

Situación Chile

Tercer Trimestre 2012
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se recuperará gradualmente en 2013** a medida que las autoridades en Europa y EEUU reduzcan las incertidumbres existentes.
- **En Chile, ajustamos moderadamente al alza la proyección de crecimiento del PIB para 2012**, de 4,2% a 4,4%, por un dinamismo mayor a lo anticipado durante el primer semestre.
- **La actividad se desacelera a partir del segundo semestre del año**, y para 2013 ajustamos nuestra proyección de crecimiento de 4,7% a 4,5%, por un entorno internacional menos favorable.
- **La inflación alcanzaría a 2,3% al cierre de 2012**, pero en el contexto de un marcado contraste en el comportamiento de los precios de bienes transables y no transables.
- **Política monetaria: sin espacio para recortes**, y en pausa hasta comienzos de 2014.
- **Los riesgos externos se han acentuado, aunque Chile se encuentra en buen pie para responder ante un aumento de las tensiones financieras en Europa.** Por su parte, el riesgo de presiones inflacionarias por un sobrecalentamiento de la actividad se ha atenuado.

Índice

Resumen.....	3
1. Entorno exterior: desaceleración global y la hora de los políticos.....	4
2. Chile: crecimiento sin señales de contagio.....	6
Recuadro 1. Términos de intercambio en perspectiva.....	10
3. El puzzle de la inflación.....	11
4. Política monetaria se mantiene en compás de espera.....	12
5. Mejora balance fiscal a pesar de ajuste en precio del cobre.....	13
6. Riesgos externos al alza y domésticos a la baja.....	15
7. Tablas.....	16

Fecha de cierre: 8 de agosto de 2012

Resumen

La previsión de crecimiento mundial se revisa ligeramente a la baja, hasta el 3,4% en 2012 y 3,7% en 2013. La revisión está condicionada por las tensiones financieras en Europa y la desaceleración, algo mayor a la esperada hace tres meses, especialmente en las economías emergentes más grandes como China, India o Brasil. Este escenario global supone que se toman los acuerdos políticos necesarios para avanzar en el desarrollo institucional de la unión monetaria europea y también para evitar el ajuste fiscal automático en EEUU.

La actividad económica en Chile no ha mostrado signos de contagio del deterioro del entorno externo, con un crecimiento del PIB de 5,5% a/a en el primer semestre. El fuerte dinamismo en la primera mitad del año, dominaría el efecto de la desaceleración del segundo semestre en el resultado anual, y ajustamos la proyección de crecimiento de 4,2% a 4,4% para 2012.

En 2013, en cambio, la ausencia de holguras de capacidad y el entorno externo más adverso determinan un ajuste a la baja en la proyección, del 4,7% proyectado en mayo a un 4,5%. Por componentes de la demanda, se anticipa una rápida desaceleración de la inversión, la que promediaria 7,5% entre 2012 y 2013. Para el consumo total, se proyecta un crecimiento promedio en torno a 5% en el mismo periodo. En el agregado, la demanda interna, luego de crecer aproximadamente al doble de ritmo del PIB en promedio entre 2010 y 2011, convergería a un crecimiento levemente por arriba del PIB entre 2012 y 2013.

Para el segundo semestre de 2012 y hacia 2013 se proyecta un deterioro en la cuenta corriente, principalmente debido al menor dinamismo de la demanda externa que impactaría negativamente los términos de intercambio y disminuiría el ritmo de crecimiento de los volúmenes exportados. En términos anuales, el saldo de la cuenta corriente pasaría de -1,3% del PIB en 2011 a -2,9% en 2012 y 2013.

Una de las mayores sorpresas económicas del año 2012 en el ámbito doméstico ha sido el comportamiento de la inflación. En julio, la inflación en 12 meses cayó a 2,5%, lo que difiere notablemente de nuestras expectativas y las del mercado hace algunos meses atrás. Este resultado se explica principalmente por el comportamiento de los precios de los bienes transables, y algunos ajustes puntuales, fenómenos que no se repetirían en el segundo semestre. Así, se proyecta un repunte de la inflación, con lo que en diciembre la inflación se ubicaría en 2,3% a/a. La inflación en 2013 cerraría el año en 3,0% a/a.

Al considerar los principales factores que guían la política monetaria del Banco Central, los argumentos parecen apoyar la postura neutra que ha seguido en los últimos meses. Es así como a pesar de las fuertes sorpresas a la baja en los registros de inflación, la evolución de los precios de bienes no transables, directamente asociada al dinamismo de la economía doméstica, continúa mostrando tasas muy por sobre el techo del rango de tolerancia del Banco Central. Por su parte, el tipo de cambio, luego de reaccionar al alza por la intensificación de las tensiones financieras internacionales, ha vuelto a los niveles observados previamente. Para los próximos meses proyectamos una moderada depreciación cerrando el año en \$492 por dólar.

Un leve aumento real de los ingresos fiscales, por arriba del incremento esperado del gasto, determinará un superávit de 0,6% del PIB para 2012. Sin embargo, esto corresponde a un ajuste al alza respecto del balance fiscal que estimamos en mayo, dado un relativamente mejor desempeño de la economía en la primera mitad del año. En cuanto al balance estructural, estimamos que para 2012 se alcanzaría un déficit de 1,3% del PIB, algo mayor que el -1,1% registrado el año pasado.

El principal factor de riesgo continuará siendo la posibilidad de un deterioro en el ámbito externo, en particular en Europa, pero también en EE.UU. En cambio, el riesgo idiosincrático de sobrecalentamiento pierde fuerza. Con todo, Chile se encuentra en buen pie para responder ante un aumento de las tensiones financieras en Europa.

1. Entorno exterior: desaceleración global y la hora de los políticos

El crecimiento global ganará tracción sólo si las necesarias medidas de política económica llegan a tiempo

Con el debilitamiento de la actividad registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas se percibe como determinante para que, tal y como contempla nuestro escenario, se produzca una ligera mejora del crecimiento en 2013. En nuestro escenario se prevé un crecimiento en el entorno del 3,5% en el periodo 2012-2013 (Gráfico 1), pero ello ocurrirá sólo si las necesarias medidas de política económica se aprueban e implementan a tiempo de evitar un “accidente” financiero en Europa, un ajuste fiscal automático en EEUU en 2013 y ayudan a recuperar tasas de crecimiento más altas en las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

En el área del euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, entre los que se incluyen acuerdos para una supervisión bancaria única en la zona del euro, la aprobación de planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, han de aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar la plena capacidad de los mecanismos financieros existentes, permitiendo que economías con difícil acceso al mercado puedan implementar sus planes de consolidación fiscal aprobados y las reformas estructurales. Ello también debería implicar la participación del BCE.

En EEUU ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que modere la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sustentabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente, llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en EEUU dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente en los próximos meses.

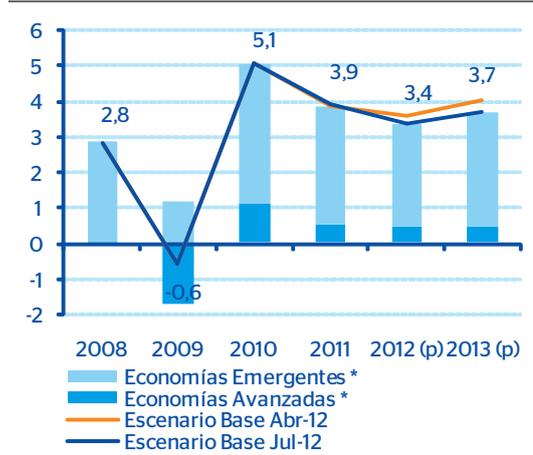
Por su parte, es necesario que aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica implementen una combinación de políticas que logre aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por un lado por los vaivenes de la crisis europea y por otro por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en EEUU.

La crisis del euro se mantiene ante la incapacidad de combinar cesión de soberanía y mutualización de deuda al ritmo exigido por el mercado

La principal incertidumbre del escenario económico actual es si los avances en la construcción del área del euro como área monetaria óptima serán precedidos de un deterioro adicional de la situación financiera. Si eso ocurriera, creemos que se produciría finalmente una intervención decidida de los mecanismos financieros de la zona euro. Las medidas aprobadas a final de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y para estabilizar los mercados financieros en el conjunto del área del euro, si se implementan adecuadamente, pueden ser suficientes. Para ello se necesitaría que los acuerdos fuesen implementados rápidamente y que se usen de forma efectiva los mecanismos de estabilización europeos (primero el EFSF y, posteriormente, el permanente ESM) para intervenciones en los mercados de bonos.

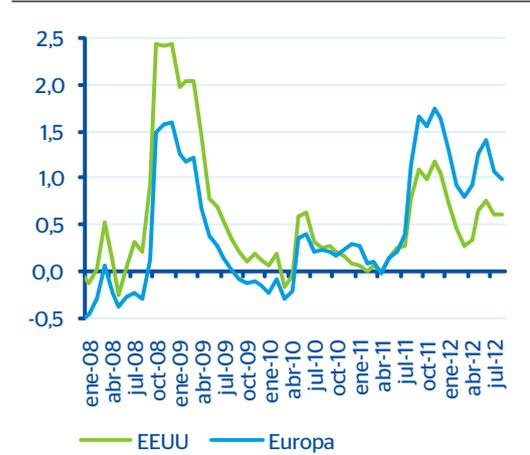
Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento del área del euro, como resultado del mantenimiento de las tensiones financieras (Gráfico 2) y el creciente deterioro en la confianza. Así, se prevé un periodo de práctico estancamiento en 2012-2013 en el área del euro. Además, en nuestra opinión el balance de riesgos está sesgado a la baja, por una posible implementación de las medidas aprobadas demasiado larga y sometida a los vaivenes de la economía política doméstica, tanto entre los países del núcleo como entre los periféricos. En este último caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo, en especial en países como Italia y España.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



* Contribuciones al crecimiento mundial
Fuente: BBVA Research, Haver y Bloomberg

Gráfico 2
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Los países del euro deben solucionar las restricciones de liquidez existentes en algunos segmentos, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. Hasta el momento, los países de la zona euro siguen sin encontrar, al menos al ritmo al que lo demandan los mercados financieros, la combinación aceptable para todos los miembros del club de cesión de soberanía fiscal y bancaria con mecanismos efectivos para lograr la reducción de desequilibrios. Mientras esa situación persista, el riesgo de ruptura del euro seguirá produciendo una renacionalización de los flujos financieros en el área impidiendo la financiación de las economías con posiciones deudoras frente al resto. Una rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, así como el acceso a la financiación del BCE son aspectos clave para mitigar el riesgo de ruptura del euro. En todo caso, no es ese un escenario al que demos una probabilidad significativa: tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para avanzar en el establecimiento de supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única. Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la zona euro. Algo similar terminará ocurriendo con una política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas, por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya aumentando paulatinamente.

En lo que se refiere a EEUU, la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. En Asia, el crecimiento en la primera mitad de 2012 fue menor de lo esperado en el caso de China. De forma consistente con un escenario global más débil, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-2013. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir para estimular el crecimiento permitirán que el PIB pueda crecer en 2013 en un 8,3%, medio punto más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

2. Chile: crecimiento sin señales de contagio

Durante el segundo trimestre del año el crecimiento se ubicó por arriba de lo previsto en mayo

La actividad económica en Chile ha continuado dando muestras de resistencia al deterioro del entorno externo, con un crecimiento del PIB de 5,4% a/a en el segundo trimestre, un punto porcentual por arriba de nuestra proyección de mayo para ese trimestre. Como se analiza más adelante, un determinante central de este fuerte dinamismo en la primera parte del año ha sido la mejora en las expectativas de empresarios y consumidores, que ha supuesto también una muy moderada corrección a la baja en la demanda interna, especialmente del consumo, y un crecimiento apalancado principalmente en sectores orientados al mercado interno.

El aparentemente nulo impacto del escenario internacional en la actividad económica se explicaría en buena medida por la evolución de las expectativas económicas. Por un lado, el Índice de Percepción de la Economía (IPEC), que mide la confianza de los consumidores, registró aumentos en los últimos tres meses, y luego de 16 meses en terreno pesimista pasó a mostrar expectativas positivas de los hogares chilenos en el mes de junio. Por otra parte, el Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) se ha mantenido sobre los 60 puntos desde febrero de 2012, ubicándose los sub índices de Manufactura, Minería, Comercio y Construcción todos significativamente por arriba de los 50 puntos, el umbral entre un balance optimista (más de 50 puntos) y uno pesimista (menos de 50 puntos)¹. Sin embargo, no se puede descartar que factores domésticos hayan más que compensado el previsible impacto negativo en las expectativas del deterioro externo (Gráfico 3).

Entre los factores a destacar por su beneficioso impacto en las expectativas es el buen desempeño del mercado de trabajo, que normalmente refleja en forma rezagada el comportamiento de la actividad económica. Así, en el trimestre móvil abril-junio, la tasa de desempleo alcanzó a 6,6%, el mismo nivel que registró al cierre de 2011, producto del aumento del empleo que no refleja la destrucción de puestos de trabajo habitual en esta época del año por razones estacionales. Una implicación de este buen desempeño del mercado de trabajo -y el hecho de que la tasa de desempleo se mantiene en niveles de pleno empleo- es el fuerte crecimiento que han experimentado los salarios, lo que se traduce en una importante expansión de la masa salarial.

Otro factor a destacar en la explicación de la mejora de las expectativas, en particular de los consumidores, es la desaceleración de la inflación. Esto, como veremos más adelante, es también un efecto colateral benigno del entorno externo menos dinámico.

Estos factores, el dinamismo del empleo y los salarios, explican tanto la evolución de los distintos componentes de la demanda del PIB, como la velocidad relativa que presenta el crecimiento de los distintos sectores productivos. En este sentido, aunque no se dispone a la fecha la composición de la demanda del producto para el segundo trimestre, se anticipa un ajuste a la baja en el ritmo de crecimiento del consumo algo menor al de la inversión. Esto también sería consistente con el hecho de que los sectores que han venido impulsando el crecimiento del PIB son los más ligados a la demanda interna, como es el caso del comercio. En cuanto a la demanda externa, en el segundo trimestre se anticipa una reversión de la incidencia positiva observada en el primer trimestre -que no se daba desde el año 2009.

En el segundo semestre y hacia 2013 fundamentos económicos domésticos y externos explicarían cierta ralentización del crecimiento

Los datos de actividad hasta junio, continúan reflejando un importante contraste en el comportamiento de los sectores dependiendo de la importancia relativa de la demanda doméstica y externa. Así, la producción manufacturera creció apenas 1,1% a/a en junio, mientras las ventas

1: El IPEC es elaborado por la empresa Adimark. El IMCE por Icare y la Universidad Adolfo Ibañez. La descripción metodológica de estos índices de difusión se encuentra en www.adimark.com y en www.icare.com, respectivamente.

minoristas -apoyadas en un efecto calendario, pero que no cambiaría la esencia del contraste al eliminar este efecto- lo hizo en 8,9% a/a.

El escenario de moderación del crecimiento externo, que explicaría en parte la desaceleración en la industria y otros sectores más orientados a la demanda externa, como la minería, debe seguir afectando en el corto y mediano plazo el desempeño de estos sectores. En cuanto a los sectores mayormente vinculados a la demanda doméstica, como el comercio y otros servicios, igualmente se anticipa algún debilitamiento en los fundamentos que han sido determinantes en su dinámica reciente. En este orden de ideas, aunque la tasa de desempleo se mantendrá en niveles de pleno empleo, el cierre de brechas en el mercado de trabajo determinará una importante desaceleración en el ritmo de crecimiento del empleo (a 2,0% a/a), el que irá convergiendo a la velocidad de crecimiento de la fuerza de trabajo, que se estima en 1,5% a/a para 2012. Igualmente, se anticipa una moderada reducción en el crecimiento de los salarios, y como se discute más adelante, alguna aceleración en la inflación.

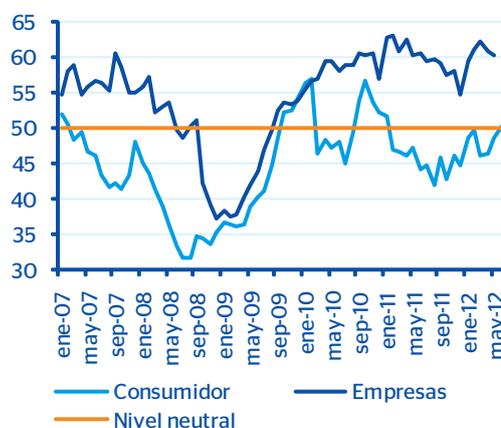
Por otro lado, el efecto rezagado de la normalización de la política monetaria, y una expansión fiscal con un tono en esencia neutral, deben seguir reflejándose en un menor dinamismo de la demanda interna. Todo lo anterior debe conducir a una desaceleración de la actividad hacia el segundo semestre de 2012.

Con todo, el fuerte dinamismo del primer semestre dominaría el efecto de la desaceleración del segundo en el resultado anual, y ajustamos la proyección de crecimiento de 4,2% a 4,4% para 2012. En 2013, en cambio, la ausencia de holguras de capacidad y el entorno externo más adverso determinan un ajuste a la baja en la proyección, del 4,7% proyectado en mayo a un 4,5% (Gráfico 4).

En términos de la evolución de los componentes de la demanda se mantienen en esencia los patrones anticipados en nuestro informe de mayo. Por un lado, se anticipa una rápida desaceleración de la inversión, que pasa de un crecimiento de 17,9% en 2011 a un crecimiento que promediaría 7,5% entre 2012 y 2013, con una fuerte desaceleración en el caso de la inversión en maquinaria y equipo, y una disminución muy acotada en el componente de inversión en edificaciones tanto residenciales como productivas. Para el consumo total, por otro lado, se proyecta un crecimiento promedio en torno a 5% en el mismo periodo. Finalmente, los inventarios tendrían una acumulación promedio en torno a un punto porcentual del PIB, y en el agregado, la demanda interna, luego de crecer aproximadamente al doble de ritmo del PIB en promedio entre 2010 y 2011, convergería a un crecimiento levemente por arriba entre 2012 y 2013.

Gráfico 3

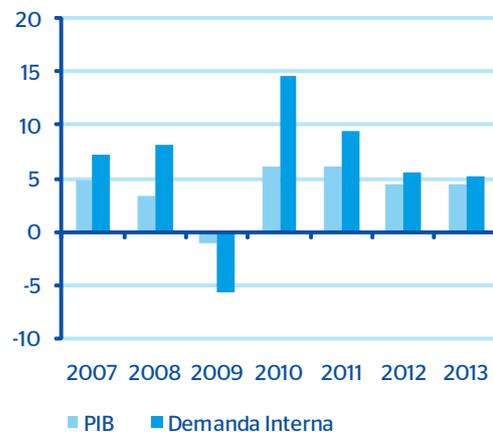
Índice de confianza de consumidores y empresas (balance de respuestas, puntos)



Fuente: Adimark e Icare

Gráfico 4

Crecimiento del PIB y Demanda interna (var.% a/a)



Fuente: BCCy y BBVA Research

El crédito disminuiría moderadamente su ritmo de expansión en línea con factores de oferta y demanda

Así como el comportamiento del crédito total ha estado en sintonía con la evolución de la demanda agregada, su desagregación en crédito a empresas, consumo e hipotecario refleja la evolución de los componentes de ésta con alguna dispersión que se relaciona con cambios en otros determinantes de la oferta y la demanda de créditos².

En el caso del crédito al consumo, entre diciembre de 2011 y junio de 2012 se ha observado una desaceleración de más de 3 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento anualizada, que tiene que ver básicamente con factores de oferta, como lo sugiere la última Encuesta de Crédito Bancario del Banco Central. En la evolución de estas condiciones puede haber influido un comportamiento preventivo en algunas instituciones financieras -relacionado con una percepción de mayor probabilidad de un escenario externo adverso, o con cambios regulatorios implementados o en discusión relativos a la deuda de los hogares. En todo caso, no se anticipan ajustes adicionales significativos en el crédito al consumo en el corto plazo, y en el mediano plazo se proyecta una convergencia a un crecimiento nominal promedio algo superior al del consumo privado nominal, dado algún espacio restante para la profundización financiera y bancaria en Chile.

Con relación a los créditos comerciales a las empresas, éstos se han mantenido esencialmente estables en la primera parte del año. Sin embargo, se anticipa una desaceleración algo más pronunciada hacia el segundo semestre y para el año 2013, principalmente debido a la disminución del ritmo de expansión de la inversión, en particular la inversión en maquinaria y equipos luego de la aceleración que implicó la recomposición de activos luego de la crisis financiera y el terremoto de febrero 2010. Por el contrario, condiciones de oferta (tasas de interés relativamente bajas) y de demanda (elevados niveles de ingreso y empleo en los hogares) favorables, así como el reciente aumento en el precio de los inmuebles, determinarían un repunte en los créditos hipotecarios en 2012 y 2013.

Déficit en cuenta corriente se financiaría principalmente con inversión directa

Durante el primer trimestre de 2012, el déficit en cuenta corriente alcanzó a US\$ 346 millones, una significativa mejora respecto a los déficit registrados en los últimos dos trimestres de 2011, que promediaron algo más de US\$ 2.000 millones. No obstante, el comportamiento de los precios de las principales materias primas exportadas e importadas contribuyó a esta mejora, ya que se registró un aumento en el precio del cobre algo mayor al del precio del petróleo en este trimestre respecto al anterior, lo que junto a la mayor importancia relativa del cobre para las transacciones externas de Chile fue relevante en el resultado. Para el segundo trimestre, los precios de ambas materias primas han registrado importantes correcciones a la baja, y a pesar de que la del precio del petróleo ha sido más pronunciada, nuevamente la mayor importancia relativa del cobre ha determinado una disminución del superávit de la balanza comercial³.

Para el segundo semestre se proyecta un mayor deterioro en la cuenta corriente, debido al menor dinamismo de la demanda externa que impactaría negativamente los términos de intercambio y disminuiría el ritmo de crecimiento de los volúmenes exportados. En el caso de los términos de intercambio, el deterioro sería principalmente por el efecto de precios del cobre menores a los observados en el primer semestre -el precio de la libra de cobre caería de un promedio de US\$ 3,7 en 1S12 a US\$ 3,4 en 2S12. En el caso de los volúmenes se proyecta un mayor crecimiento real de las importaciones que las exportaciones. En términos anuales, el saldo de la cuenta corriente pasaría de -1,3% del PIB en 2011 a -2,9% en 2012 y 2013.

2: La discusión utiliza como información de referencia los datos de crédito publicados por la Superintendencia de bancos y otras instituciones financieras (ABIF) que excluye el efecto contable de los cambios patrimoniales de Corpbanca.

3: El dato de la cuenta corriente y el detalle de la balanza de pagos del segundo trimestre se publica el 23 de agosto.

En cuanto a la composición del financiamiento de este déficit en 2012, habría importantes cambios con relación al 2011, como se señaló en nuestro anterior informe. En 2011, el financiamiento del déficit en cuenta corriente se realizó con flujos de entrada en cartera, principalmente de los fondos de pensiones, con inversión directa, y con otra inversión por colocaciones de bonos en el exterior y adquisición de títulos de renta variable por parte de inversionistas extranjeros. Estos flujos de entrada fueron compensados con acumulación de reservas por más de US\$ 14 mil millones, parte de las cuales se realizaron en el marco del programa de acumulación de reservas de US\$ 12 mil millones que implementó el Banco Central a lo largo de todo el año. Para 2012, en cambio, se prevé una nula acumulación de reservas y un financiamiento principalmente proveniente de inversión directa, ya que habría alguna reversión de las salidas de capital realizadas por los fondos de pensiones durante el primer trimestre, y no se observarían los niveles de emisión de bonos en el exterior del año pasado.

Recuadro 1. Términos de intercambio en perspectiva

Términos de intercambio disminuirían en 2012-13, en gran medida por la convergencia del precio del cobre hacia su nivel de largo plazo

Durante los últimos meses hemos observado un ajuste a la baja importante en los precios de las materias primas, en parte, producto del deterioro en las expectativas de crecimiento de las principales economías desarrolladas y emergentes, junto con efectos de algún contagio financiero proveniente de la crisis de deuda europea.

En este sentido, es importante evaluar el desempeño de los términos de intercambio, que han acumulado un incremento de cerca de 90% desde 2003, considerando el grado de apertura de la economía chilena. Esto se explica en gran medida por el elevado precio del cobre, lo que dado su peso relativo ha más que compensado el aumento de otros precios de commodities como el petróleo y los combustibles, sumándose además disminuciones o incrementos muy contenidos en otros precios de bienes importados.

Sin embargo, ya para este año estimamos que los términos de intercambio anotarán una caída en torno a 6% a/a, mientras que para 2013 esperamos un nuevo descenso, aunque mucho más moderado que rondaría un 1% a/a. Esto, muy en línea con un precio del cobre nominal que debiera converger a niveles de largo plazo de US\$2,9 la libra. Así, luego de alcanzar un promedio de US\$3,5 en 2012, esperamos que el precio del cobre promedie US\$3,2 la libra en 2013, para luego estabilizarse en su nivel de largo plazo. Este factor, junto con alguna recuperación del precio de los combustibles en el largo plazo, explica la casi totalidad del ajuste esperado en términos de intercambio.

Dentro de las variables claves para este descenso está un menor crecimiento de la demanda hacia el largo plazo, producto de una desaceleración esperable para el caso de China, el principal consumidor de cobre, en la medida que alcanza un mayor nivel de ingreso per cápita, mientras las restantes economías relevantes mantienen un ritmo de crecimiento moderado. Asimismo, se espera una expansión de la oferta tanto por nuevos proyectos como por expansiones de proyectos en operación, lo que lleva a esperar un aumento de los inventarios, luego de las caídas registradas en los últimos años (Gráfico 5).

En términos de los factores financieros, estimamos que el dólar revertiría parte de su apreciación gatillada por movimientos de flight-to-quality en el mediano y largo plazo. La esperada depreciación real debiera dar un soporte al precio de los commodities, dado que son las economías emergentes las que van ganando terreno en la demanda mundial de éstos y las que ven apreciarse sus monedas, lo que impulsa una mayor demanda relativa por materias primas (Gráfico 6).

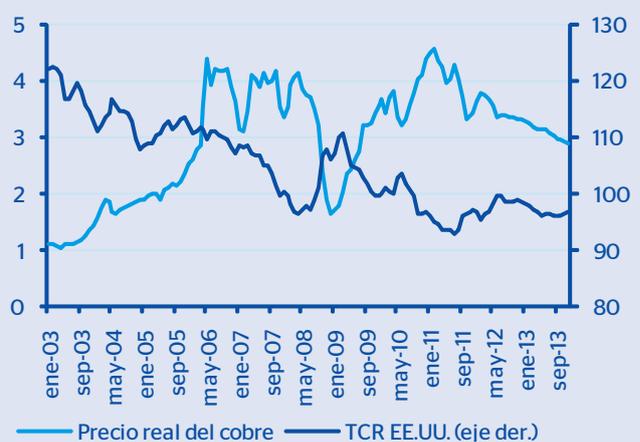
En el escenario central, se asume que la convergencia del precio de las materias primas hacia su nivel de largo plazo se produce de manera gradual, lo que implica que también se produzcan ajustes en los volúmenes de exportaciones e importaciones ante el cambio en precios relativos. Con esto, la cuenta corriente tiende a estabilizarse en lo que estimamos es un nivel de déficit sostenible, cercano a 3% del PIB. Sin embargo, es importante hacer notar que ante eventuales shocks externos que afecten negativamente el precio de las materias primas, en particular, del cobre, es posible esperar un aumento más significativo del déficit de cuenta corriente, al menos en el corto plazo.

Gráfico 5
Participación en consumo de cobre (% del consumo mundial)



Fuente: World Bureau of Metal Statistics y BBVA Research

Gráfico 6
Precio real del cobre y TCR de EE.UU. (US\$ 2011 la libra; monedas locales vs dólar, 2010=100)



Fuente: BBVA Research, BIS y Comisión Chilena del Cobre (Cochilco)

3. El puzzle de la inflación

A pesar del cierre de brechas y el fuerte dinamismo de los salarios, la inflación acumulada a julio es de apenas 0,4%

Una de las mayores sorpresas económicas del año 2012 en el ámbito doméstico ha sido el comportamiento de la inflación. Además del bajo registro acumulado a julio, la inflación en 12 meses cayó por debajo de la meta del Banco Central, ubicándose en 2,5%, lo que difiere notablemente de nuestras expectativas y las del mercado hace algunos meses atrás.

En abril pasado, la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central anticipaba una inflación para el cierre del año de 3,5% a/a, igual a la proyección del Informe de Política Monetaria del Banco Central de marzo, y levemente por arriba de nuestra propia proyección de 3,4%. Estas expectativas estaban respaldadas no sólo por los registros de inflación mensual recientes, que salvo en marzo habían estado sistemáticamente por arriba de las estimaciones, sino también por condiciones cíclicas de la economía chilena que claramente permitían anticipar al menos la mantención de la inflación anualizada en los niveles vigentes, en torno a la proyección para fin de año de esa época.

La descomposición de la inflación en sus componentes transable y no transable permite resolver este puzzle. Efectivamente, los precios de los bienes no transables han aumentado 4,9% a/a a julio, en consonancia con lo que se podría esperar en una economía sin holguras de capacidad, con tensiones en el mercado de trabajo, y con los costos laborales aumentando en términos nominales en torno a 7% a/a, más del doble de la velocidad de la inflación. Sin embargo, los bienes no transables tienen una ponderación de aproximadamente la mitad de la canasta de bienes de consumo que se usan en la estimación del IPC. La otra mitad la conforman bienes transables (y por tanto susceptibles de ser importados), y la historia de la dinámica de estos precios ha sido muy distinta en los últimos meses, ya que a julio de 2012, el índice de precios de bienes transables alcanza una inflación de 0,6% a/a.

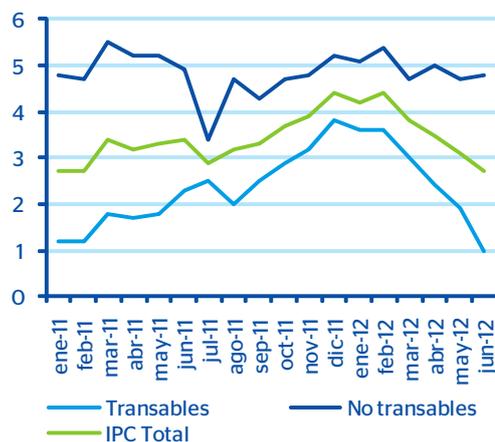
El comportamiento de los precios de los bienes transables y no transables tiene que ver, precisamente, con la diferencia en el ciclo económico de Chile y sus principales socios comerciales. En este sentido, el menor dinamismo de los precios de bienes transables se explica por la menor inflación importada -proveniente tanto de países desarrollados como de economías emergentes-, y por un tipo de cambio más apreciado con relación a su nivel de fines de 2011 y comienzos de 2012. Adicionalmente, es interesante destacar que si bien ha habido algún efecto a la baja de ajustes de precios regulados, como las tarifas eléctricas, este efecto sólo habría moderado el aumento del componente no transable de la economía. De igual forma, aunque ha habido un efecto relevante de ajustes en precios de los combustibles, este se ha manifestado sólo en junio, ya que con anterioridad su incidencia había sido positiva. De manera que una explicación menos puntual, como los casos antes destacados, tiene que ver con la acotada (y en algunos casos negativa) inflación de los bienes transables, que se refleja en ítems tan diversos como el vestuario y calzado, bienes tecnológicos, combustibles y algunos alimentos elaborados.

Pero qué podemos esperar en el futuro del comportamiento de estas dos grandes categorías de precios. Con relación a los bienes transables, un componente importante para el cual no esperamos que se repitan los ajustes a la baja y más bien alguna corrección al alza es el de las materias primas, tanto de los combustibles como de los alimentos por efectos de la sequía en EE.UU., lo que hace a este shock intrínsecamente transitorio. En bienes manufacturados de mayor valor agregado no se anticipa que continúe la tendencia a la baja, en parte porque se proyecta un tipo de cambio esencialmente estable. En el caso de los bienes no transables, se anticipa que se mantendrán ciertas presiones inflacionarias provenientes de la ausencia de holguras de capacidad y un mercado de trabajo que se mantendrá tensionado. En el agregado, se proyecta algún repunte de la inflación en el segundo semestre, con lo que en diciembre la inflación se ubicaría en 2,3% a/a (Gráficos 7 y 8).

No obstante, el sesgo a la baja en el crecimiento mundial podría determinar menores precios de bienes importados, en particular combustibles y alimentos. En ese caso, la inflación podría

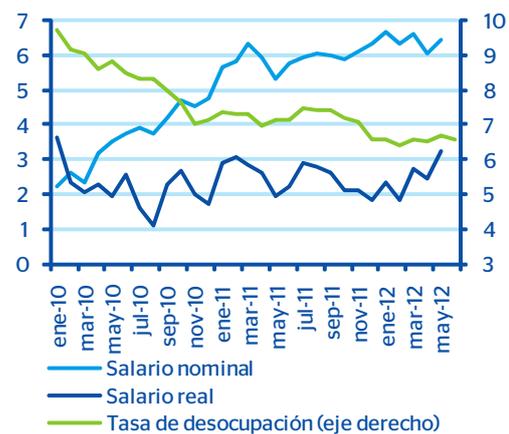
cerrar el año 2012 levemente bajo el piso de la banda del Banco Central. Para 2013, se mantiene la expectativa de inflación en el centro de la meta del Banco Central, 3%, con algún sesgo a la baja relacionado con el escenario externo.

Gráfico 7
Inflación bienes transables y no transables (Var. a/a %)



Fuente: INE

Gráfico 8
Indicadores del mercado laboral (Var. a/a %, porcentaje)



Fuente: INE

4. Política monetaria se mantiene en compás de espera

Incertidumbre externa, y situación cíclica de la economía chilena llevarán a una prolongada pausa en la política monetaria, a pesar de la caída en los registros de inflación

Durante este año hemos visto cómo las expectativas sobre la evolución de la política monetaria han pasado de apuntar hacia un sesgo menos expansivo, producto de altos registros de inflación y fuerte crecimiento, a esperar recortes en la segunda mitad del año, principalmente ante las sorpresas a la baja en inflación, aunque el deterioro del escenario externo también ha jugado un rol en este ajuste.

Sin embargo, si se consideran los principales factores que guían la política monetaria del Banco Central, los argumentos parecen apoyar una postura más neutra, aun para el mediano plazo. Es así como a pesar de las fuertes sorpresas a la baja en los registros de inflación, éstas se han explicado en gran parte por el comportamiento de los precios de bienes transables ante un tipo de cambio apreciado y caídas en precios de combustibles en los mercados internacionales. Por el contrario, la evolución de los precios de bienes no transables, directamente asociada al dinamismo de la economía doméstica, continúa mostrando tasas muy por sobre el techo del rango de tolerancia del Banco Central. Más aún, las perspectivas apuntan a que estos precios continuarán presionados al alza por la estrechez del mercado laboral, el crecimiento de los salarios y la desaceleración menor a la esperada de la demanda interna en la primera mitad del año. Por tanto, mientras las expectativas de inflación sigan en línea con la meta de 3% en el horizonte de política, cabe esperar una postura neutral de la política monetaria (Gráfico 9).

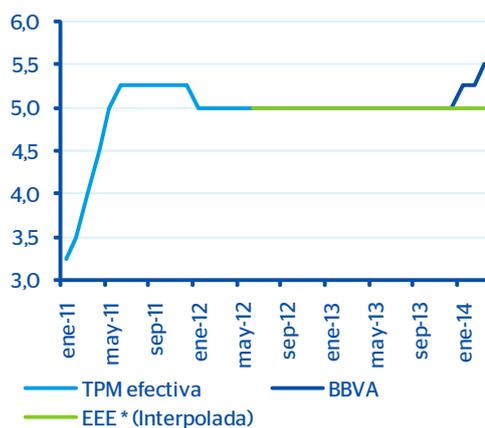
Respecto de los riesgos que presenta este escenario central, un deterioro significativo de las expectativas de inflación y crecimiento locales, gatillados por un empeoramiento de la situación en la economía mundial y un mayor contagio, sesgan las expectativas de política monetaria a la baja. Sin

embargo, se requiere de la materialización de estos riesgos y un nivel de contagio mayor para que se justifiquen recortes a la tasa de política monetaria. En particular, un desanclaje de expectativas de inflación de largo plazo podría ser el gatillante de una reacción de política por parte del Banco Central.

Tipo de cambio esencialmente estable en el horizonte

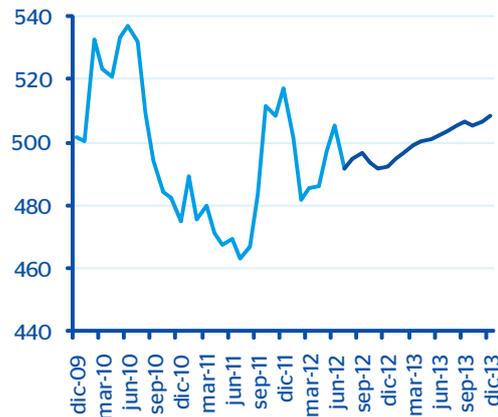
Por su parte, los mercados financieros locales han mostrado un contagio moderado de las turbulencias financieras externas. En particular, el tipo de cambio, apoyado en un incremento moderado de las primas por riesgo, se ubica actualmente en un nivel similar al prevaleciente antes del recrudecimiento de la crisis de deuda en Europa en mayo pasado. Esto luego de depreciarse transitoriamente, aunque a niveles menores a los del episodio de turbulencias del 3T11. Para adelante, estimamos que con alguna volatilidad de corto plazo, el tipo de cambio debiera mantenerse en niveles similares a los actuales, condicionado a una mejora paulatina del entorno externo. Más a mediano plazo, se anticipa una moderada depreciación del peso, principalmente debido a una reducción gradual del precio del cobre hacia sus niveles de equilibrio.

Gráfico 9
Tasa de política monetaria (%)



(*) Encuesta de expectativas económicas.
Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 10
Tipo de cambio nominal (pesos por dólar)



Fuente: BCCh y BBVA Research

5. Mejora balance fiscal a pesar de ajuste en precio del cobre

Superávit fiscal alcanzaría a 0,6%, ya que pese a baja en el precio del cobre este se mantiene sobre precio de largo plazo

Al segundo trimestre de este año, el grado de avance del presupuesto fiscal 2012 llega a 43,7%, lo que implica un avance algo mayor que el del año pasado en igual periodo que alcanzó a 42,1%. Esto involucra un aumento del gasto del Gobierno Central de 5,9% a/a, que se compuso de un incremento de 5,5% a/a del gasto corriente, mientras el gasto en capital creció 8,2% a/a. Nuestra estimación para el año apunta a una leve subejecución del presupuesto, lo que llevaría a un crecimiento real del gasto cercano a 5% a/a.

Respecto de los ingresos, el crecimiento real del primer semestre alcanza a 2,9% a/a, lo que se explica por una menor recaudación de los impuestos provenientes de la minería privada y Codelco, ítems que disminuyen significativamente producto de un menor precio del cobre que promedió

US\$3,67 la libra en el periodo, comparado con un promedio de US\$4,26 la libra del primer semestre del 2011. Sin embargo, la recaudación de impuestos de otros contribuyentes aumentó 10,6% a/a en este periodo, lo que en parte refleja una actividad económica que continuó dinámica en los últimos dos trimestres. Un precio del cobre relativamente menor para el segundo semestre del año, junto con la desaceleración esperada de la actividad, llevaría a un crecimiento real anual de los ingresos cercano a 1,7% a/a.

La combinación de un leve aumento real de los ingresos comparado con el incremento esperado del gasto, conduce al menor superávit esperado para 2012 de 0,6% del PIB, respecto del 1,3% del PIB alcanzado en 2011. Sin embargo, esto corresponde a un ajuste al alza respecto del balance fiscal que estimamos en mayo, dado un relativamente mejor desempeño de la economía en la primera mitad del año.

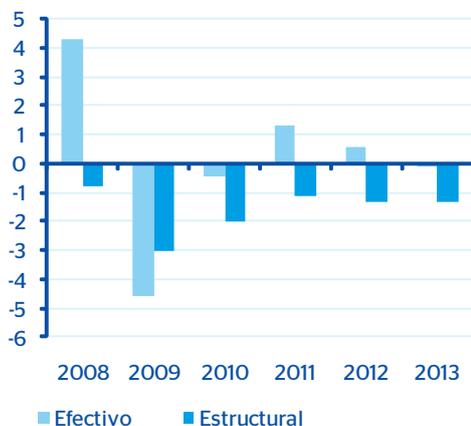
Respecto del balance estructural, estimamos que para 2012 se alcanzaría un déficit de 1,3% del PIB, algo mayor que el -1,1% registrado el año pasado (Gráfico 11).

Para 2013, la discusión del presupuesto consideraría el objetivo del gobierno de converger a un déficit estructural de 1% del PIB para el mediano plazo, ajustes marginales a los supuestos de crecimiento potencial de la economía, en torno a 5% anual, y el precio de referencia del cobre para el largo plazo, el que actualmente se ubica el US\$3,02 la libra. Respecto de este último, nuestra estimación es que el precio del cobre debiera disminuir en el largo plazo a un nivel nominal cercano a US\$2,9 la libra, lo que está alineado con la estimación vigente del comité de expertos que convoca el Ministerio de Hacienda.

Sin embargo, es importante señalar que los cálculos mencionados no consideran el efecto de la reforma tributaria propuesta por el gobierno en mayo pasado y que actualmente está siendo modificada por éste para lograr el respaldo necesario en el Congreso. Con todo, las estimaciones de su impacto en recaudación continúan en torno a US\$700-1.000 millones anuales, lo que equivale a cerca de 0,4% del PIB, un ajuste bastante marginal para efectos de lograr una necesaria convergencia hacia un saldo fiscal estructural balanceado para el largo plazo, especialmente si ya se ha comprometido gastar esos ingresos adicionales de forma permanente.

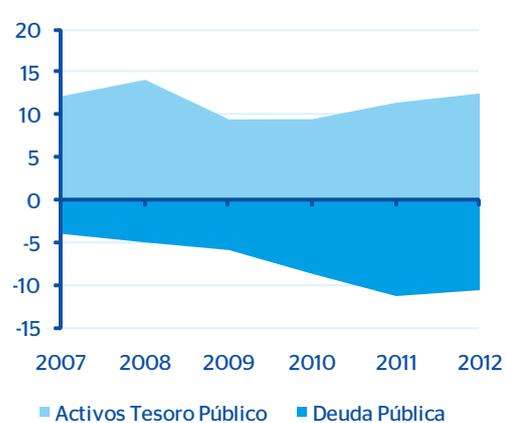
Finalmente, en términos de la posición financiera neta del gobierno, el fondo soberano que acumula únicamente los excedentes del cobre alcanza al 2T12 cerca de US\$14.800 millones, mientras los fondos acumulados en el Fondo de Reserva de Pensiones se ubican en US\$5.600 millones, y los recursos disponibles en el Tesoro Público llegan a US\$13.400 millones. Todo ello implica ahorros del sector público por cerca de 13% del PIB, incrementando incluso su posición acreedora neta dado una deuda pública que se sitúa cercana a 10,5% del PIB (Gráfico 12).

Gráfico 11
Saldo fiscal (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuesto y BBVA Research

Gráfico 12
Activos y pasivos del sector público (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuesto y BBVA Research

6. Riesgos externos al alza y domésticos a la baja

Los riesgos externos se han acentuado y representan la principal amenaza al escenario base. Con todo, Chile se encuentra en buen pie para responder ante un aumento de las tensiones financieras en Europa. Por su parte, el riesgo idiosincrático de presiones inflacionarias por un sobrecalentamiento de la actividad se ha atenuado

Es claro que en esta oportunidad la balanza de riesgo se inclina hacia los factores del entorno económico externo. Crecientes tensiones financieras en el mundo desarrollado, principalmente en la Zona Euro, pero también en EE.UU., junto a una contracción mayor de la actividad a nivel mundial impactarían a nuestra economía tanto por canales reales como financieros.

El principal canal de impacto en Chile de un evento externo adverso sería la caída en precio del cobre y en menor medida en las cantidades de mineral exportado. Por su parte, si bien la confianza se reduciría al igual que la demanda interna, esta situación sería de menor magnitud que la experimentada en la pasada crisis. Este menor impacto se explicaría por la implementación de políticas expansivas, principalmente la política monetaria, dado que la tasa de referencia se encuentra en torno a su nivel neutral. Así, el ajuste a la baja de la tasa de política monetaria por parte del Banco Central sería significativo, aunque de menor magnitud que el ajuste de 2009. En cuanto a la política fiscal, si bien el gobierno dispone de recursos para implementar un paquete fiscal contracíclico, se anticipa un menor protagonismo de la misma ante un evento externo adverso, dado que el superávit fiscal es menor al vigente en 2008 -un punto de partida menos favorable-, y que los impulsos fiscales de 2009 y 2010 no han sido retirados del todo del gasto fiscal.

Por otro lado, si bien la mayor aversión al riesgo global podría reducir el financiamiento externo, su impacto sería acotado. Ante una contracción del crédito internacional, al igual que en la crisis anterior, el Banco Central establecería líneas de crédito en pesos y en dólares para hacer frente a esta situación, que volvería a ser transitoria. Reservas internacionales en torno a los 40 billones de dólares respaldarían esta estrategia.

Por su parte, aunque existiría un aumento del riesgo soberano, se espera que este sea acotado. Adicionalmente, las necesidades de financiamiento externo del sector público serían moderadas y perfectamente financiadas con los ahorros fiscales en los fondos soberanos. En esta misma línea, las necesidades de financiamiento del sector privado podrían en gran medida ser cubiertas por el mercado local, al igual que lo ocurrido en la pasada crisis, repitiéndose el relevante papel de los recursos acumulados en los fondos de pensiones.

Del lado de los riesgos idiosincráticos, la probabilidad de presiones inflacionarias significativas por un sobrecalentamiento de la actividad se ha atenuado en los últimos meses. Los bajos registros de inflación de precios de bienes transables, producto de menores precios internacionales y la apreciación del tipo de cambio, han ayudado a moderar las presiones inflacionarias. No obstante, es importante mencionar que de darse el escenario externo base, no puede descartarse que una mantención de un elevado dinamismo de la demanda interna pueda incubar presiones inflacionarias relevantes, en particular, al considerar que la inflación de bienes no transables continúa en un rango elevado.

7. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	-1,0	6,1	6,0	4,4	4,5
Inflación (% a/a, fdp)	-1,4	3,0	4,4	2,3	3,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	502	475	517	492	508
Tasas de interés (% fdp)	0,5	3,3	5,3	5,0	5,0
Consumo Privado (% a/a)	0,9	10,4	9,0	5,1	4,8
Consumo Público (% a/a)	7,5	3,3	4,0	4,0	4,8
Inversión (% a/a)	-15,9	18,8	15,7	7,7	7,3
Resultado Fiscal (% PIB)	-4,6	-0,3	1,4	0,6	-0,1
Cuenta Corriente (% PIB)	2,0	1,5	-1,3	-2,9	-2,9

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 10	2,9	0,3	523	0,50
T2 10	7,1	1,2	537	1,00
T3 10	7,7	1,9	494	2,50
T4 10	6,8	3,0	475	3,25
T1 11	9,7	3,4	480	4,00
T2 11	6,0	3,4	469	5,25
T3 11	3,9	3,3	484	5,25
T4 11	4,8	4,4	517	5,25
T1 12	5,6	3,8	485	5,00
T2 12	5,4	2,7	506	5,00
T3 12	3,9	2,5	497	5,00
T4 12	3,0	2,3	492	5,00
T1 13	4,5	2,2	499	5,00
T2 13	4,5	3,1	502	5,00
T3 13	4,5	3,3	507	5,00
T4 13	4,4	3,0	508	5,00

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
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Karla Flores
kfloresm@bbva.com

Felipe Jaque
fjaques@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

Economías Emergentes:
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

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

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldolopez@bbva.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero (i)
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:
Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:
Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global
Javier Serna
javier.serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Latam
Pedro de Valdivia 100
Providencia
97120 Santiago de Chile
Teléfono: + 56 26791000
E-mail: bbvaresearch@bbva.com