

Situación Chile

Cuarto Trimestre 2013
Análisis Económico

- **Una lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja.** El ciclo económico mejora en las economías avanzadas, aunque lejos de una recuperación enérgica.
- **En Chile el crecimiento ha dado muestras claras de desaceleración.** Estimamos crecimiento del PIB de 4,2% y 4,0% para el 2013 y 2014, respectivamente.
- **Inflación ha sido afectada por la caída en las gasolineras a nivel internacional,** corrigiendo marginalmente a la baja la inflación proyectada 2013 a 2,2%. En 2014 la inflación terminaría bajo el 3%.
- **Banco Central recortaría pausadamente** la tasa de instancia hasta 4,0% hacia la segunda mitad del 2014.
- **Expansión del gasto público no superaría 3,2% real el 2014** en un escenario de balance estructural de -1% del PIB y cumplimiento de las proyecciones oficiales en 2013.
- **Principal riesgo se asocia a una desaceleración de la economía en China,** que tenga consecuencias sobre el precio del cobre.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Escenario internacional: recuperación con riesgos a la baja si no hay apoyo de las políticas económicas.....	4
3. Chile: desaceleración mermará crecimiento del PIB en 2014, que corregimos de 4,4% a 4,0%.....	7
4. Mercados financieros locales: entre un escenario externo menos favorable y una política monetaria más expansiva.....	9
5. Moderación en los riesgos de abultamiento en el déficit de cuenta corriente.....	11
Recuadro 1. La Alianza del Pacífico: el gigante de América Latina apuesta por la integración comercial y financiera.....	13
6. Inflación se mantendría controlada el 2014, bajo 3%.....	17
Recuadro 2. Nueva canasta de precios IPC 2014: ponderaciones e implicancias.....	18
7. Política monetaria con recortes moderados que llevarían la TPM hasta 4%.....	20
8. Política fiscal entregaría espacio para recortes en la TPM en próximos trimestres.....	21
Recuadro 3. Escenario macroeconómico para las finanzas públicas.....	23
9. Balance de riesgos externos e internos continúan vinculados al precio del cobre en el corto plazo.....	25
10. Tablas.....	26

Fecha de cierre: 30 de octubre de 2013

1. Resumen

Revisamos dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta 2,9% y 3,6%. La mayor tasa de crecimiento global de 2014 respecto de 2013 viene respaldada por una aceleración en la economía en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento aproximadamente se mantenga.

Los riesgos sobre el escenario de recuperación moderada, con contribución creciente de las economías avanzadas y sostenida de las emergentes, se han visto reducidos. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja.

En Chile el crecimiento ha dado muestras claras de desaceleración con una expansión del PIB que llegaría a 4,2% a/a el 2013. Para 2014, estimamos una expansión de 4,0% a/a, cifra menor a la esperada hace tres meses.

Por su parte, en términos generales, los mercados financieros locales han internalizado el *tapering* de la Fed con aumento de premios por riesgo, caída de la bolsa y depreciación del peso. No obstante, en la evolución de las tasas de interés de largo plazo, a diferencia de otros países de la región, ha predominado el efecto de expectativas de política monetaria más expansiva que lo previsto a inicios de año, lo que ha contenido las perspectivas de menor liquidez externa. En este contexto, nuestras estimaciones apuntan a que la evolución depreciativa del tipo de cambio continuará durante el transcurso del 2014. Sin embargo, dicha depreciación esperada será contenida hacia valores en torno a CLP 530 por USD.

En este contexto, el riesgo de un mayor abultamiento del déficit de cuenta corriente se ha mitigado dada la desaceleración esperada de la demanda interna y la depreciación real proyectada para el peso. Con todo, estimamos un déficit de cuenta corriente de 4,6% del PIB el 2013, y 4,9% del PIB a fines de 2014.

En términos de precios, la inflación ha estado afectada por la caída en el precio de las gasolineras a nivel internacional, efecto parcialmente compensado por el impacto de las heladas en la agricultura, lo que nos hace corregir marginalmente a la baja la inflación proyectada en 2013 desde 2,5% a 2,2%. Hacia el 2014 la inflación terminaría bajo el 3%.

En este escenario, y luego de iniciar en octubre el proceso de relajamiento monetario, el Banco Central recortaría la tasa de instancia hasta 4,0% hacia la segunda mitad del año 2014. Consideraciones de estabilidad financiera, como el alto endeudamiento que registran algunos segmentos de la población, llevarán a que el ritmo de recortes de la TPM sea gradual.

En el plano fiscal, en un escenario en que se cumple con la meta de déficit estructural de 1% del PIB, la expansión del gasto público no superará el 3,2% real el 2014, con lo que el déficit de gobierno efectivo alcanzaría 1,4% del PIB. Este escenario es coherente con el mayor estímulo monetario esperado para los próximos trimestres, sin embargo, no está exento de riesgos. En efecto, si el próximo gobierno se da una mayor holgura fiscal, fijando una meta de balance estructural menos exigente para el próximo año, el aumento del gasto público será mayor al que aquí se proyecta. También se daría un mayor impulso fiscal en 2014 si, al cierre del año en curso, el nivel de gasto público es inferior al que actualmente proyecta el gobierno.

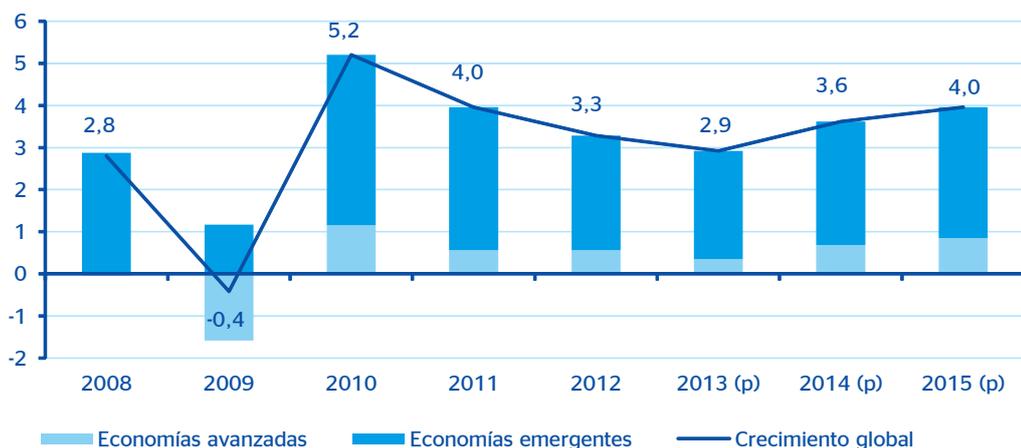
Por último, continuamos considerando que el principal riesgo se asocia a una desaceleración de la economía en China que tenga consecuencias sobre el precio del cobre. Los efectos sobre las cuentas externas y fiscales serían significativos, particularmente si la convergencia a niveles inferiores en el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

2. Escenario internacional: recuperación con riesgos a la baja si no hay apoyo de las políticas económicas

Dos rasgos generales han caracterizado el último trimestre desde un punto de vista macroeconómico. Por una parte, la evolución de los indicadores de confianza de los agentes económicos y de volatilidad en los mercados financieros ha continuado reflejando la baja posibilidad de eventos de riesgo de cola, disruptivos para el panorama global. Sin embargo, también durante el trimestre se han registrado eventos que contribuyen a un escenario de recuperación global débil, muy acotada en el horizonte de uno o dos años. Eventos con impacto presente (cierre parcial del gobierno en EE.UU.) pero también futuro (la más o menos pronta salida de los excepcionales apoyos de liquidez).

En su conjunto, revisamos dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%. La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EEUU, así como de la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados también por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la Fed de la próxima disminución del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (conocido como *tapering* del QE). El crecimiento en 2014 también se revisa a la baja, hasta 3,6%. Tras esta revisión bajista están las economías emergentes (con la excepción de China, cuyas previsiones se mantienen), aunque seguirán siendo los mayores contribuyentes al crecimiento global (Gráfico 1). La mayor tasa de crecimiento global de 2014 viene respaldada por una aceleración en la economía en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento aproximadamente se mantenga.

Gráfico 1
Crecimiento mundial (Var. % a/a)



Fuente: BBVA Research y FMI

Al retrasar el inicio del retiro del estímulo monetario no convencional, la Fed ha venido a reforzar el carácter del programa "dependiente de los datos". Los datos no han acompañado en la forma esperada desde que en mayo de 2013 la FED comenzase a perfilar sus planes de salida, a lo que se añade la incertidumbre inherente a las prolongadas negociaciones del presupuesto y del techo de la deuda pública, que se han de repetir en pocas semanas. La falta de soluciones de largo plazo y la repetición del desgastante proceso de negociación aumentan la probabilidad de ralentización de decisiones de gasto e inversión, además del impacto directo del cierre parcial de la actividad gubernamental.

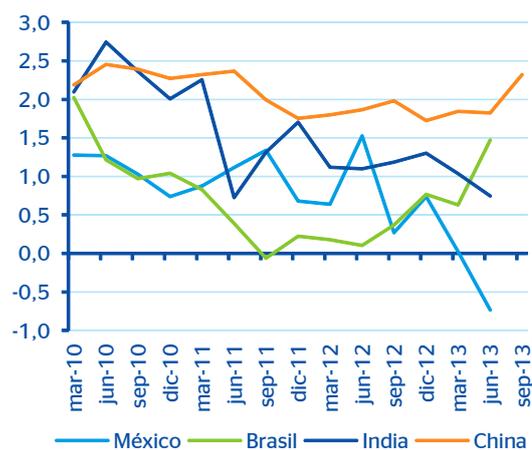
Las aclaraciones sobre el proceso de *tapering* de los miembros de la Fed y el retraso del mismo hasta (previsiblemente) comienzos de 2014, han disminuido los riesgos de descarrilamiento de la recuperación. Por una parte, se ha revertido gran parte del alza en tipos de interés registrada desde mayo y los mercados ahora no anticipan alzas de tipos hasta 2015. Por otra parte, han caído la volatilidad y las tensiones financieras a nivel global, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes de Asia y Latinoamérica, afectadas también por intensas salidas de capital.

La severidad de las salidas de capitales y de la depreciación de las monedas experimentada en los primeros compases tras el anuncio de *tapering*, hizo albergar temores de un “frenazo brusco” en emergentes. Sin embargo, el proceso ha ido perdiendo paulatinamente intensidad y dista de haber tenido la severidad de la salida de capitales observada tras la quiebra de Lehman Brothers. Al mismo tiempo, las economías emergentes muestran ciertos indicios de recuperación de la confianza y la actividad, tras el freno en los meses centrales del año. El impacto del *tapering* una vez que efectivamente esté en marcha ha de ser, previsiblemente, una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas.

También en China se han disipado, al menos en el corto plazo, las dudas existentes a comienzos de año sobre la posibilidad de un ajuste brusco en su economía. La economía ha mantenido durante todo el año un alto ritmo de crecimiento, y los datos más recientes apuntan a que el PIB se estaría acelerando (Gráficos 2 y 3). Los mejores datos de lo previsto a lo largo de 2013, hacen que se revisen ligeramente al alza las perspectivas anuales, del 7,6% de crecimiento al 7,7%.

Aun así, persisten dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en el medio y largo plazo ya que el reciente repunte del crecimiento ha sido resultado de la mejora de la demanda externa, pero también de medidas puntuales de política impositiva y de gasto público con un renovado recurso al crédito. Ello supone que se siguen sin afrontar algunas de las vulnerabilidades, entre las que se destacan: la vulnerabilidad de algunos sectores de actividad que recurren intensivamente al crédito, la liberalización del sector bancario, de la financiación regional y la apertura del sector servicios. La apropiada gestión de todo ello debería asegurar una transición suave y un rebalanceo del crecimiento hacia un mayor peso de la demanda interna de consumo de los hogares.

Gráfico 2
Crecimiento del PIB en economía emergentes (Var. % t/t, desestacionalizado)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 3
China: índice de producción industrial (Var. % a/a)

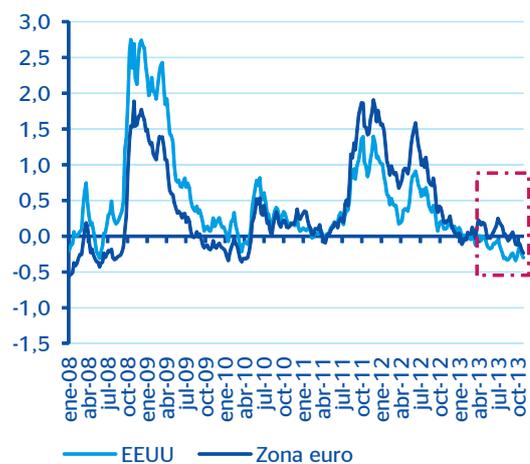


Fuente: BBVA Research y Haver

En Europa se han confirmado las previsiones y ha continuado mejorando la situación económica, hasta el punto que la zona euro salió de la recesión en el segundo trimestre de 2013, tras 6 trimestres de recesión, con un crecimiento del 0,3%. Los datos más recientes de coyuntura apuntan a que la tendencia se habría mantenido durante el tercer trimestre. La recuperación de actividad ha venido facilitada por una disminución de las tensiones financieras en la zona y por una relajación (de facto) de los objetivos de más corto plazo de consolidación fiscal, implícitamente tolerada por las autoridades europeas (Gráficos 4 y 5).

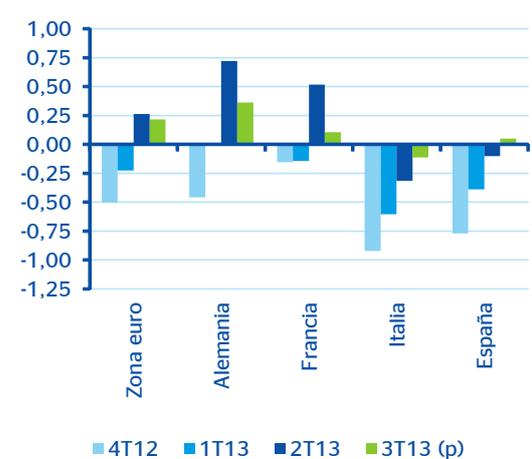
En 2013 el PIB europeo caerá un 0,4%, para crecer el 1,1% en 2014. Esta débil recuperación resulta consistente con el proceso de desapalancamiento en marcha en el sector privado de algunas de las economías del área y la fragmentación financiera aún vigente, que afecta a la capacidad de oferta de crédito bancario. Por su parte, la política monetaria continuará siendo laxa, compensando en parte el impulso todavía negativo sobre el crecimiento de la política fiscal. Al mismo tiempo, los próximos meses serán decisivos en los avances hacia la unión bancaria, con la entrada en funcionamiento del supervisor único, el BCE, y la definición de los mecanismos de resolución bancaria, sobre cuyo modelo de implementación se discute aún.

Gráfico 4
Tensiones financieras (Índice)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 5
Europa: crecimiento del PIB (% t/t)



Fuente: BBVA Research y Haver

Los riesgos sobre el escenario de recuperación moderada con contribución creciente de las economías avanzadas y sostenida de las emergentes se han visto reducidos. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja, dada la existencia todavía de diversos factores. Cabe señalar en primer lugar por su carácter la posibilidad de una "salida desordenada" del QE de la Fed, que pueda generar un incremento excesivo de los tipos de interés (en EEUU, y en otros países), que no fuese resultado de mejoras en las perspectivas de crecimiento o de inflación, sino por incertidumbre sobre el ritmo de salida planeado por la Fed. Además, cabe señalar también como riesgo la resolución de las cuestiones fiscales en EEUU, presupuesto y techo de deuda, ahora pospuesto hasta el primer trimestre de 2014.

En segundo lugar, cabe identificar como factor de riesgo el posible ajuste en el crecimiento de China y de otras economías emergentes. Aunque como se ha visto recientemente, la diferenciación entre economías es relevante, y no cabe esperar una interrupción de la recuperación en marcha si no se dan escenarios financieros tan adversos como los registrados entre finales de 2008 y 2009.

Finalmente, hay que seguir señalando como riesgo global el resurgimiento de la crisis del euro. Las autoridades han de sostener la buena percepción de los mercados con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, en particular en su faceta bancaria. Con todo, son diversos los elementos que podrían hacer que la mejor percepción cambiase.

3. Chile: desaceleración mermará crecimiento del PIB en 2014, que corregimos de 4,4% a 4,0%

Mantenemos nuestra expectativa de crecimiento de 4,2% para el 2013. Para 2014 esperamos una mayor desaceleración de la demanda interna, en particular, del consumo privado, lo que se sumaría a una menor expansión del consumo de gobierno. Con todo, el PIB 2014 se corrige a la baja, desde 4,4% a 4,0%

Durante los últimos meses las cifras de actividad económica han continuado mostrando una desaceleración, luego de que durante el segundo trimestre del 2013 el PIB creciera sólo un 4,1% a/a. Considerando la corrección al alza en la expansión de la actividad durante 1T13 a 4,5% a/a, mantenemos nuestra expectativa de crecimiento en torno a 4,2% para 2013.

En términos sectoriales, las ventas del comercio minorista y de supermercados continúan mostrando dinamismo, sin embargo, bases de comparación más exigentes en lo que resta del 2013 y un mercado laboral menos estrecho podrían marcar el punto de inflexión en el sorprendente crecimiento exhibido por este sector durante los últimos años. Por su parte, la industria manufacturera continúa exhibiendo debilidad en un contexto de demanda externa deprimida, mientras que la producción minera ha mostrado un crecimiento mayor que la actividad agregada gracias a la maduración de inversión realizada en años previos. A pesar de que en términos sectoriales la desaceleración pareciera ser benigna, el resto de los sectores ha visto mermada su contribución al PIB y muestra claros síntomas de agotamiento en su expansión.

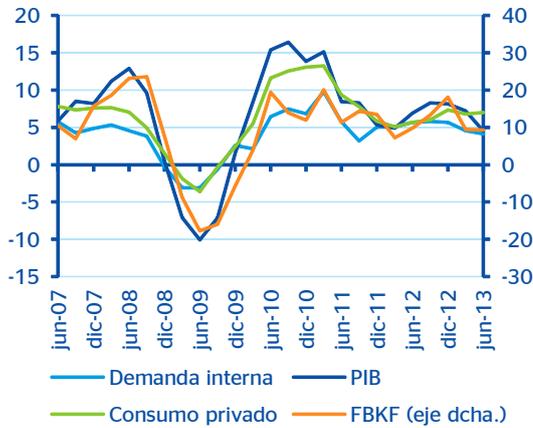
En términos de gasto, la demanda interna mostró una desaceleración significativa en 2T13 tras crecer sólo un 4,5% a/a, moderación que se explica principalmente por una caída en inventarios. Si bien no es posible distinguir con precisión los elementos que están detrás de esta caída de los inventarios, nuestra interpretación es que obedece por una parte a expectativas empresariales que anticipan una menor demanda futura y, por otra, a un consumo privado que se mantiene dinámico.

El consumo privado y la formación bruta de capital fijo, si bien se han moderado, continúan dinámicos con aumentos de 7,0% a/a y 9,3% a/a en 2T13, respectivamente (Gráfico 6). Esto último también se soporta en las cifras de importaciones que continúan mostrando expansiones algo más moderadas tanto en bienes de consumo durable como en bienes de capital (Gráfico 7).

Respecto al sector externo, mantenemos nuestra visión de un incremento de 2,7% a/a en las exportaciones y de 5,7% a/a para las importaciones durante el 2013, composición que continuará contribuyendo negativamente al PIB y pondrá una presión moderada sobre el saldo en cuenta corriente.

Gráfico 6

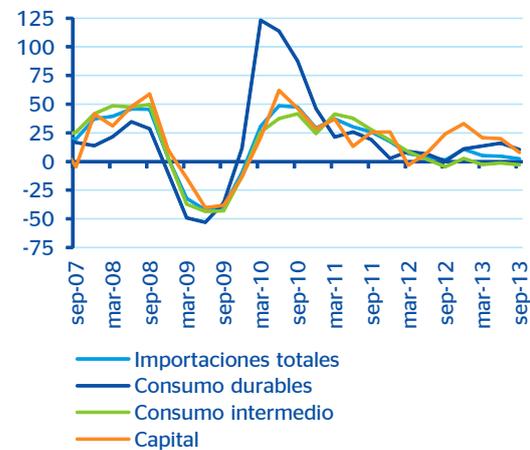
Demanda interna, consumo, inversión y PIB (Var. % a/a)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 7

Importaciones de bienes (Var. % a/a)



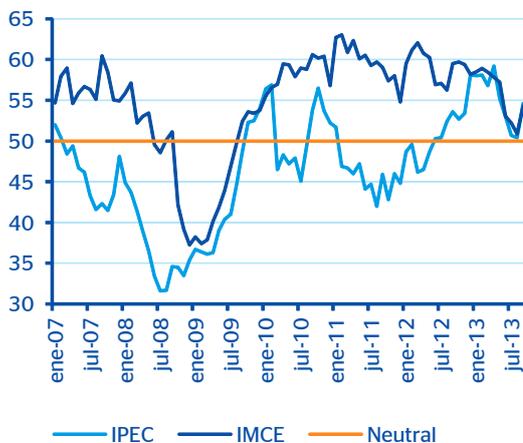
Fuente: BCCh y BBVA Research

Por otro lado, la corrección en los niveles de confianza durante los primeros meses del año pareciera detenerse y estabilizarse en torno a valores neutrales (Gráfico 8). Sin embargo, consideramos que dicha estabilización podría ser de corto aliento, toda vez que la inflación continuará su senda creciente hacia el año 2014 -aun cuando esta última sea lenta- y que el mercado laboral asentaría sus síntomas de menor estrechez, con alzas en la tasa de desocupación (Gráfico 9).

A este respecto, cabe destacar que si bien la tasa de desempleo se ha mantenido en niveles históricamente bajos, en el transcurso del año se ha reducido la estrechez del mercado laboral, la creación de empleos se ha ralentizado y ya muestra cambios de composición, con una menor contribución de asalariados y una mayor de empleos por cuenta propia.

Gráfico 8

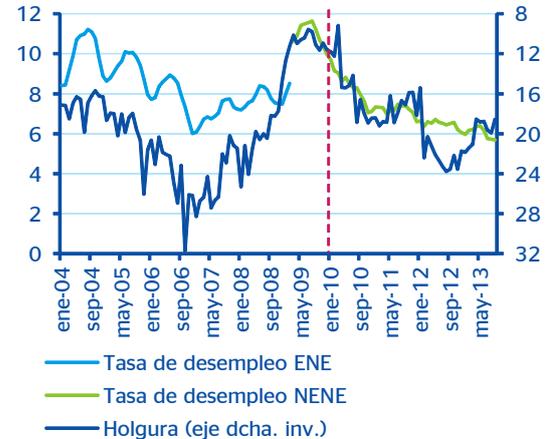
Confianza de los consumidores y empresarios (Índice)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 9

Tasa de desempleo y medida de estrechez de mercado laboral (% , Índice) * †



*: Línea punteada indica inicio de aplicación de la Nueva Encuesta Nacional de Empleo (NENE).

†: Medida de estrechez construida en base al Índice de vacantes de trabajo y desocupados, ambos desestacionalizados. Caídas indican mayor holgura o menor estrechez.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y BBVA Research

En este contexto, para 2014 hemos corregido a la baja el crecimiento esperado del PIB, desde un 4,4% a un 4,0%. Lo anterior se explica por condiciones financieras globales algo más estrechas e, internamente, por una expectativa de desaceleración más pronunciada para la demanda interna, en particular, por fundamentos más débiles para el consumo privado, el que se expandiría en torno a 4,5% mientras que la inversión lo haría en 4,6% (5,0% y 4,8% previos, respectivamente). A lo anterior se suma una menor contribución del consumo de gobierno, el que se expandirá no más allá de un 3,0% a/a el próximo año, cifra que sería consistente con los parámetros considerados para el presupuesto fiscal 2014 —en particular el cumplimiento de la meta de déficit estructural de 1% del PIB—, ajustado por el escenario macroeconómico que se presenta en este Informe (ver Recuadro 3). Por su parte, la menor expansión del consumo total será determinante para que las importaciones crezcan en torno a 4,0% el 2014 versus 4,4% proyectado previamente, no obstante, mantenemos nuestra expectativa de exportaciones recuperándose hacia un crecimiento de 4,5% a/a, beneficiadas por un tipo de cambio real más depreciado y un mayor crecimiento global respecto de 2013. Por último, el menor crecimiento esperado para el próximo año tiene implícito los efectos negativos sobre la actividad de fenómenos climáticos (heladas), los cuales generarían una merma en la actividad agrícola que se haría sentir con mayor intensidad durante el primer semestre de 2014.

4. Mercados financieros locales: entre un escenario externo menos favorable y una política monetaria más expansiva

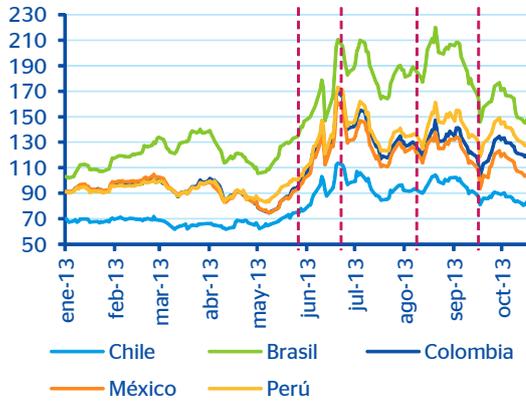
En términos generales, los mercados financieros locales internalizaron el *tapering* de la Fed con aumento de premios por riesgo, caída de la bolsa y depreciación del peso. Por su parte, en las tasas de interés de largo plazo, a diferencia de otros países de la región, ha predominado el efecto de expectativas de política monetaria más expansiva que lo previsto a inicios de año y ajustes en la fecha de inicio del *tapering*

Las noticias respecto del retiro del estímulo monetario no convencional en EE.UU. han tenido impactos relevantes en los mercados financieros internacionales y Chile no ha estado ajeno a estas tendencias. Sin embargo, este no ha sido el único factor que ha incidido a la evolución de los mercados financieros, sino que también se ha sumado la creciente percepción de que las economías emergentes se encuentran en una posición cíclica más débil.

El impacto de estas noticias se resume en un mayor costo de financiamiento externo y un menor valor del patrimonio bursátil. Sin embargo, los efectos contractivos de estos *shocks* están siendo parcialmente contrarrestados por la depreciación del peso —que actúa como estabilizador automático— y por una política monetaria que comienza a inyectar estímulo.

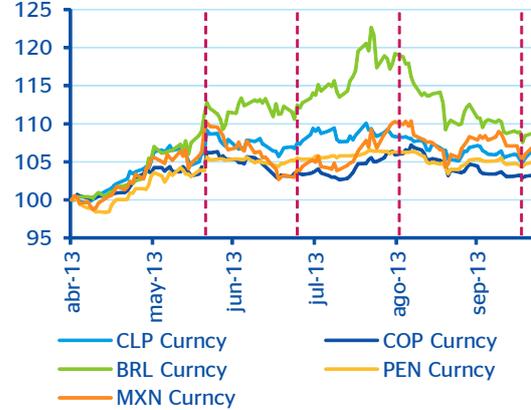
En efecto, entre fines de abril y la tercera semana de junio, el riesgo país medido por el *credit default swap* (CDS) a 5 años, subió desde 65 puntos base (pb) a 114 pb, lo que equivale a un aumento de 75%. Esta alza, sin embargo, es proporcionalmente menor a la que enfrentaron otros países de la región en los cuales prácticamente se duplicó el riesgo soberano en ese mismo período (Gráfico 10).

Gráfico 10
Credit Default Swaps 5 años (Puntos bases)*



*: Línea puntuada indica intervención verbal de Ben Bernanke sobre tapering.
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 11
Paridades con respecto al dólar (Índices, 30 de abril 2013=100)*

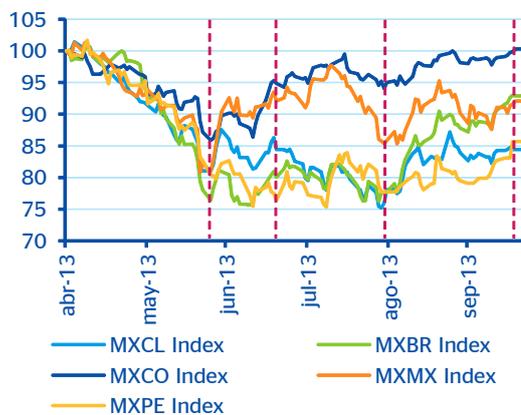


*: Línea puntuada indica intervención verbal de Ben Bernanke sobre tapering.
Fuente: BCC y BBVA Research

Entre julio y octubre, los premios soberanos retrocedieron dadas las expectativas de postergación del retiro del estímulo monetario en EE.UU., sin embargo, no recuperaron los niveles previos al anuncio del llamado *tapering*. En el caso de Chile, al cierre de este Informe el CDS a 5 años se ubica en 81 pb, 25% por sobre el valor de fines de abril. Esta diferencia llega hasta 50% en el caso de otros países de la región.

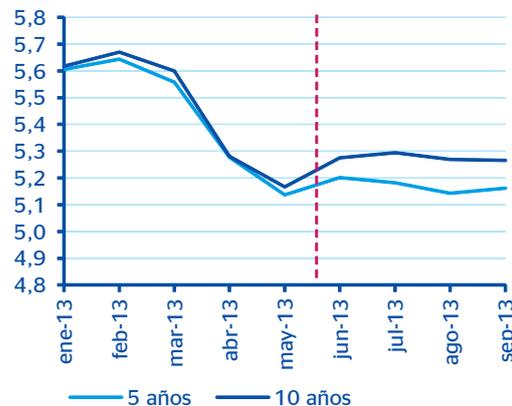
En términos de paridades cambiarias, el peso se depreció 9% entre fines de abril y la tercera semana de junio, alcanzando un valor de \$514 por dólar el 20 de junio. Esta depreciación estuvo dentro del rango de debilitamiento de otras monedas de la región frente al dólar, entre 6% y 12% (Gráfico 11). Posteriormente, con volatilidad, la monedas de la región se han vuelto a apreciar y se ubican, al cierre de este Informe, entre 3% y 9% por sobre los valores de fines de abril. La paridad peso/dólar está 7% por sobre el valor de dicha fecha.

Gráfico 12
Mercados bursátiles (Índices MSCI en dólares, 30 de abril 2013=100)*



*: Línea puntuada indica intervención verbal de Ben Bernanke sobre tapering.
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 13
Tasas de interés BCP-BTP a 5 y 10 años (%)*



*: Línea puntuada indica intervención verbal de Ben Bernanke sobre tapering.
Fuente: ABIF, Bloomberg y BBVA Research

Por otra parte, entre mayo y junio de este año, las bolsas de la región medidas por el índice MSCI en dólares, retrocedieron entre 15% y 25% (Gráfico 12), con un retroceso de 19% en el caso de la bolsa local. De los países considerados, solo la bolsa de Colombia ha recuperado su nivel de fines de abril, mientras que la bolsa chilena continúa un 16% (en dólares) por debajo del nivel de

esa fecha, siendo el mercado más afectado de los considerados en esta muestra de países que incluye además de Chile a Colombia, Perú, México y Brasil.

No obstante lo anterior, las tasas de interés locales de largo plazo se corrigieron a la baja contrario a la tendencia alcista de las tasas de la mayor parte de los países de la región. Esto último como consecuencia de expectativas de una política monetaria más expansiva que lo previsto a inicios de año y correcciones en la fecha de inicio del retiro de las medidas no convencionales en EE.UU. (Gráfico 13).

En este contexto, nuestras estimaciones apuntan a que la evolución depreciativa del tipo de cambio continuará durante el transcurso del 2014. Sin embargo, dicha depreciación será paulatina hacia valores en torno a CLP 530 por USD.

5. Moderación en los riesgos de abultamiento en el déficit de cuenta corriente

Continuamos esperando déficit de cuenta corriente en torno a 4,6% del PIB en 2013. Sin embargo, desaceleración más pronunciada de la demanda interna durante el 2014 nos lleva a corregir levemente a la baja el déficit esperado para próximo año. Los efectos de dicha desaceleración se harán sentir con mayor intensidad durante el periodo 2015-2016, cuando se observará una convergencia más acelerada del déficit hacia niveles sostenibles

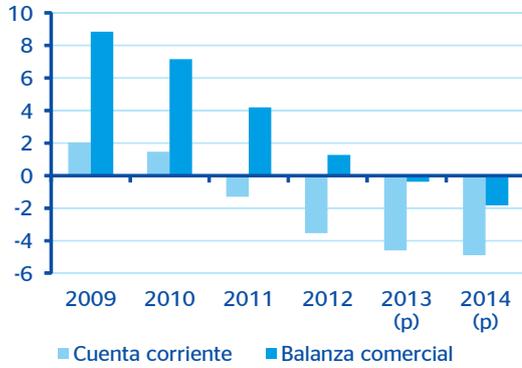
Las cuentas externas continúan bajo presión, aunque esta se modera por menores expectativas de dinamismo de la demanda interna. Es así como el déficit en cuenta corriente anualizado alcanzó 4,0% PIB al 2T13 (equivalente a USD11,3bn) y continuamos esperando un abultamiento hacia 4,6% del PIB para el cierre de 2013. Sin embargo, la desaceleración levemente más pronunciada de la demanda interna esperada para el próximo año y la depreciación real del peso nos llevan a corregir levemente a la baja el déficit proyectado para 2014, pasando de un 5,1% a un 4,9% del PIB (Gráfico 14).

Estas proyecciones incorporan como supuesto de trabajo un precio promedio del cobre que se corrige marginalmente al alza respecto a nuestra previsión anterior. Así, proyectamos un valor promedio de USD3,30/libra y USD3,00/libra para 2013 y 2014, respectivamente. En lo reciente, positivas cifras de crecimiento, importaciones y producción industrial en China darían soporte a un precio promedio 2013 mayor.

En términos fundamentales, en los meses recientes observamos una menor caída en inventarios en bolsas respecto de lo proyectado hace un trimestre atrás. Sin embargo, en términos históricos éstos se mantienen elevados. En este contexto, se observa una convergencia marginalmente más lenta de la anticipada hacia valores de largo plazo (USD2,9/libra), lo que incorpora como supuesto un escenario de *softlanding* para China (Gráfico 15).

Más allá de la estimación puntual del déficit en cuenta corriente, consideramos que tanto la normalización del consumo privado y la inversión como también la depreciación real del peso, harán que la convergencia del déficit hacia niveles sostenibles sea más rápida que la anticipada en informes previos. Esto último limitaría los riesgos de mediano plazo del abultamiento esperado en el periodo 2013-2014, más aún al considerar que parte importante del déficit proyectado en cuenta corriente continúa siendo financiado por inversión extranjera directa (IED).

Gráfico 14
Saldo comercial y de cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BCCh y BBVA Research

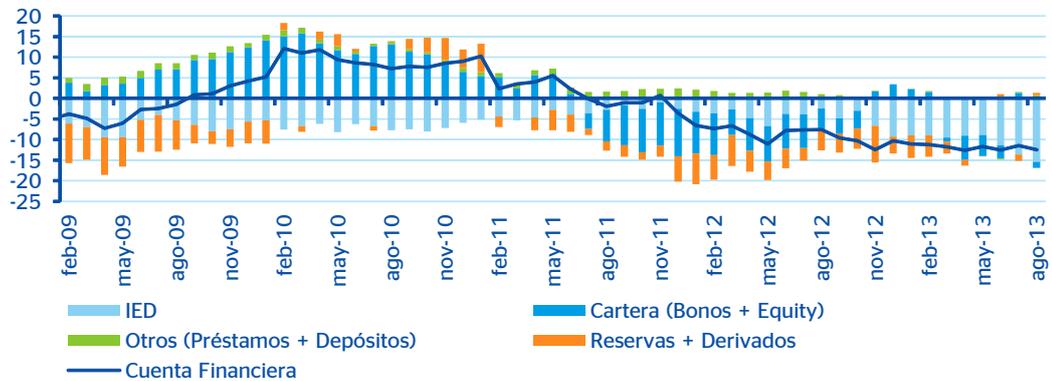
Gráfico 15
Proyección precio del cobre (US\$ por libra, promedio)



Fuente: Comisión Chilena del Cobre y BBVA Research

En este sentido destacamos que el saldo de la cuenta financiera a agosto de 2013 continúa mostrando una alta dependencia del flujo de entrada de capitales al componente de inversión directa, que muestra una entrada neta de USD15,4bn acumulada en los últimos doce meses. En contraposición, también llama la atención el bajo impacto en la composición del financiamiento externo de los recientes episodios globales de reversión de flujos por expectativas de *tapering* en EE.UU., en particular sobre la inversión de cartera. Si bien se ha revertido parte importante del flujo de entrada de cartera que se observó durante el año pasado, esta continúa mostrando un aporte positivo al financiamiento de la cuenta corriente por USD1,5bn (Gráfico 16).

Gráfico 16
Cuenta financiera (media móvil anual, USD bn)



Fuente: BCCh y BBVA Research

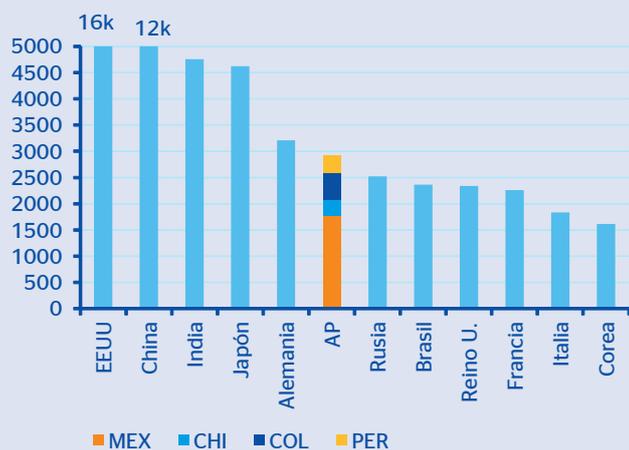
Finalmente, a pesar de que el diagnóstico es similar al de informes previos, consideramos que estamos muy cerca de presenciar cambios significativos en la asignación de los recursos en la economía chilena. En este sentido, en la medida que el ciclo de inversión en minería muestra síntomas de agotamiento, es altamente probable que los flujos de inversión se redirijan hacia sectores exportadores rezagados en el ciclo. Y así como la inversión mostrará un re-direccionamiento, el empleo también mostrará una reasignación desde sectores no transables hacia sectores transables no-cobre. La magnitud y velocidad de dichos ajustes estará supeditado a la magnitud y velocidad con la cual el peso se deprecie en términos reales, mientras que el éxito de dicho proceso en términos de su impacto en el mercado laboral (en particular la desocupación) estará condicionado a la capacidad de estos sectores rezagados de absorber el empleo que se libere. Sólo cuando dicho rebalanceo se materialice en forma exitosa (lo que podría prolongarse por algunos años), el déficit en cuenta corriente y la composición del financiamiento externo dejará de ser una preocupación de mediano plazo para las autoridades locales. Así, nuestro escenario base que contempla, como se dijo, una depreciación contenida del peso en los próximos años, sugiere que dicha reasignación de recursos será lenta y con costos transitorios en términos de empleo.

Recuadro 1. La Alianza del Pacífico: el gigante de América Latina apuesta por la integración comercial y financiera

La Alianza del Pacífico (AP) es un proceso integrador profundo y de índole económico-comercial, que tiene como uno de sus pilares construir de manera participativa y consensuada un área de integración profunda para avanzar progresivamente hacia la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas. Está conformada por ahora por Chile, Colombia, México y Perú –Costa Rica y Panamá se encuentran en proceso de incorporación– y busca no sólo la integración entre sus miembros sino también con el resto del mundo, con especial énfasis en Asia-Pacífico.

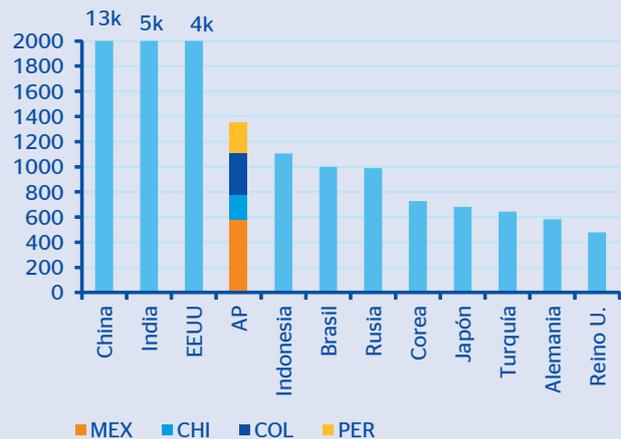
La apuesta por la integración entre estas cuatro economías hace que sea cada vez más relevante ver a este bloque en su conjunto, y no como países aislados. Bajo este prisma, hay que tener en cuenta que los cuatro países que conforman la AP representan la sexta economía mundial, sólo por detrás de Alemania y por delante de Rusia y Brasil (Gráfico 17). Más importante aún: será la cuarta economía que más contribuirá al crecimiento mundial en los próximos diez años, sólo por detrás de China, India y Estados Unidos (Gráfico 18). En definitiva, parece claro que la AP se constituye en el verdadero gigante de Latam.

Gráfico 17
Mayores economías en 2012 (mm USD ajustados por PPC)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 18
Mayores contribuciones al crecimiento mundial en los próximos 10 años (mm USD ajustados por PPC)



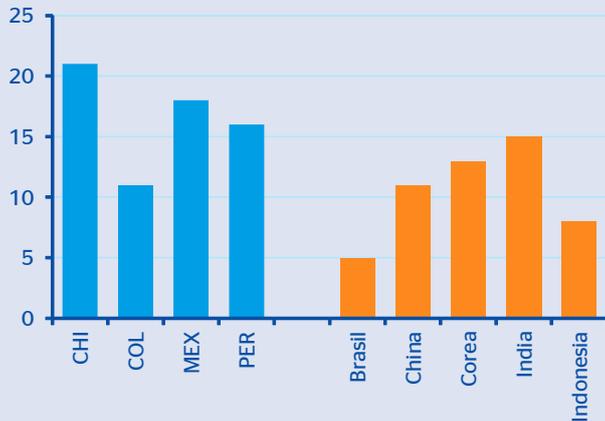
Fuente: BBVA Research y FMI

Pero el tamaño no lo es todo. También es importante el tipo de políticas que se espera que implementen los países que conforman la Alianza. Aquí la AP destaca también por su apuesta por la integración, no sólo entre sus miembros sino también con la economía global. Los países de la Alianza son las economías emergentes que tienen un mayor número de acuerdos de libre comercio firmados (Gráfico 19), incluyendo, en el caso de Perú y Chile, con las cuatro principales áreas económicas: EEUU, Unión Europea, Japón y China. Esto en contraposición, por ejemplo, con Brasil, que no tiene acuerdos de libre comercio con ninguna de ellas.

La apuesta por la integración comercial también pasa por potenciar los flujos comerciales entre los países miembros de la AP. Así, se han producido avances importantes al desgravarse completamente el 92% de las partidas arancelarias, mientras que un 6,5% adicional se desgravará en plazos muy cortos. Con todo, dada la estructura actual de las exportaciones (principalmente manufactureras en México, frente a la preponderancia de materias primas en los países andinos) existe una cierta asimetría en el potencial para aumentar el comercio de bienes dentro de la Alianza, que favorecería en principio a México más que a los tres países andinos (Gráfico 20). Aun así, el potencial es elevado para la cooperación, transmisión de *know-how* e inversión en los sectores de desarrollo de infraestructuras y mercados de capitales¹.

1: Para un análisis más detallado de los vínculos comerciales en la Alianza del Pacífico véase nuestro Observatorio Económico de agosto de 2012 "New Pacific Alliance Bloc: Mexico and Andeans look towards Asia" disponible en http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/120822_EW_EAGLEs_New_Pacific_Alliance_Bloc_tcm348-355823.pdf?ts=25102013

Gráfico 19
Número de acuerdos comerciales firmados

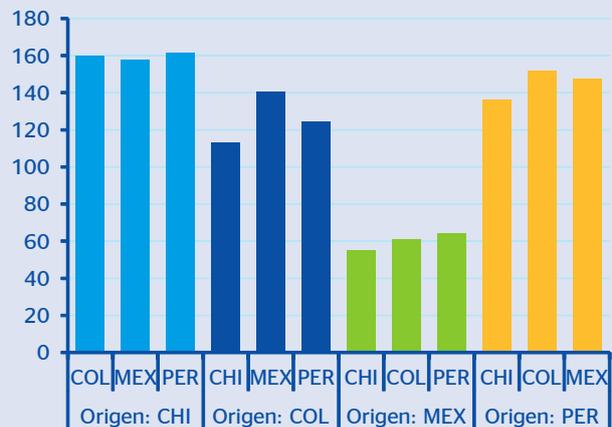


Fuente: BBVA Research y OMC

También en la AP hay una apuesta clara por la apertura e integración financiera tanto con el resto del mundo como entre los países que la conforman. Así, los países de la AP han sido grandes receptores de inversión directa (tanto en términos absolutos como en relación al tamaño de sus economías), proveniente sobre todo de EEUU y Europa, pero con un creciente interés desde Asia. Más importante aún, de acuerdo a la UNCTAD, los países de la AP se encuentran dentro del 25% superior en el ranking global de países por su potencial para atraer IED. Como muestra el Gráfico 21, comparando ambas dimensiones (flujos de IED observados y potencial de atracción de IED), podemos observar que los países de la Alianza del Pacífico no sólo tienen una alta potencialidad para atraer flujos de IED sino que en realidad los consiguen atraer dentro de lo que se esperaría para ese alto potencial², a diferencia de muchos otros países de la región³.

Al igual que en el caso de los flujos comerciales, si observamos los flujos de IED dentro de la AP destaca en primer lugar el escaso porcentaje dentro del total de IED recibida por los cuatro países (3% del total en 2009-

Gráfico 20
Índice de potencial de exportaciones
(0 = muy elevado; 200=muy pequeño)



Fuente: BBVA Research y COMTRADE

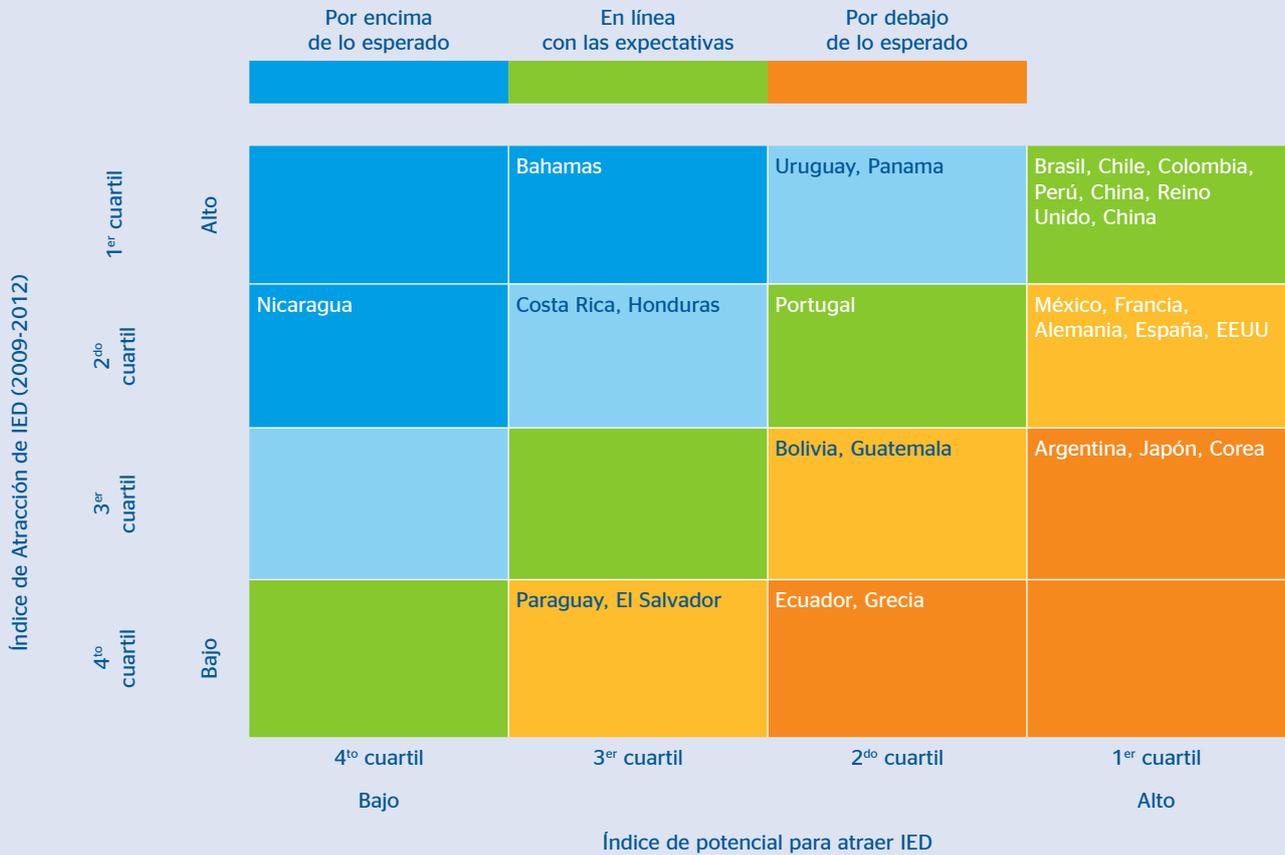
2012). Además, también se encuentran fuertemente concentrados en flujos de IED desde Chile hacia Perú y Colombia (Gráfico 22), probablemente promovidos por el menor tamaño de la economía chilena (en búsqueda de diversificación y expansión de operaciones de algunas de sus empresas dentro de la región). Indudablemente también ha contribuido que la madurez del sistema de pensiones en Chile permitió inyecciones de capital a empresas con políticas de expansión regional, particularmente en los sectores de ventas al por menor y financiero. La concentración de los flujos de IED en Perú y Colombia estaría condicionado por su cercanía geográfica y cultural, asociada a menores costos de monitoreo y control de dichas inversiones. Lo anterior se refleja también en las cifras agregadas entre el 2009 y 2012, donde Perú absorbe el 42% de la inversión extranjera intra-AP, seguido por Colombia con un 27% (Gráfico 23).

2: México aparece solamente en el segundo cuartil del ranking mundial de atracción de IED, si bien hay que tener en cuenta que en su caso son muy importantes las operaciones de producción no participativas o *Non-equity mode of production* (NEMs) tales como la producción manufacturera por contrato o el outsourcing de servicios, que no se contabiliza como IED pero incluye muchas de sus ventajas, incluyendo la transferencia de *know-how* y tecnologías.

3: Un análisis más detallado del potencial para atraer IED y de los flujos de IED dentro de la AP se puede encontrar en nuestro Observatorio Económico de noviembre de 2013 "Integración financiera en la Alianza del Pacífico" disponible en <http://www.bbva.com/observatorio-economico/observatorio-economico-alianza-del-pacifico>

Gráfico 21

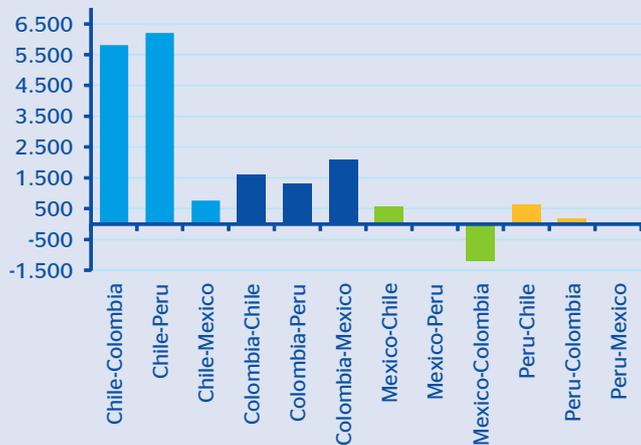
Ranking de entrada de IED (2009-2012) y de potencial para atraer IED (2012)



Nota: El ranking y la distribución por cuartiles se realiza sobre un total de 177 países. En la tabla solamente se presentan los países Latinoamericanos y algunos países seleccionados fuera de la región.
Fuente: BBVA Research y UNCTAD

Gráfico 22

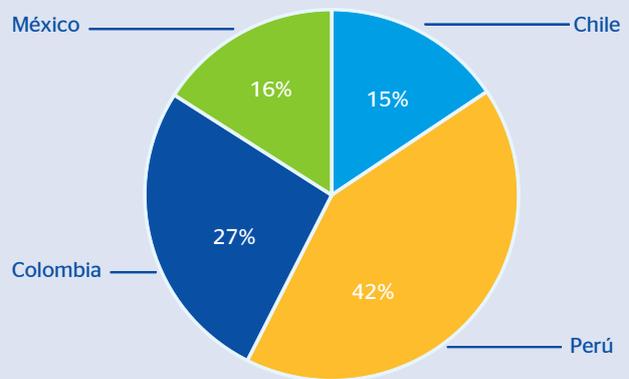
Flujos acumulados de IED intra-AP, 2009-2012. Por origen-destino (millones de USD)



Fuente: BBVA Research y Banco Central de Chile

Gráfico 23

Destino de la IED intra-AP. Acumulado 2009-2012 (% del total)



Fuente: BBVA Research y Banco Central de Chile

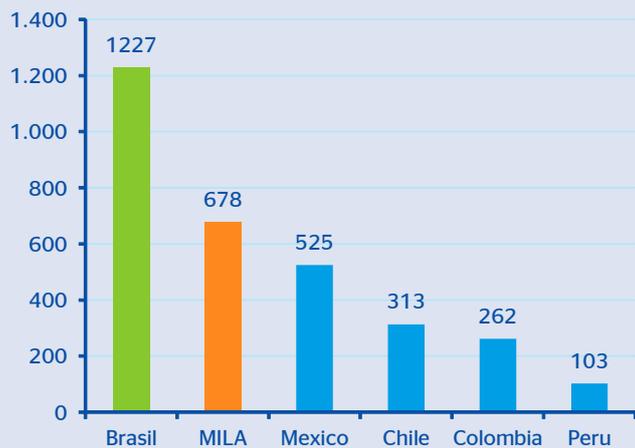
Es cierto que la integración por el lado de flujos de cartera aún es incipiente, pero iniciativas como el mercado integrado latinoamericano (MILA) tienen, cuando se complete la incorporación de México a inicios de 2014, el potencial de crear una bolsa de valores con una capitalización similar a la de Brasil (Gráfico 24), si bien la profundidad y liquidez de sus mercados es menor que la de éste último. En ese contexto, esperaríamos que los flujos cruzados comiencen a aumentar aprovechando y generando sinergias hacia mercados más profundos e integrados, especialmente si se sigue avanzando en la homologación, clarificación y coordinación de los tratamientos tributarios entre las autoridades de cada país.

¿Cuáles son las perspectivas económicas de la AP a largo plazo? Hablamos de una región con un elevado crecimiento

potencial, cercano al 6% en Perú y de alrededor del 5% en Colombia y Chile. En el caso de México, la agenda de reformas actual podría aumentar el crecimiento potencial hasta cerca del 4%. Esto significa un crecimiento potencial promedio para la AP cercano al 4,5% anual, superior al brasileño y casi el triple de lo que se espera para las economías desarrolladas (Gráfico 25).

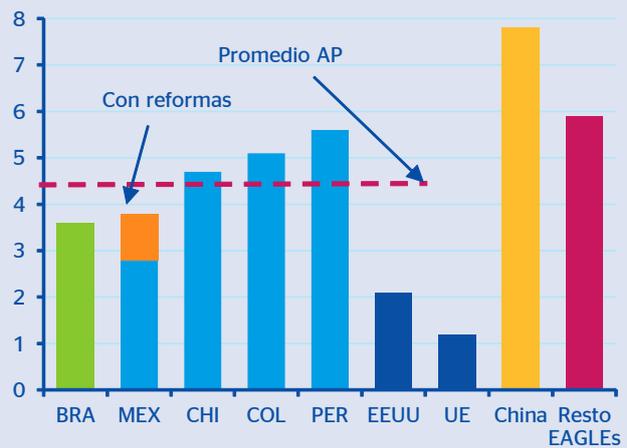
Aunque la región tiene aún desafíos importantes por delante (alta informalidad, falta de infraestructuras, baja calidad de la educación y la salud) se ha ido avanzando en los últimos años en la dirección adecuada. Una apuesta decidida por reformas en esos ámbitos podrá aumentar aún más su ya alto crecimiento potencial.

Gráfico 24
Capitalización bursátil en diciembre 2012 (USD millones)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 25
Crecimiento Potencial (Var. %)



Fuente: BBVA Research y COMTRADE

6. Inflación se mantendría controlada el 2014, bajo 3%

La sorpresiva caída en el precio de combustibles nos lleva a recortar nuestra estimación de inflación IPC para el cierre de este año a 2,2% anual. Para 2014 mantenemos la proyección de inflación en 2,6%, impulsada por una recuperación de la inflación transable, marginales impactos alcistas de tarifas eléctricas y mantención de márgenes en productos de relevancia en la canasta IPC

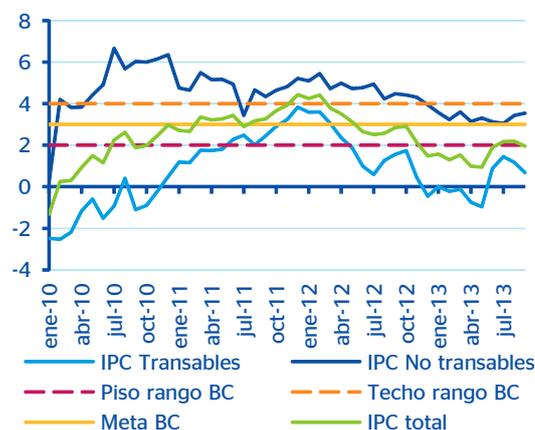
Luego de un primer semestre con elevada volatilidad en precios, los registros mensuales de inflación ya comienzan a mostrar una recuperación de las medidas subyacentes. Por su parte, la inflación anual del IPC, se ubicaría en torno a 1,4% en octubre, pero en torno a 3% hacia el primer trimestre del 2014.

En este contexto, la inflación de bienes transables se mantienen contenida al ubicarse en 0,7% anual a septiembre, en tanto la de bienes no transables se recupera alcanzado una variación de 3,5% a/a (Gráfico 26). Por su parte, el incremento en precios de las medidas subyacentes que excluyen alimentos frescos, tarifas reguladas y precios indexados (IPCX e IPCX1) se ha ubicado en tono al 2,0% a/a.

En las últimas semanas ha existido una caída significativa en el precio de los combustibles, asociada al efecto de menores precios internacionales y de un retroceso del tipo de cambio. La incidencia negativa no contemplada para este ítem durante los últimos meses del 2013 nos lleva a corregir a la baja nuestra expectativa de inflación para dicho periodo, la que cerraría en un 2,2% a/a en vez de un 2,5% a/a esperado en nuestro informe previo.

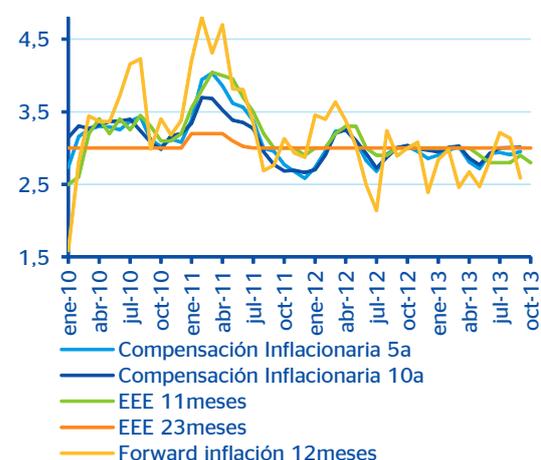
Hacia adelante, mantenemos nuestra estimación de una convergencia lenta de la inflación hacia la meta del Banco Central. A su vez, continuamos esperando un cambio de composición de la inflación, la cual estaría caracterizada por una mayor incidencia del componente transable del IPC que recogería el traspaso por depreciación del tipo de cambio. Por su parte, el menor crecimiento de la demanda interna contendría la aceleración del componente subyacente del IPC impidiendo que la inflación sobrepase el 3% hacia diciembre 2014. Con todo, mantenemos nuestra proyección de inflación anual cerrando en 2,6% el 2014, expectativa algo por debajo de las implícitas en el precio de activos financieros y las plasmadas en encuestas de analistas (Gráfico 27).

Gráfico 26
Medidas de inflación (Var. % a/a)



Fuente: BCCh e Instituto Nacional de Estadísticas

Gráfico 27
Expectativas de inflación, compensaciones inflacionarias y forwards de inflación (%)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Recuadro 2. Nueva canasta de precios IPC 2014: ponderaciones e implicancias

Estamos a solo unos meses de conocer la nueva canasta del IPC 2014, proceso que por primera vez comenzará a realizarse cada 5 años, y no cada 10 como se hacía históricamente, de manera de adecuarse a los estándares internacionales exigidos por la OCDE. La nueva canasta incorporará los resultados de la VII Encuesta de Presupuesto Familiar (EPF) conocida hacia fines de septiembre, los cuales también tienen implicancias en la definición de la línea de la pobreza, junto con la encuesta CASEN. En consecuencia, su impacto en la determinación de precios de activos y políticas sociales no es menor.

En el presente recuadro analizamos los aspectos relevantes para la canasta del IPC que se desprenden de la VII EPF junto a las tendencias esperadas en la composición de ésta, con el objetivo de proyectar los ajustes en las ponderaciones y los impactos contra factuales de éstos en la inflación 2013.

La Tabla 1 presenta una comparación entre las ponderaciones de las divisiones del IPC 2009 y las de la VII EPF. A primera vista se observa una alta correspondencia entre los pesos relativos de las mismas divisiones en ambas mediciones. Las diferencias deben analizarse con especial atención, por cuanto los productos incluidos no son los mismos. Así por ejemplo, si bien hay un aumento en la ponderación de la división alimentos, al hacer el *matching* comparando los mismos productos de la canasta del IPC 2009 para la división alimentos, observamos que más del 65% de ellos bajó su ponderación.

Tabla 1
Gasto familiar VII EPF y ponderaciones IPC 2009 por divisiones

	IPC 2009	VII EPF (total de hogares)
Alimentos y Bebidas no alcohólicas	18,9	19,2
Bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes	2,0	1,7
Prendas de Vestir y Calzado	5,2	4,2
Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y otros combustibles	13,3	13,7
Muebles, Artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar	7,5	6,8
Salud	5,4	6,3
Transporte	19,3	15,9
Comunicaciones	4,7	4,7
Recreación y Cultura	7,5	6,6
Educación	6,0	8,2
Restaurantes y Hoteles	4,4	4,4
Bienes y Servicios Diversos	5,8	8,4

Fuente: INE, BBVA Research

Con todo, luego de revisar cada uno de los productos de la canasta del IPC 2009 a la luz de los resultados de la VII EPF, nuestra estimación de las ponderaciones de la nueva canasta del IPC 2014 a nivel de división se presenta en la Tabla 2. Cabe destacar que este ejercicio supone, por simplicidad, que la canasta del IPC 2014 mantiene los mismos productos de la canasta 2009.

Tabla 2
Ponderaciones IPC 2009 y Proyección BBVA Research Canasta IPC 2014

Divisiones	IPC 2009	IPC 2014e
Alimentos y Bebidas no alcohólicas	18,9	17,2
Bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes	2,0	1,8
Prendas de Vestir y Calzado	5,2	4,3
Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y otros combustibles	13,3	13,9
Muebles, Artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar	7,5	7,0
Salud	5,4	6,1
Transporte	19,3	17,0
Comunicaciones	4,7	5,0
Recreación y Cultura	7,5	6,5
Educación	6,0	8,4
Restaurantes y Hoteles	4,4	4,8
Bienes y Servicios Diversos	5,8	8,0

Fuente: INE, BBVA Research

Dentro de las divisiones, se observa con mayor detalle que alimentos tiene una clara tendencia a disminuir su importancia en percentiles de mayores ingresos (Tabla 3). Además, destaca dentro de la división alojamiento, agua, electricidad y otros combustibles la baja en la ponderación del ítem electricidad que ha sido causante en lo más reciente de relevante deflación. Esto en adición a la caída de tarifas eléctricas y el aumento del ingreso disponible nos lleva a esperar una ponderación en torno al 2%-2,3% desde el 2,7% actual. Aquello se torna importante pensando en un escenario de alza de tarifas eléctricas durante el periodo 2014-2016.

Tabla 3
Gasto familiar VII EPF
y ponderaciones IPC 2009, divisiones seleccionadas

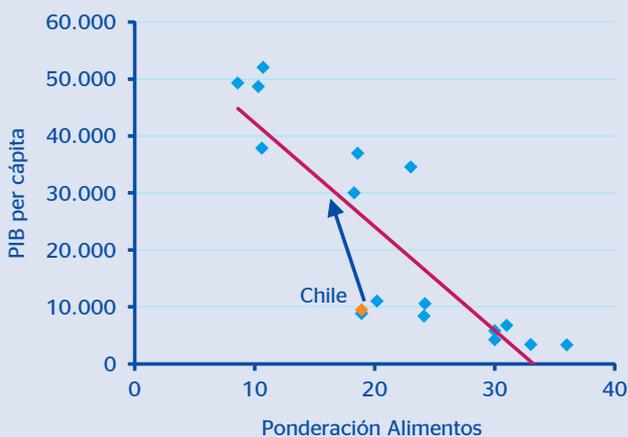
	IPC 2009	Total VII EPF	Quintiles de acuerdo a ingreso	
			Q1	Q5
Alimentos y restaurantes*	23,2	22,8	36,5	16,3
Prendas de Vestir y Calzado	5,2	4,2	2,9	4,2
Alojamiento, Agua, Electricidad, Gas y otros combustibles	13,3	13,7	19,5	11,8
Muebles, Artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar	7,5	6,8	5,2	8,5

* Alimentos y restaurantes corresponde a la suma de las ponderaciones de la división Alimentos y bebidas no alcohólicas con Restaurantes, cafés y establecimientos similares.

Fuente: INE, BBVA Research

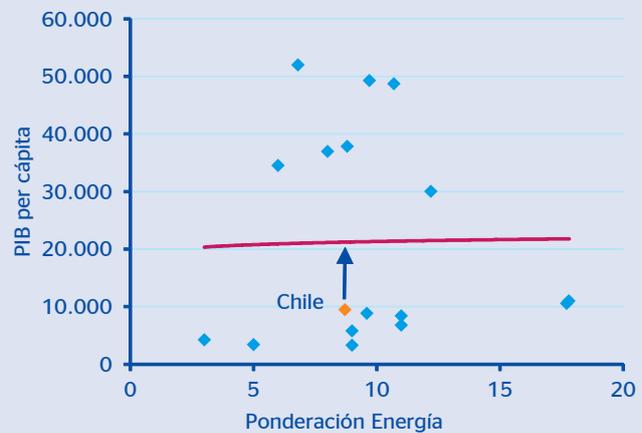
En general, la disminución en la ponderación de alimentos se condice con el escenario de mayor crecimiento de los últimos años. En la medida que los países crecen y tienen mayor ingreso per-cápita, la participación de esta división dentro de las canastas disminuye. Por su parte, en los ítems asociados a energía no existe una relación muy clara entre un mayor ingreso per cápita y su participación dentro de la canasta del IPC (Gráficos 28 y 29). En línea con esto, no observamos cambios relevantes en la ponderación de este ítem en la VII EPF.

Gráfico 28
Ponderación Alimentos en canastas vigentes entre países



Fuente: OECD, Institutos de Estadística varios países, INE, BBVA Research

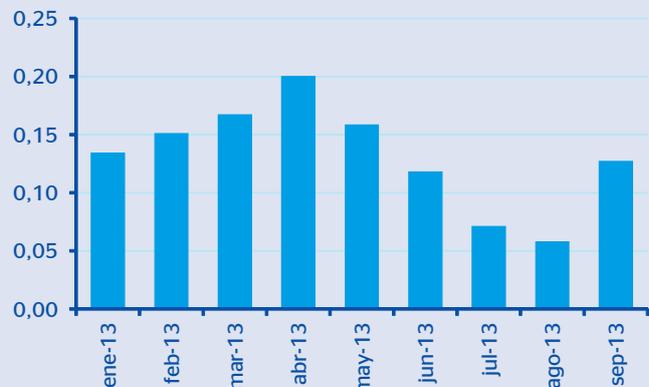
Gráfico 29
Ponderación Energía en canastas vigentes entre países



Fuente: OECD, Institutos de Estadística varios países, INE, BBVA Research

Finalmente, si hacemos el ejercicio de recalculer la inflación anual con los nuevos ponderadores que estimamos, podemos apreciar que la canasta actual estaría subestimando en 0,13% la inflación en el 2013 (Gráfico 30). Lo anterior es claro reflejo de la mayor incidencia que tendrían las divisiones de bienes y servicios no transables que han inyectado inflación, como por ejemplo Salud y Educación -cuyos índices de precios han crecido entre 4% y 5% anual durante este año 2013- y una menor incidencia de aquellas divisiones transables que han aportado disminuciones de precios, como por ejemplo, Recreación y Cultura y Vestuario y Calzado, esta última con disminuciones de precios en términos anuales en torno al 12% promedio durante este año 2013.

Gráfico 30
Diferencia inflación 12 meses Canasta IPC 2014e respecto a Canasta IPC 2009 (porcentaje)



Fuente: INE, BBVA Research

7. Política monetaria con recortes moderados que llevarían la TPM hasta 4%

En la reunión de octubre, el Banco Central dio inicio a una fase de recortes de la TPM el cual se prolongaría durante 2014. Esperamos un cierre de 4,75% y 4,00% para la TPM en el 2013 y 2014, respectivamente, mientras que el ciclo gradual de normalización monetaria quedaría relegado para comienzos de 2015

Según nuestro análisis, los recortes de la TPM continuarán durante 2014 hasta alcanzar un nivel de 4,0% en la segunda parte del año. En definitiva, mantenemos nuestra visión de recortes de 75 puntos base adicionales en el horizonte de proyección.

Dentro de los elementos que justifican nuestra postura sobre las perspectivas para la política monetaria, se encuentra una baja presión inflacionaria subyacente, la desaceleración de la actividad y una leve apertura de brechas de capacidad. Asimismo, otro argumento, aunque menos ortodoxo, continúa siendo la intensión del Banco Central de estrechar la distancia respecto de las tasas de referencia de las economías desarrolladas. La reducción de la brecha de tasas de interés de política monetaria, contribuirá a la depreciación esperada del tipo de cambio y, con ello, al cumplimiento del objetivo inflacionario del Banco Central. Destacamos que el espacio para implementar políticas monetarias acomodativas sigue siendo amplio (Gráfico 31).

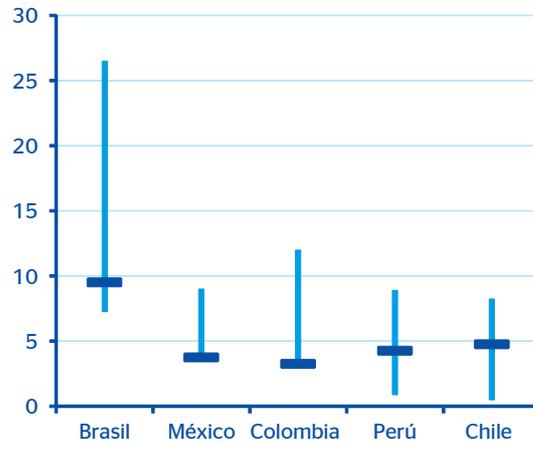
En este contexto, nuestro escenario base es propicio para recortes, por lo cual esperamos un cierre de 4,75% y 4,00% para la TPM en el 2013 y 2014, respectivamente, mientras que el ciclo gradual de normalización monetaria quedaría relegado para comienzos de 2015.

Durante los últimos meses hemos notado declaraciones de miembros de Consejo del Banco Central que nos permiten inferir una visión macroeconómica no del todo consensuada, focalizada peculiarmente en la evolución del consumo privado. Lo anterior contrasta con el sesgo *dovish* entregado en los comunicados de política monetaria de los últimos meses, sesgo que fue eliminado en la última reunión en la que se recortó la TPM. Estos elementos generaron volatilidad tanto en las expectativas de consenso, como en los precios de los activos (Gráfico 32).

Un escenario de riesgo que consideramos de moderada probabilidad de ocurrencia es que el consumo privado persista en sus dinamismo por más tiempo, lo que también llevaría a que el Banco Central espere signos más claros de marcada desaceleración en dicho componente del gasto antes de continuar el ciclo de recortes. Consideramos que la opción de esperar a ver signos concretos de desaceleración del consumo para continuar con el proceso de bajas de tasas de interés, podría requerir una trayectoria más acelerada de recortes de la TPM que los contemplados en este informe.

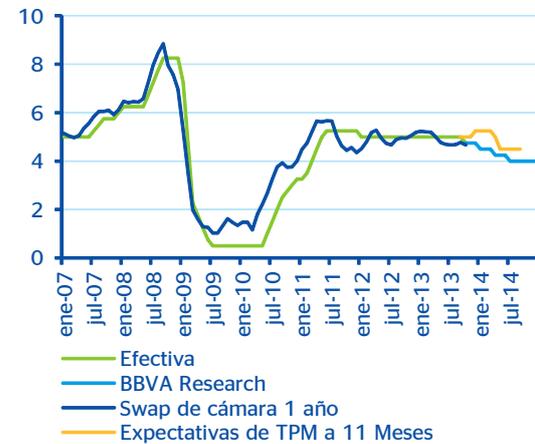
Cabe mencionar que el cumplimiento de la trayectoria de TPM que se presenta en este Informe requiere que se dé un escenario macroeconómico como el que aquí se presenta, el cual considera un debilitamiento de la economía algo mayor al que proyecta el Banco Central y, consecuentemente, menores presiones inflacionarias de las que estimó el Instituto Emisor en su último Informe de Política Monetaria. Por otro lado, es probable que en futuras decisiones de política monetaria, el Consejo del Banco Central tome en cuenta consideraciones de estabilidad financiera, como es el alto endeudamiento de determinados segmentos de la población, lo que podría atenuar el ritmo de recortes de la TPM.

Gráfico 31
Tasa de Política Monetaria a septiembre en la región vs rango histórico desde 2001 (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 32
Tasa de política monetaria (%)



Fuente: BCCy y BBVA Research

8. Política fiscal entregaría espacio para recortes en la TPM en próximos trimestres

Bajo nuestros supuestos macroeconómicos, la expansión del gasto fiscal no superaría el 3,2% real el 2014, en tanto el consumo de gobierno crecería algo menos de 3%. La menor expansión del gasto fiscal entrega espacio para que la política monetaria inyecte estímulo monetario en los próximos trimestres, y se permita el ajuste automático con redireccionamiento de la inversión productiva hacia sectores no mineros

Existe por ahora un mixto consenso de que el 2014 los vientos favorables, tanto por factores locales como externos, serían menores. Así, por ejemplo, las expectativas de crecimiento mundial se han ajustado a la baja en lo más reciente.

Por otra parte, se ha discutido intensamente respecto de la expansión del gasto fiscal el 2014. Abstrayéndonos de la discusión respecto del espacio para fondos de libre disponibilidad del próximo Gobierno y comparaciones entre gasto ejecutado versus presupuestado 2013, estimamos la expansión del gasto bajo los supuestos macroeconómicos de este informe, distintos en varias dimensiones y magnitud a los del Ministerio de Hacienda.

Primero, la expansión del gasto fiscal la estimamos más cercana a 3,2% a/a, inferior a 3,9% a/a, donde la principal diferencia provendría de un menor crecimiento de la demanda interna (Recuadro 3). En efecto, proyectamos un mercado laboral más débil el 2014, un cambio de composición hacia más empleo por cuenta propia y menos asalariado y un menor crecimiento de los salarios, todo lo cual mitigará la expansividad del consumo privado el próximo año.

Consecuentemente, la recaudación tributaria por IVA comenzará a seguir el letargo que ya muestra la recaudación del resto de los tributos. Esto es parte de un escenario donde la demanda crecerá sólo marginalmente sobre 4% el 2014.

En un escenario menos benevolente para la expansión de la demanda interna y, finalmente, con crecimiento del PIB para 2014 en torno a 4%, se tienen implicancias respecto de la expansión

del gasto. Si bien tenemos diferencias con el Gobierno en los supuestos respecto de inflación IPC, PIB, precio cobre y tipo de cambio, sus implicancias para la expansión real del gasto fiscal son de segundo orden o corregidas por la metodología de ajuste cíclico.

Bajo la premisa de que la autoridad se compromete con un déficit estructural de balance 1% del PIB, el impacto de los menores ingresos cíclicamente ajustados sobre la expansión del gasto fiscal sería de 0,2% del PIB (0,8% del gasto fiscal total 2014). El balance efectivo sería, por tanto, 0,5% más deficitario que lo proyectado por Hacienda, nuevamente asumiendo que se respeta el déficit estructural de 1% del PIB.

Existen al menos dos alternativas de darse el escenario económico menos benevolente. Por un lado, que la próxima administración deba lidiar con una expansión del gasto inferior a la observada en años precedentes optando por mantener la meta de déficit estructural constante en 1% del PIB y reduciéndolo paulatinamente en los años venideros. Por otro lado, que emerja con fuerza la tentación de modificar la meta de déficit estructural a una cifra superior a 1% del PIB en 2014 -hacia algo en torno a 1,5% del PIB-, y se proponga una convergencia rápida posterior al balance estructural amparada en una reforma tributaria y/o simplemente en un supuesto de mejora económica. Ambas son alternativas muy válidas que no deberían pasar inadvertidas para los agentes de mercado dado que tienen implicancias en las holguras, en la expansión del gasto y la apreciación de la institucionalidad chilena en el exterior. En marzo 2014 el próximo gobierno tendrá que optar.

Con implicancias sobre la política monetaria, se levantan entonces renovadas razones para inyectar estímulo monetario durante los próximos meses. El consumo de gobierno, más ligado a remuneraciones y bienes y servicios, tendría una expansión por debajo de 3% interanual, siendo un lastre más que un empujón significativo a la demanda. Este escenario fiscal es un nuevo factor que entrega espacio para que el Banco Central inyecte bajas en la tasa de instancia como las plasmadas en nuestro escenario base.

En varias dimensiones, la combinación de menor expansión fiscal y estímulo monetario es muy necesaria para apoyar el ajuste automático de la economía. Se requiere una recuperación de la competitividad en algunos subsectores agrícola-silvícolas e industriales. La depreciación del peso es parte del conjunto de elementos que deben apoyar dicha recuperación, y parece finalmente estar configurándose el escenario propicio para generar el redireccionamiento de la inversión desde sectores maduros, particularmente el minero, hacia sectores tradicionales no cobre.

Recuadro 3. Escenario macroeconómico para las finanzas públicas

El 30 de septiembre el gobierno ingresó al Congreso el Proyecto de Ley de Presupuestos 2014, el cual plantea un crecimiento del gasto del gobierno central total de 3,9% real. Considerando el escenario macroeconómico presentado en este Informe, estimamos que la expansión del gasto será menor a la considerada en el Presupuesto, llegando a lo sumo a 3,2% a/a real. Este menor impulso fiscal está en línea con el escenario de recortes de tasa de política monetaria que tendrá lugar el próximo año y que estimamos conducirá a la tasa de instancia hasta un mínimo de 4%.

La estimación de menor gasto se basa en nuestras proyecciones del escenario macroeconómico relevante para las finanzas públicas; en la proyección de gasto de gobierno para 2013 presentada por la Dirección de Presupuestos (Dipres) y en el supuesto de cumplimiento de la meta de déficit estructural de 1% del PIB en 2014. El menor espacio de gasto se explica principalmente por el menor dinamismo previsto por BBVA Research para la demanda interna en relación con lo que proyecta el Ministerio de Hacienda, lo cual incidirá en una menor recaudación por concepto de IVA e impuestos específicos, efectos que no son corregidos cíclicamente por la metodología de cálculo del balance estructural. Con este resultado, estimamos también que el consumo de gobierno de Cuentas Nacionales crecerá 2,9% el próximo año.

El escenario macroeconómico que sirvió de base para la elaboración del Presupuesto fue optimista a la luz de la información disponible y de nuestras expectativas para las variables clave en la determinación de los ingresos fiscales (Tabla 4).

Tabla 4

Diferencias en el escenario macroeconómico 2014

	M. de Hacienda	BBVA	Diferencia
PIB (var. a/a, %)	4,9	4,0	-0,9
Demanda Interna (var a/a, %)	5,4	4,1	-1,3
Inflación promedio (%)	3,0	2,5	-0,5
Tipo de cambio promedio (\$ por dólar)	522	520	-2
Precio del cobre promedio (cent dólar/libra)	325	300	-25

Nota: el ejercicio presentado en este recuadro supone un tipo de cambio promedio de \$520 por dólar en 2014.

Fuente: Ministerio de Hacienda y BBVA Research

Desde el punto de vista de los ingresos efectivos, las diferencias en el escenario macroeconómico con respecto a lo que proyectó el gobierno en septiembre, implicarían del orden de US\$ 1.900 millones de menores ingresos (0,7% del PIB), siendo la proyección del precio del cobre lo que explica la mayor parte de la diferencia (Tabla 5).

Tabla 5

Impacto de diferencias en el escenario macroeconómico en ingresos 2014 (millones de USD)

	Ingresos Efectivos	Ingresos Estructurales
Crecimiento PIB	-200	0
Crecimiento Dda. Interna	-350	-350
Inflación IPC y Tipo de cambio	-100	-100
Precio cobre	-1.275	0
Efecto Total	-1.925	-450
% del PIB	-0,7	-0,16

Fuente: BBVA Research

En efecto, cada centavo menos de precio del cobre significa para el fisco del orden de US\$ 50 millones de menores ingresos y, en este caso, la diferencia es de 25 centavos de dólar (Tabla 6).

Tabla 6

Impacto en ingresos fiscales 2014 de un centavo de dólar en el precio del cobre

MM de US\$	
Ingresos GMP10 + Codelco estimados Dipres (precio cobre US\$ 3,25)	5.376
Margen implícito (US\$ por libra)	1,02
Ingresos GMP10 + Codelco con precio cobre US\$ 3,24	5.323
Menores ingresos (MM de US\$)	-53

Nota: Ejercicio supone costo promedio de la minería de US\$ 2,23 por libra y TC de \$520 por dólar

Fuente: BBVA Research y Dirección de Presupuestos

Por otra parte, dada la metodología del balance estructural, es el PIB tendencial y el precio de referencia del cobre -y no sus valores efectivos- los que determinan los ingresos cíclicamente ajustados (o estructurales), por lo tanto, las diferencias en la proyección del PIB y en la proyección de precio del cobre no inciden en la estimación de los ingresos estructurales ni en la determinación de los espacios de gasto⁴.

4: Excepto por diferencias que puedan existir en las elasticidades a PIB usadas en la estimación de ingresos efectivos y las utilizadas en el ajuste cíclico.

Sin embargo, en el caso de algunos impuestos, como el IVA y los impuestos a los productos específicos, su evolución está más bien relacionada con la evolución de la demanda interna y, en este caso, un menor crecimiento de ésta implicará una menor recaudación efectiva y estructural de igual magnitud. Estimamos que el impacto en recaudación del menor crecimiento de la demanda interna será del orden de US\$300-US\$350 millones. Esta estimación resulta de considerar la elasticidad demanda interna implícita en las proyecciones de IVA presentadas por la Dipres en su informe anual al Congreso y el menor crecimiento de la demanda interna previsto por BBVA Research para el próximo año. Con estos supuestos, la recaudación asociada a este impuesto crecerá 4,9% en lugar de 6,5% como estimó la autoridad (Tabla 7).

Tabla 7
Menor recaudación por IVA por menor crecimiento de la demanda interna

MM de US\$	2014	Var a/a, %
IVA (Proyecciones Dipres)	23.705	6,5
Proyección IVA con demanda interna BBVA	23.359	4,9
Menores ingresos	-346	

Nota: la elasticidad IVA-demanda interna implícita en las proyecciones de Dipres es 1,2.

Fuente: Dirección de Presupuestos y BBVA Research

A lo anterior se agregará el efecto de una menor inflación y tipo de cambio, que restarán del orden de US\$ 100 millones adicionales. La suma de estos efectos, por lo tanto, quitará del orden de 0,2% del PIB de espacio de gasto el próximo año, si se mantiene la meta de déficit estructural de 1% del PIB, lo que equivale a 0,7% del gasto, de manera tal que la expansión de esta variable será 3,2%, solo por el efecto de considerar nuestro escenario macroeconómico en lugar del presentado por el Ministerio de Hacienda, es decir, manteniendo constantes el resto de las variables que afectan al Presupuesto. Cabe destacar que las fluctuaciones del tipo de cambio tienen impactos relevantes en los ingresos fiscales efectivos y estructurales. De acuerdo con nuestras estimaciones un 1% de menor tipo de cambio implica del orden de US\$ 150 millones de menores ingresos para el fisco.

En términos del balance fiscal efectivo, los menores ingresos (0,7% del PIB) se verán contrarrestados por un menor gasto (0,2% del PIB) para cumplir con la meta de déficit estructural de 1% del PIB en 2014, de manera tal que el déficit fiscal será 0,5% del PIB mayor al supuesto por el gobierno en el Presupuesto 2014, pasando, solo por este efecto, desde 0,9% del PIB a 1,4% del PIB, equivalente a US\$ 3.900 millones (Gráfico 33).

Gráfico 33
Balance fiscal efectivo (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuestos y BBVA Research

El ejercicio aquí presentado para estimar el crecimiento del gasto público en 2014 descansa en dos supuestos. Por un lado, supone que el próximo gobierno cumple con la meta de déficit estructural de 1% del PIB en 2014 y, por otro, que en 2013 la ejecución del gasto es la que estimó Hacienda en su informe anual al Congreso. Si por ejemplo, el déficit estructural se lleva a 1,5% del PIB, la expansión del gasto en 2014 pasaría desde 3,2% a 5,5%. Por otro lado, tomando nuestro escenario macroeconómico base para 2014, si la ejecución del gasto en 2013 es 0,9% menor a lo que proyecta actualmente la autoridad (y manteniendo la meta de déficit estructural de 1% del PIB en 2014) el crecimiento del gasto sería 3,9% en lugar de 3,2%.

9. Balance de riesgos externos e internos continúan vinculados al precio del cobre en el corto plazo

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 asigne 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.

Ha disminuido el convencimiento respecto al inicio del retiro del estímulo monetario no convencional por parte de la Fed en el muy corto plazo. La situación fiscal que ha llevado a una reducción de gastos dispensables y la discusión en torno al aumento del techo de la deuda han incrementado la volatilidad y no es descartable que tengan impactos sobre el crecimiento. En ese contexto, la Fed mantendría por ahora los estímulos monetarios.

A pesar de la volatilidad externa, el precio del cobre ha mostrado resiliencia apoyado en cifras que han continuado consolidando una visión benigna de desaceleración de la economía china por ahora, con riesgos de mediano plazo asociados al nivel de crédito de las empresas y riesgo de crédito de la banca.

Para explicitar la relevancia de China 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, cifra que equivale a algo más de medio punto porcentual del PIB. En un escenario adverso, es importante consignar la amplia capacidad tanto fiscal como monetaria para implementar políticas contra cíclicas, así como los buenos fundamentos del sector financiero y corporativo, que en su conjunto, aseguran impactos acotados en la economía.

Finalmente, si bien las condiciones para un ajuste ordenado 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 moderados. En consecuencia, por ahora la economía chilena permanece muy sensible a caídas abruptas y significativas en el precio del cobre que lo lleven rápidamente a su precio de largo plazo o bajo éste.

10. Tablas

Tabla 8

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	5,8	5,9	5,6	4,2	4,0
Inflación (% a/a, fdp)	3,0	4,4	1,5	2,2	2,6
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	475	517	477	515	530
Tasas de interés (% fdp)	3,25	5,25	5,00	4,75	4,00
Consumo Privado (% a/a)	10,8	8,9	6,1	5,6	4,5
Consumo Público (% a/a)	4,6	3,0	4,2	4,1	2,9
Inversión (% a/a)	12,2	14,7	12,3	6,1	4,6
Resultado Fiscal (% PIB)	-0,4	1,4	0,6	-1,0	-1,4
Cuenta Corriente (% PIB)	1,5	-1,3	-3,5	-4,6	-4,9

Fuente: BBVA Research

Tabla 9

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	4,00
T2 11	5,8	3,4	469,4	5,25
T3 11	3,2	3,3	483,7	5,25
T4 11	5,0	4,4	517,2	5,25
T1 12	5,1	3,8	485,4	5,00
T2 12	5,7	2,7	505,6	5,00
T3 12	5,8	2,8	475,0	5,00
T4 12	5,7	1,5	477,1	5,00
T1 13	4,5	1,5	472,5	5,00
T2 13	4,1	1,9	502,9	5,00
T3 13	4,4	2,0	504,6	5,00
T4 13	3,8	2,2	515,0	4,75
T1 14	4,0	2,3	521,0	4,50
T2 14	3,9	2,5	524,0	4,25
T3 14	4,0	2,2	526,0	4,00
T4 14	4,0	2,6	530,0	4,00

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

Hermann Gonzalez

hermannesteban.gonzalez@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@bancofrances.com.ar

Chile

Jorge Selaive

jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.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

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo

josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola

matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Latam

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Teléfono: +56 26791000

E-mail: bbvaresearch@bbva.comwww.bbvaresearch.com