados de demanda para el cobre, y en definitiva para un balance algo más holgado entre la oferta y la demanda de este metal, junto con la estimación de un relativo fortalecimiento del tipo de cambio real multilateral del dólar, dan soporte a

nuestra proyección para este precio. De hecho, luego de una baja más pronunciada de lo habitual en los primeros meses del año, puede considerarse incluso optimista esta proyección. La lenta recuperación del crecimiento en las principales economías y mercados igualmente sería un factor detrás del lento crecimiento del valor de las exportaciones distintas al cobre.

Por el lado de las importaciones, el dinamismo de la demanda interna explicaría un crecimiento interanual de más de dos puntos porcentuales por arriba del crecimiento de las exportaciones este y el próximo año. En todo caso, una parte fundamental de este dinamismo ha estado asociado a elevados niveles de inversión, en particular en sectores transables como la minería. Lo anterior ha sido y será determinante para que el crecimiento del volumen exportado que resulte de estas inversiones contrarreste tanto la dinámica que se anticipa para el precio del cobre como para las importaciones, y debe llevar a una estabilización del déficit en torno a 4 puntos porcentuales de PIB en el mediano plazo.

Con relación al financiamiento de este déficit, se estima que se hará principalmente con inversión extranjera directa tanto en minería como en proyectos energéticos

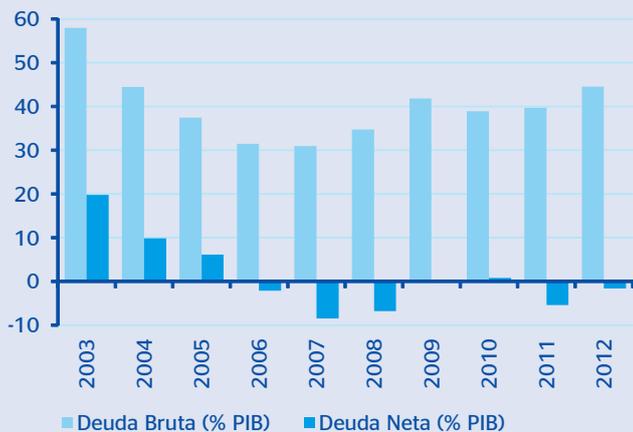
ligados a proyectos mineros. El catastro de proyectos de inversión de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) refleja precisamente esta composición de la inversión proyectada para el próximo quinquenio. En este sentido, es interesante destacar que el déficit es endógeno al importante dinamismo que mantendría la inversión. Por lo mismo, de no materializarse estas inversiones tampoco se materializaría el déficit. Sin embargo, esto redundaría en una presión a la depreciación del tipo de cambio, dado que de todas formas implicaría expectativas de menores entradas de divisas a futuro. En cambio, de llegar a realizarse estas inversiones, su financiamiento sería con IED, lo que también debiera resultar en un aumento de la capacidad exportadora a mediano plazo.

En cuanto al stock de deuda externa bruta, entre los años 2009 y 2011 ésta se mantuvo en torno al 40%

del PIB, aumentando hasta 44,5% del PIB al cierre de 2012, reflejando el deterioro en los flujos de la balanza de pagos. En términos netos, entre 2011 y 2012 se pasó de una posición acreedora de 5,5% del PIB a una de apenas un 1,7%. En línea con lo anterior, la posición de inversión internacional experimentó un deterioro de aproximadamente 4 puntos porcentuales del PIB entre el cierre de 2011 y el cierre de 2012. En este orden de ideas, si bien no habría problemas de financiamiento del déficit en cuenta corriente en el mediano plazo -la deuda externa neta es muy baja y la posición de inversión internacional muestra un relativo equilibrio-, la estabilización de éste en torno a 4% conducirá a un gradual deterioro de los indicadores de deuda y de la posición de inversión internacional (Gráficos 15 y 16).

Gráfico 15

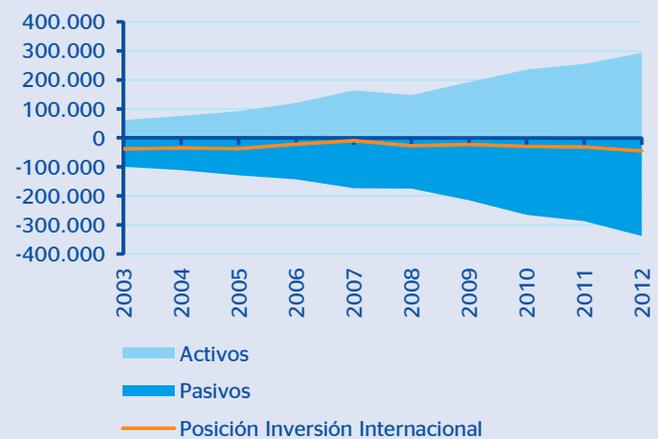
Deuda externa bruta y neta (% del PIB)



Fuente: BCCh

Gráfico 16

Posición de inversión internacional (US\$ millones)



Fuente: BCCh

8. Riesgos domésticos y externos continúan siendo relevantes

El riesgo externo más relevante se asocia con shocks adversos en economías desarrolladas, con potencial impacto en actividad de economías emergentes relevantes, como China

Pese a que el foco de riesgo externo más relevante sigue siendo Europa, la probabilidad que se le asigna a los escenarios extremos, así como su potencial impacto, ha continuado reduciéndose. En particular, ha disminuido el efecto estimado de este escenario en EE.UU. y China, como se discute en el primer punto de este informe. 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 los volúmenes de exportación, ya que se mantiene la noción de un efecto acotado en los niveles de confianza y en la demanda doméstica.

La relevancia del canal de demanda externa ha quedado de manifiesto con el efecto en el precio del cobre que han tenido las recientes cifras de crecimiento en China para el primer trimestre del año, que estuvo sólo algo por debajo de las expectativas. Luego de conocerse este dato, el precio del cobre se redujo en aproximadamente 8% en una semana. Aunque estimamos que ha habido una sobre reacción a este dato, es razonable esperar un impacto mayor y de cierta persistencia en el caso de una desaceleración de cierta relevancia en el crecimiento económico de China. En este sentido, se estima que cada centavo de caída del precio del cobre reduciría el valor de las exportaciones en aproximadamente US\$120 millones. El efecto en la cuenta comercial sería algo menor, ya que también habría caídas en los precios de otros commodities, como los energéticos, principalmente importados. Igualmente, la disminución de las rentas netas al exterior moderaría el impacto adverso en la cuenta corriente, pero dado que no se prevé una desaceleración significativa de la demanda interna ni de las importaciones, en el agregado habría un aumento del déficit en cuenta corriente que ya en el escenario base es relativamente elevado.

En este escenario se observaría una importante depreciación del tipo de cambio, tanto por el efecto en la menor oferta de dólares del menor precio del cobre, como por el impacto en las expectativas de corrección del valor del peso ante una ampliación del déficit en cuenta corriente. Con todo, a pesar de que no se anticipa un efecto muy significativo en la demanda interna, este dominaría al de la devaluación y habría alguna caída en la inflación y en un retorno más lento a la meta del Banco Central.

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 35 centavos de dólar (aproximadamente 10%) en todo un año determinaría menores ingresos en torno a US\$1.750 millones. Solo este factor, esto es, sin considerar efectos negativos en el crecimiento económico y en la recaudación diferente a la del cobre, implicaría pasar de una situación de equilibrio fiscal a una de déficit algo mayor a medio punto porcentual del PIB.

Por otra parte, una disminución de esta magnitud en el precio del cobre también tendría efectos en la cuenta corriente, los que se explican por un impacto directo de menores exportaciones por cerca de US\$120 millones por centavo de dólar de menor precio promedio del cobre, lo que se vería en parte compensado por menores remesas de la minería privada. En suma, por cada centavo de dólar de menor precio promedio se estima un impacto neto de US\$60 millones, lo que implica que una caída de 10% en el precio promedio llevaría el déficit de cuenta corriente por sobre 4,5% del PIB para el presente año.

En cuanto al crecimiento económico, la amplia capacidad tanto fiscal como monetaria para implementar políticas contra cíclicas, y los buenos fundamentos tanto del sector financiero como corporativo mantendrían acotado el efecto, por lo que habría una desaceleración pero en ningún caso una recesión.

En el ámbito doméstico, nuevamente el principal riesgo es que la demanda no disminuya su dinamismo como se anticipa en el escenario base. No sólo eso, los datos de cierre de 2012 así como los de alta frecuencia indican que este riesgo ha ganado algo más de fuerza. De esta forma, un escenario de mantención del dinamismo de la demanda interna podría determinar una aceleración de la inflación y un freno brusco a la velocidad de crecimiento, en lugar de una convergencia suave al crecimiento potencial y a la meta de inflación como se proyecta en el escenario base.

9. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	5,8	5,9	5,6	5,0	4,7
Inflación (% a/a, fdp)	3,0	4,4	1,5	2,5	2,6
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	475	517	477	483	502
Tasas de interés (% fdp)	3,3	5,3	5,0	5,0	5,8
Consumo Privado (% a/a)	10,8	8,9	6,1	5,8	4,8
Consumo Público (% a/a)	4,6	3,0	4,2	4,7	4,9
Inversión (% a/a)	12,2	14,7	12,3	7,0	6,1
Resultado Fiscal (% PIB)	-0,4	1,4	0,6	-0,3	-0,4
Cuenta Corriente (% PIB)	1,5	-1,3	-3,5	-3,8	-4,2

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	4,4	1,5	472,5	5,0
T2 13	5,1	2,0	468,8	5,0
T3 13	5,2	2,0	474,4	5,0
T4 13	5,1	2,5	482,9	5,0
T1 14	4,2	2,7	491,0	5,5
T2 14	4,6	2,8	496,3	5,8
T3 14	5,2	2,5	499,6	5,8
T4 14	4,9	2,6	501,8	5,8

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento 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 / 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

Felipe Jaque
fjaques@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

Coordinación Latam
Juan Ruíz
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

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Análisis Macro México
Carlos Serrano
carlos.serrano@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

Pensiones
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