

Situación Chile

Cuarto Trimestre 2012
Análisis Económico

- **La economía mundial registrará una leve mejora hacia 2013**, apoyada principalmente en una menor aversión al riesgo producto de las acciones emprendidas por los bancos centrales, en particular del BCE.
- **En Chile, la moderación de la demanda interna determinaría un crecimiento de 4,5% en 2013**, levemente por debajo del potencial de crecimiento del país pero entre los más altos de la región.
- **El aumento en los precios de bienes transables llevaría la inflación a 2,2% interanual al cierre de 2012, y a 3% en diciembre de 2013**. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza.
- **Esperamos que el Banco Central se mantenga en pausa en 2013** y dé inicio a un breve ciclo de alzas de la tasa de política monetaria en el primer trimestre de 2014.
- **Las cuentas fiscales se mantendrán en torno al equilibrio**, en tanto se anticipa un paulatino deterioro de las cuentas externas, con el déficit en cuenta corriente alcanzando 4,1% del PIB en 2013. Respecto del tipo de cambio, se mantendría estable en el corto plazo y registraría una moderada depreciación en 2013.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno global: las decisivas medidas de los bancos centrales hacen menos probables escenarios de riesgo.....	4
3. Chile: crecimiento bajo el potencial en 2013.....	8
Recuadro 1. Comportamiento del crédito.....	10
4. Inflación en el rango objetivo.....	12
5. Política monetaria continúa bajo escenario ambivalente.....	13
6. Cuentas fiscales en torno al equilibrio.....	15
7. Deterioro en cuenta corriente, pero a niveles todavía sostenibles.....	16
8. Riesgos externos y doméstico.....	17
9. Tablas.....	18

Fecha de cierre: 5 de noviembre de 2012

1. Resumen

Se estima que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve en 2013 al 3,5%. Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo producto de las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE.

En Chile, en los tres primeros trimestres de 2012, el crecimiento económico ha estado por arriba de las expectativas resultantes de un entorno internacional de lento crecimiento. Esto ha resultado del fuerte dinamismo de la demanda doméstica. Aunque se sigue anticipando una desaceleración durante el último trimestre del año, el crecimiento acumulado a la fecha conduce a revisar al alza la proyección de crecimiento del PIB para 2012, de 4,4% a 5%.

En 2013, la moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda interna llevaría el crecimiento a 4,5%, bajo el potencial de crecimiento estimado para el país (en torno al 5%). Con todo, Chile estaría entre los países de mayor crecimiento en América Latina, luego que en el año 2012 quedara sólo detrás de Perú entre los países grandes de la región con mayor crecimiento.

En el mercado de trabajo, se ha alcanzado una situación de virtual pleno empleo en 2012, con una tasa de desempleo promedio de 6,5%. Para 2013 se proyecta un aumento de la fuerza de trabajo en torno al crecimiento de la población en edad de trabajar, y un aumento del empleo levemente superior, con lo que la tasa de desempleo promediaría 6,5% y se mantendrían las presiones de costos laborales.

La desaceleración esperada para el consumo y un ritmo de expansión más acotado del empleo y los salarios reales, debiera llevar a un menor ritmo de crecimiento de los créditos de consumo.

El efecto moderador que tuvieron los precios de los bienes transables en la primera parte del año no se repetirá en la segunda parte, y proyectamos una inflación interanual de 2,2% para diciembre. Hacia 2013, algún repunte en los precios de los combustibles y los alimentos y la mantención de las presiones inflacionarias en bienes no transables llevaría la inflación a la meta de 3%. Sin embargo, la ausencia de holguras de capacidad puede amplificar la propagación de eventuales shock de oferta, por lo que los riesgos en inflación están claramente sesgados al alza.

Esperamos que el Banco Central se mantenga en pausa en 2013 y dé inicio a un breve ciclo de alzas de la tasa de política monetaria en el primer trimestre de 2014, en medio de un entorno externo con políticas monetarias en general más laxas. En este sentido, esta pausa implica una postura relativa más restrictiva de la política monetaria, que junto a un tipo de cambio más apreciado permite esperar para normalizar la tasa de referencia hacia su nivel neutral. A diferencia de otras economías emergentes, no esperamos que se implementen medidas macroprudenciales de corto plazo en Chile.

Luego de un leve superávit fiscal en 2012, el menor crecimiento y precio del cobre serían los principales factores detrás de un leve deterioro fiscal en 2013. En cuanto a las cuentas externas, el déficit en cuenta corriente llegaría a 3,6% del PIB en 2012, también por el menor precio del cobre y el aumento de las importaciones. En 2013 el déficit alcanzaría a 4,1% del PIB, si bien se financiaría con inversión extranjera directa. Por su parte, el tipo de cambio se mantendría estable en el corto plazo, mientras que la evolución esperada del precio del cobre gatillaría una leve depreciación en 2013.

Se ha reducido la probabilidad de un accidente en Europa, pero sigue siendo el principal factor de riesgo global. En riesgos domésticos, la demanda interna sigue siendo muy dinámica, lo que podría llevar a un fuerte deterioro de la balanza de pagos, una mayor depreciación del tipo de cambio y una inflación más alta.

2. Entorno global: las decisivas medidas de los bancos centrales hacen menos probables escenarios de riesgo

Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global. Sin embargo, las políticas económicas han de seguir consolidando la recuperación

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve en 2013 al 3,5% (3,2% en 2012; 4,1% de media del periodo 2010-12). Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo a consecuencia de las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE. A pesar de ello, se destacan tres factores que pueden deteriorar estas perspectivas: 1) el más preocupante, un resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro; 2) la amenaza que pende en los EEUU por el llamado "fiscal cliff", un paquete de reducción del gasto público y de aumento de ingresos por valor del 4% del PIB que entraría automáticamente en vigor a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión; 3) una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China y de aquellas basadas en la exportación de materias primas, cuya demanda depende, a su vez, de China.

Las restantes políticas económicas deberían aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales

En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades de todo el mundo –y en particular los bancos centrales de la zona euro y los EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. **Las decisivas medidas tomadas han evitado un evento de riesgo sistémico comparable con los financieros acontecidos a finales de 2008.** Así, ambos bancos centrales han "construido puentes" hacia un nuevo marco institucional, en el caso de Europa, y hacia un nuevo pacto fiscal en los EEUU. Además, las medidas de la Fed se mantendrán mientras sea necesario para lograr una mejora del mercado laboral de EEUU, mientras que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a diversos condicionantes. El estricto cumplimiento del ajuste fiscal es obligado en Europa, mientras que la mejora del mercado laboral es el objetivo en los EEUU.

"... cueste lo que cueste..."

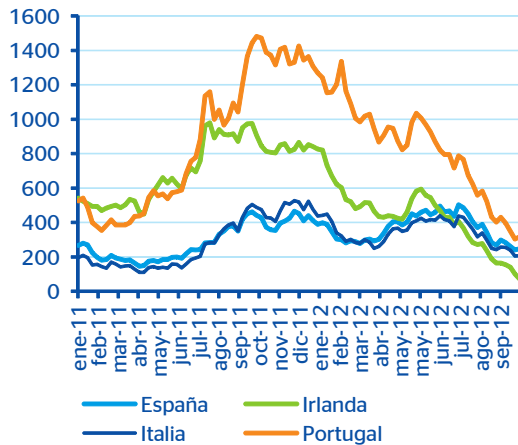
El BCE dió un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa cuando su presidente, Mario Draghi, anunció a finales de julio la puesta en marcha de un nuevo programa de compra de deuda pública (OMT, por sus siglas en inglés). Bajo cierta condicionalidad (para más información ver nuestro informe ECB Watch de septiembre), el BCE podría intervenir en los mercados secundarios de deuda pública. El movimiento del BCE vino después de la cumbre del Eurogrupo en junio, en la cual se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromisos de supervisión bancaria común y estudio de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento.

El anuncio de Draghi cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, roto con las elevadas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos por la posibilidad de una ruptura del euro. Dado que para el banco central esto es "inaceptable", el BCE se ha comprometido con la compra de cantidades ilimitadas de deuda pública de aquellos países que pidan ayuda financiera a través de los fondos europeos (FEFF y MEDE), bajo una "estricta y efectiva condicionalidad".

El movimiento del BCE fue más contundente de lo previsto, pero ha de implementarse de modo efectivo. La existencia de un prestamista de última instancia para la deuda pública,

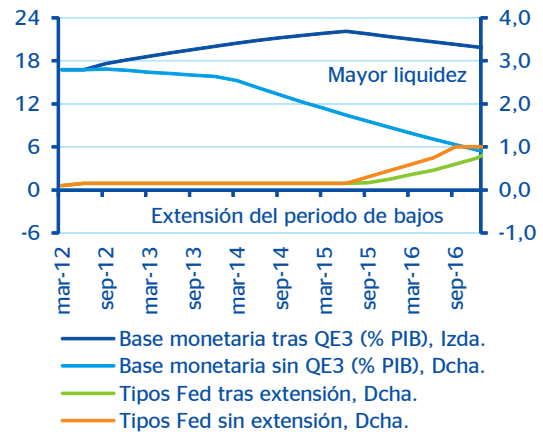
bajo condicionalidad fiscal, disipa los temores sobre la irreversibilidad del euro en su actual configuración. Así, las tensiones en los mercados financieros se han aliviado significativamente desde junio (Gráfico 1) e incluso no se han agravado a pesar de diversas incertidumbres en torno al cumplimiento de objetivos fiscales o ratings de deuda, por ejemplo.

Gráfico 1
Índice de Tensiones Financieras para países de la zona euro¹



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
QE3 y tipos de interés (Base monetaria, % PIB, y tipos Fed, %)



Fuente: BBVA Research

Hay otros factores que han venido a reforzar la unión monetaria en Europa: 1) el fondo permanente que financiará los nuevos rescates en la zona euro (MEDE) ha entrado en vigor, después de que el Tribunal Constitucional de Alemania respaldase la participación de ese país; 2) el proceso establecido para llegar a una unión bancaria en Europa continúa, aunque más lentamente de lo esperado inicialmente. La implementación de una unión bancaria plena se basa en cuatro pilares: supervisión conjunta, regulación común, un órgano común de resolución bancaria y una garantía de depósitos conjunta. Dada la magnitud de la tarea se prevé que la plena implementación de todo ello sea un largo proceso. Aun así, los líderes europeos han acordado establecer un calendario en enero de 2013 para llegar a una efectiva supervisión bancaria y se espera que se llegará a acuerdos sobre distintos detalles adicionales en la reunión del Eurogrupo de diciembre próximo.

En lo que se refiere a la **recapitalización directa de la banca a través del MEDE es importante para eliminar la retroalimentación de riesgos entre deuda pública y bancaria y para acabar con la fragmentación del mercado financiero.** Sin embargo, ambos objetivos se pueden lograr también evitando regulaciones financieras excluyentes, enfocadas sólo en los mercados locales dentro del área del euro.

El área del euro terminará disponiendo de un marco general que refuerce su gobernanza incluyendo una unión bancaria, unión fiscal y un prestamista de última instancia. Se ha progresado en todos estos frentes, quizá no lo suficiente para revertir la dinámica de fragmentación financiera, pero sí con el suficiente compromiso para pensar que lo peor de la crisis puede, por fin, haber pasado. En el corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE bajo condicionalidad fiscal han creado instrumentos para resolver problemas de financiación en países como Italia y España. Al mismo tiempo, la adecuada implementación de los planes de unión bancaria y una definición adicional del diseño de la unión fiscal serán factores clave en la sostenibilidad de la zona euro en el largo plazo.

1: El Índice de Tensiones Financieras (ITF) de BBVA Research es un indicador sintético que resume los movimientos de: medidas de riesgo (CDS a 5 años y corporaciones no financieras, y CDS de deuda financiera), volatilidad (existencias, tipos de interés y tipos de cambio) y estrés de liquidez (diferencial entre el tipo interbancario y activos a 3 meses libres de riesgo).

“... el tiempo que sea necesario...”

La economía de EEUU crece, pero lo hace a tasas históricamente bajas y con un mercado laboral que tiene una tasa de desempleo aún elevada. Ello es resultado del todavía elevado endeudamiento, que ha de irse absorbiendo, pero también de un entorno externo incierto en lo que se refiere a la resolución final de la crisis en Europa y, desde una perspectiva doméstica, de la **falta de acuerdo sobre como reducir el elevado déficit público evitando un ajuste automático de ingresos y gastos que cada día se acerca más** (*fiscal cliff*).

En ese contexto, la Fed no dudó y en su reunión de septiembre acomodó adicionalmente la política monetaria. El banco central de EEUU anunció que tiene intención de mantener los tipos de interés en los mínimos en los que está por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo que mantenía anteriormente. Para apoyar la mejora de expectativas del mercado laboral, también anunció una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE). Este aumento de la liquidez en el sistema se instrumenta con la compra de cédulas hipotecarias (MBS) en vez de deuda pública, en un intento de mejorar las condiciones financieras para los hogares. Además, **la Fed continuará con su política acomodaticia todo el tiempo que sea necesario para asegurar el fortalecimiento de la recuperación y del empleo** (para más información, ver nuestro [US Fed Watch](#)).

Con esta política, la Fed está comprando un seguro frente al impacto en el caso de que se dé un intenso ajuste fiscal automático. Como escenario más probable, esperamos que se llegue a un acuerdo para evitar que el paquete completo de recortes tenga lugar. Así, esperamos algún tipo de consolidación fiscal que lastre la economía. Con todo, según nuestras estimaciones, la relajación monetaria podría contribuir en solo unas décimas de punto al crecimiento del PIB en 2013, pero desde 2014 en adelante el efecto será más acentuado. Con respecto a la inflación, el impacto se retrasará y será comparativamente menor. La tolerancia de la Fed a una mayor inflación estará en función del crecimiento y la mejora del mercado laboral.

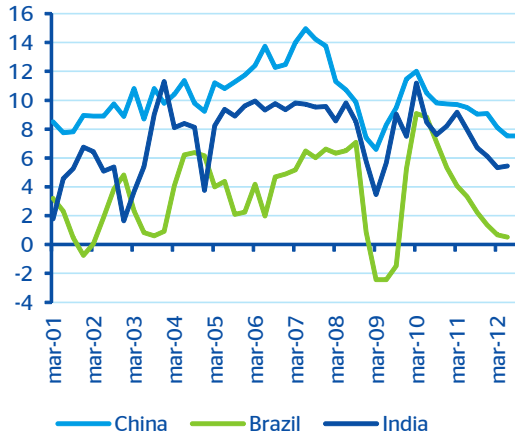
Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como se observó en anteriores programas, las expansiones de liquidez provocan rápidamente entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y los costes de financiación en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y, con todo ello, sus tasas de crecimiento e inflación. Nuestras estimaciones muestran que el QE3 (más el “efecto Draghi”) podría tener un impacto menor que el del QE1 dado el comportamiento en las economías emergentes de primas de riesgo y entradas de capital. En cualquier caso, todo esto dependerá de la respuesta de las políticas domésticas a la entrada de capitales.

La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas de política económica tomadas, la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo en la recesión de 2009), pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011, tal y como cabría esperar de un proceso de desapalancamiento en marcha aún. Más recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas por la debilidad de las desarrolladas a través del canal comercial, frenando las exportaciones y el crecimiento del PIB (Gráfico 3).

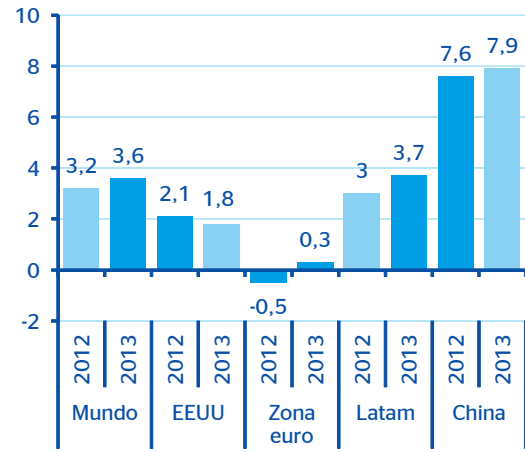
Desde luego este es el caso de las tres mayores economías emergentes: Brasil prácticamente se estancó en la primera mitad del año; el PIB de India creció un 5,3% y 5,5% en tasa interanual en el primer y segundo trimestre, respectivamente, el ritmo más lento desde principios de 2009; y en el tercer trimestre del año la economía china se ralentizó a una tasa del 7,4%, el crecimiento más bajo desde 2009, aunque los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

Gráfico 3
Economías emergentes: PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 4
Crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA y Haver

No obstante, las medidas tomadas por los bancos centrales en los EEUU y en la zona euro han aclarado el panorama sobre la eventualidad de un escenario de riesgo. En nuestro escenario base, el crecimiento en la zona euro se prevé que ganará empuje hacia 2013. Aunque el PIB de la zona euro decrecerá en 2012 (-0,5%), rebotará en 2013 (+0,3%). En los EEUU, hemos mantenido nuestras previsiones: el crecimiento continuará alrededor del 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro escenario de octubre corresponde a China (-0,2 pp en 2012 y -0,4 pp en 2013), aunque en ambos años su tasa de crecimiento permanecerá cercana al 8% ya que esperamos políticas de estímulo que compensen parcialmente la desaceleración que está experimentando. Otras economías emergentes compensarán esa menor actividad: las perspectivas de crecimiento para América Latina se revisan al alza en 2013, cuando la región crecerá al 3,7%, desde una tasa de crecimiento del 3% en 2012.

En conjunto, se prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación, con crecimientos entre el 3% y el 3,5% del PIB en 2012 y 2013. Este escenario depende de varios supuestos clave y, en particular de que en el área del euro se implementen las políticas anunciadas para fortalecer la unión monetaria.

En primer lugar, asumimos que las recientes discusiones sobre la supervisión financiera no afectarán sustancialmente a los acuerdos de junio, por lo que el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario quedará roto y la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por bancos, se restaurará de nuevo.

En segundo término, asumimos que el mecanismo encargado de eliminar el riesgo de convertibilidad será activado, lo que reduciría los tipos de interés en las economías periféricas. Y ello sin que se puedan descartar bajadas más intensas si el área del euro progresa más rápidamente en su nueva configuración institucional y en la implementación de los compromisos acordados.

En conjunto, la intervención del MEDE/BCE podría ser suficiente para llevar las rentabilidades de la deuda pública de Italia y España hacia niveles más consistentes con la sostenibilidad de la deuda a medio plazo y que, a la vez, compensen el impacto de corto plazo que puedan tener en el crecimiento algunas de las reformas emprendidas. Esto implica que ambos países conserven su calificación de grado de inversión y cumplan con sus compromisos fiscales (o se les garantice una extensión para ello teniendo en cuenta sus saldos fiscales estructurales). En este asunto debería considerarse el riesgo de un bucle negativo entre ajuste fiscal y crecimiento económico.

Finalmente, en este escenario central se considera que Grecia continuará siendo parte del euro, lo que en contrapartida requerirá apoyos desde Europa mediante una financiación adicional y/o un periodo más largo para cumplir con la condicionalidad fiscal exigida. Basados en experiencias pasadas, siendo cierto que existen riesgos de implementación, también lo es que las instituciones europeas tienden a encontrar soluciones a los problemas justo cuando el tiempo para ello se está acabando.

3. Chile: crecimiento bajo el potencial en 2013

En 2012 el dinamismo de la demanda doméstica ha contrarrestado la incidencia negativa de las exportaciones netas en el crecimiento. En 2013, la moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda interna llevaría el crecimiento bajo el potencial

En los tres primeros trimestres de 2012, el crecimiento económico ha estado por arriba de las expectativas resultantes de un entorno internacional de lento crecimiento. Más aún, la mayor incidencia de los sectores orientados al mercado doméstico (comercio, construcción y comunicaciones principalmente) ha sido determinante en los últimos meses, ya que la incertidumbre acerca del entorno externo ha tenido un efecto real acotado y concentrado básicamente en los sectores transables y particularmente en la industria manufacturera.

En cuanto al comportamiento de los componentes de la demanda interna, tanto el consumo privado como la inversión siguen mostrando un fuerte dinamismo, especialmente el primero, mientras la inversión muestra alguna mayor desaceleración en el margen.

Determinante en la evolución del consumo y la inversión han sido las expectativas tanto de empresarios como consumidores, que luego del retroceso observado al promediar el año 2011 se han mantenido sistemáticamente en terreno positivo en el caso de los empresarios, y han venido mejorando en el caso de los consumidores hasta ubicarse en terreno optimista en los últimos tres meses (Gráfico 5). Esta favorable evolución de las expectativas responde a factores principalmente domésticos. Por un lado, el dinamismo que ha mantenido el mercado de trabajo; por otra parte, los bajos registros de inflación. En conjunto, ambos factores determinan una masa salarial con significativo crecimiento en términos reales. En cuanto a las expectativas de los empresarios, la fortaleza de la demanda local ha sido igualmente determinante, en particular en sectores orientados al mercado interno, como la construcción. Sin embargo, en el caso de la minería, ha sido también relevante que el precio del cobre se mantiene elevado, a pesar de la baja respecto al nivel promedio alcanzado en 2011.

El comportamiento de la demanda doméstica, para la cual estimamos un crecimiento de 6,1% en 2012, más que compensaría la contribución negativa de las exportaciones netas, por lo que se revisa al alza la proyección de crecimiento del PIB para 2012, de 4,4% en el informe de julio a 5% en el actual.

Para 2013, se mantiene la proyección de crecimiento en 4,5%. Esta expansión por debajo del potencial -que se estima en 5%-, resultaría básicamente de una moderación de la demanda interna. Con todo, Chile estaría entre los países de mayor crecimiento en la región en 2013, luego que en el año 2012 quedara sólo detrás de Perú entre los de mayor crecimiento en América del Sur (Gráfico 6).

Con relación a los componentes de la demanda, la desaceleración del consumo resultaría de una menor expansión de la masa salarial y un repunte de la inflación, que se discute más adelante. En cuanto a la inversión, la desaceleración se explica tanto por la normalización del gasto en maquinaria y equipos que se ha registrado en 2012, como por el efecto en la minería y proyectos energéticos de un precio del cobre que volvería a retroceder en 2013, aproximándose gradualmente a su nivel de equilibrio de largo plazo.

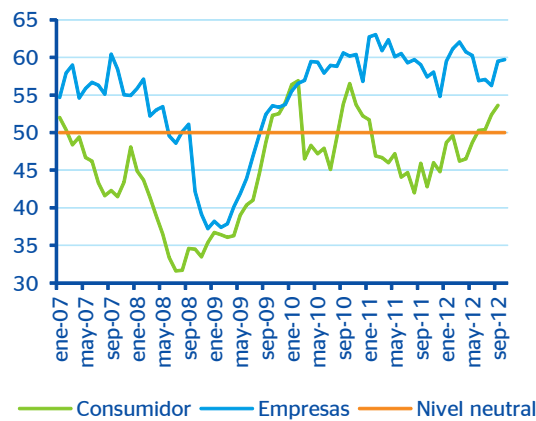
A nivel sectorial, los sectores no transables, principalmente comercio y construcción, continuarán siendo los de mayor incidencia positiva en el crecimiento, aunque moderándose en el caso del comercio y manteniendo su ritmo en el caso de la construcción (ver nuestro informe Situación Inmobiliaria Chile 2012). En cambio, los sectores más orientados al mercado externo -minería, manufactura y agrícola-, seguirán reflejando la debilidad de la demanda del resto del mundo.

Situación de pleno empleo tensiona mercado de trabajo

A pesar de que la tasa de desempleo se ha ubicado en los últimos meses en niveles considerados de pleno empleo para Chile -en el trimestre móvil julio-septiembre alcanzó a 6,5%-, el crecimiento anual del empleo aún se mantiene sobre el de la fuerza de trabajo. Así, el crecimiento del empleo que se proyecta para los últimos meses del año lleva a estimar un aumento promedio del empleo de 1,7% en 2012, luego de crecer 5,1% en 2011. Sin embargo, a pesar de esta desaceleración, la menor expansión de la fuerza de trabajo, que se estima en torno a 1%, llevaría la tasa de desempleo a 6,1% al cierre del año, con lo que la tasa de desempleo promedio caería de 7,2% en 2011 a 6,5% en 2012.

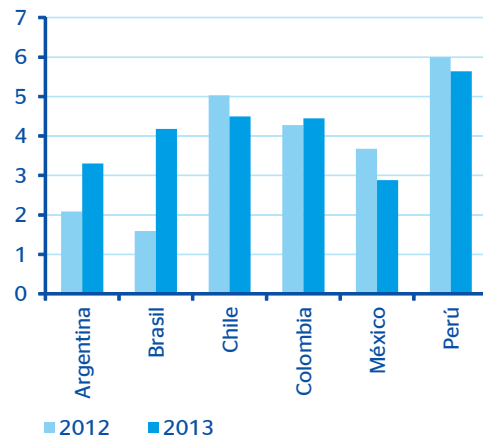
La estrechez del mercado de trabajo ha determinado que los salarios se mantengan creciendo en torno a 6% a/a, más del doble del crecimiento anual de la inflación. Para 2013, no se esperan cambios sustantivos en esta situación. Por el contrario, se proyecta un aumento de la fuerza de trabajo en torno al crecimiento de la población en edad de trabajar, y un aumento del empleo levemente superior, con lo que la tasa de desempleo promediaría 6,5% y se mantendrían las presiones de costos laborales.

Gráfico 5
Índices de confianza de consumidores y empresas (var. % a/a)



Fuente: AdimarkGfK e ICARE

Gráfico 6
Crecimiento del PIB de principales economías latinoamericanas (var.% a/a)



Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. Comportamiento del crédito

Evolución reciente del mercado de créditos a hogares y empresas

Los créditos a nivel agregado han continuado creciendo a tasas elevadas al 3T12, aunque con signos de estabilización en su ritmo de expansión, luego de la recuperación registrada con posterioridad a la crisis financiera mundial iniciada en 2008. Así, el crecimiento nominal de las colocaciones promedia 16% a/a en el periodo enero-agosto de este año, lo que se basa en el dinamismo de los créditos tanto a personas como a empresas. Los créditos de consumo han anotado un crecimiento promedio cercano a 16% a/a nominal, mientras que los créditos hipotecarios lo han hecho a un ritmo en torno a 12 a/a. Los préstamos a empresas, por su parte, se han incrementado a una tasa de 17% a/a. La mantención de este dinamismo está en línea con una demanda interna que ha mostrado solo moderados signos de desaceleración en el año, lo que ha llevado a que los fundamentos macroeconómicos para la demanda de créditos se hayan mantenido muy favorables.

Por su parte, al positivo entorno económico se ha sumado que las tasas de interés promedio del sistema para créditos de consumo e hipotecarios han registrado aumentos muy acotados respecto de los niveles de fines del año pasado. Con todo, los préstamos de consumo y comerciales muestran una desaceleración incipiente en los últimos meses, lo que estaría reflejando condiciones más restrictivas del mercado, en particular del lado de la oferta de créditos.

Demanda de los hogares mantiene dinamismo por fundamentos económicos favorables

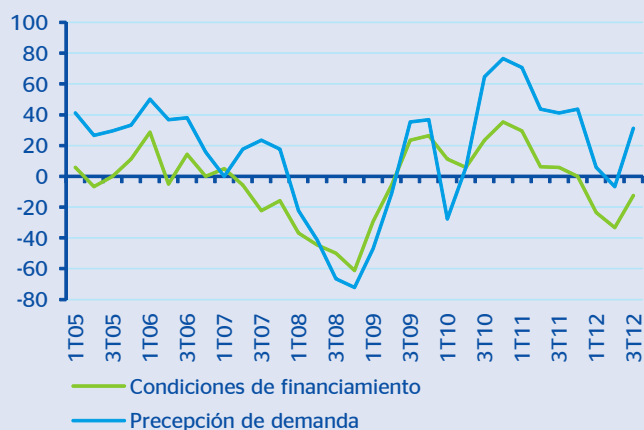
Concentrando el análisis en la situación de las colocaciones al 3T12, se observa que por el lado de la demanda de créditos, las personas han continuado mostrando un fuerte dinamismo en sus intenciones de contratar nuevos créditos, lo que está en línea con los favorables fundamentos económicos que enfrenta los hogares. En este sentido, una mayor formalización del empleo, incrementos de salarios reales y positivas perspectivas para la economía local en el mediano y largo plazo, impulsan la demanda por créditos. Así, la encuesta de condiciones crediticias que elabora el Banco Central muestra que el balance de respuesta sobre demanda por créditos de consumo se recuperó al tercer trimestre, luego de caer en la encuesta del 2T12. Por su parte, la demanda por créditos para la vivienda ha continuado mostrando un balance positivo.

Oferta muestra mayores restricciones al otorgamiento de créditos

Por el lado de la oferta, sin embargo, las entidades financieras volvieron a arrojar un balance del sistema con condiciones crediticias más restrictivas, algo que se observa desde la encuesta del 1T12 para créditos de consumo. Por el lado del financiamiento para la vivienda, el resultado del 3T12 fue neutro, no obstante se habían estado deteriorando desde el 3T11. Los principales factores detrás de la mayor restricción al otorgamiento de créditos se asocian con el riesgo de la cartera de clientes y competencia con otros bancos e instituciones financieras.

Gráfico 7

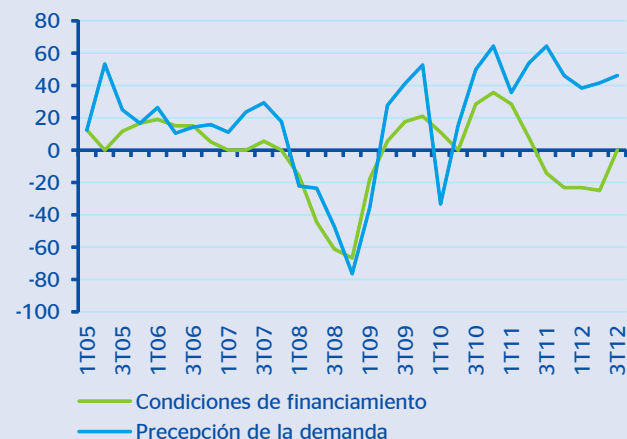
Estándares de aprobación y solicitudes de créditos de consumo (balance respuestas)



Fuente: BCChI

Gráfico 8

Estándares de aprobación y solicitudes de créditos hipotecarios (balance respuestas)



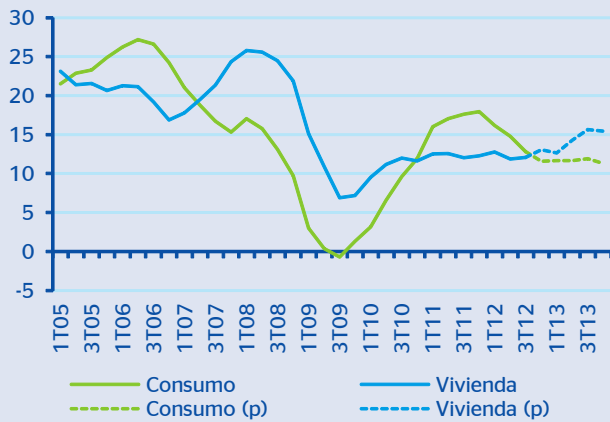
Fuente: BCCh

Perspectivas para el mediano plazo

Para el mediano plazo, de mantenerse las actuales condiciones crediticias, la desaceleración esperada para el consumo y un ritmo de expansión más acotado del empleo y los salarios reales, debiera llevar a un menor ritmo de crecimiento de los créditos de consumo. Así, nuestra proyección es que los primeros converjan a un

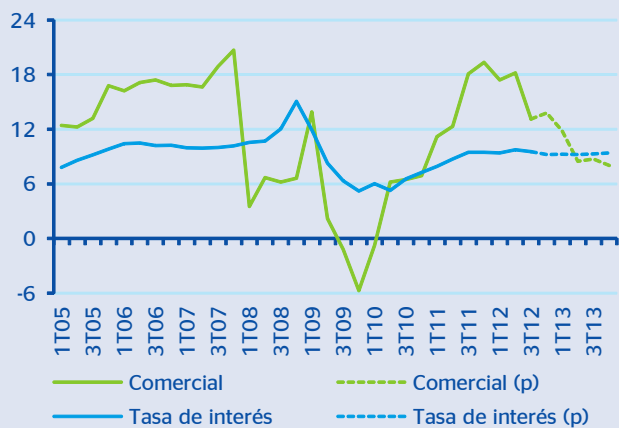
crecimiento anual cercano a 11% nominal en 2013. Para los créditos hipotecarios anticipamos una convergencia a tasas de crecimiento cercanas a 15% hacia el 4T13, en gran medida por como respuesta a una mantención del dinamismo del sector inmobiliario tanto en volumen como precios esperado para el próximo año.

Gráfico 9
Evolución de créditos a personas (var. % a/a)



Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y BBVA Research

Gráfico 10
Evolución de créditos y tasas de interés a empresas (var.% a/a, %)



Fuente: SBIF, BBCh y BBVA Research

4. Inflación en el rango objetivo

Inflexión en el componente transable de la inflación explica repunte en el cierre de 2012 y mayores presiones hacia 2013

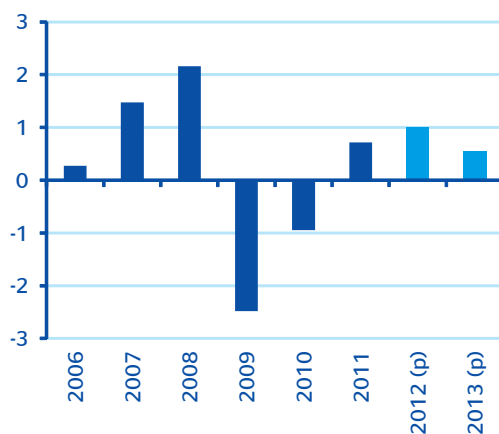
Luego de que la inflación acumulada alcanzó a apenas 0,6% en los primeros 8 meses del año, en septiembre tuvo un incremento de 0,8% m/m. Más allá de factores estacionales que explican el habitual elevado registro del mes de septiembre, estimamos que este resultado marcó un punto de inflexión en el comportamiento del IPC global y sus distintos componentes. En este sentido, cabe destacar el cambio en el Índice de precios de bienes transables, que promedió -0,2% m/m en los primeros siete meses del año pero revirtió su tendencia en los últimos dos meses, alcanzando un promedio de 0,9% m/m. También es interesante notar lo que ha ocurrido con el Índice de precios de los alimentos, que promedió 0% m/m en el primer semestre y saltó a 1,4% m/m en el tercer trimestre.

Para los últimos 3 meses del año, anticipamos una elevada volatilidad de la inflación, asociada a ajustes en tarifas eléctricas con efecto retroactivo, y la fuerte corrección a la baja en los precios de los combustibles, luego de que estos sobre reaccionaran a políticas monetarias expansivas en las principales economías. Por otra parte, el efecto moderador que tuvieron los precios de los bienes transables en la primera parte del año no se repetirá en la segunda parte, y proyectamos una inflación interanual de 2,2% para diciembre, levemente inferior al 2,3% estimado en el informe de julio.

Hacia 2013, se anticipa algún repunte en los precios de los combustibles y los alimentos, relacionado con el crecimiento que se proyecta para los precios de las materias primas energéticas y alimenticias, y un tipo de cambio depreciándose muy gradualmente. Lo anterior, mantendría la tendencia al alza en los precios de bienes transables de los últimos dos meses. En cuanto a los bienes no transables, si bien la moderación en el crecimiento de la demanda y un crecimiento del PIB levemente inferior al crecimiento potencial reducirá el exceso de utilización de la capacidad -definida como la brecha PIB y PIB potencial-, todavía se mantendrían las presiones inflacionarias en este componente (Gráfico 11). A lo anterior contribuirá cierta persistencia de las tensiones en el mercado laboral. En este sentido, aunque anticipamos una inflación en la meta de 3% al cierre de 2013, la ausencia de holguras de capacidad puede amplificar la propagación de eventuales shock de oferta, como sería un aumento de precios de los combustibles o los alimentos en los mercados internacionales. Así, los riesgos en inflación están claramente sesgados al alza (Gráfico 12).

Gráfico 11

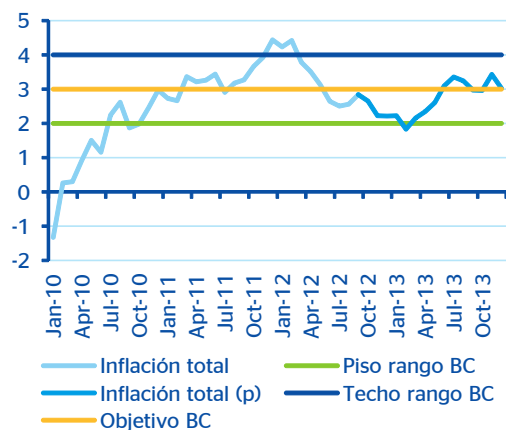
Brecha del producto
(PIB - PIB Potencial, en % del PIB Potencial)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12

Índice de precios al consumidor (Var. a/a %)



Fuente: INE y BBVA Research

5. Política monetaria continúa bajo escenario ambivalente

Divergencias en situación cíclica de la economía chilena y externa, determinan que la tasa se mantenga en 5% hasta el cierre de 2013

La política monetaria ha continuado bajo factores domésticos y externos contrapuestos en los últimos meses. Por un lado, el diagnóstico sobre la actividad local apunta hacia una moderación menor a la anticipada a mediados de año, lo que implicaría una clara señal hacia una política monetaria más restrictiva. Por otro lado, la desaceleración externa ha continuado y las perspectivas de mediano plazo se han vuelto a ajustar a la baja en el último trimestre. El grado de apertura de nuestra economía y el esperable rezago con el cual la desaceleración global afecta a la economía doméstica apuntan en el otro sentido.

¿Cuál ha sido el efecto en la inflación efectiva y en las expectativas inflacionarias de los agentes? La inflación ha retornado a niveles cercanos a la meta del Banco Central, no obstante la inflación subyacente continúa más cercana al piso del rango de tolerancia. En cuanto a las perspectivas, luego de un rebote de los precios de materias primas, entre ellos alimentos y combustibles, producto de las medidas de mayor liquidez implementadas por las principales economías desarrolladas, cabe esperar alguna reversión que ya se ha observado en algunos de estos precios. Sin embargo, el dinamismo de la actividad local, la situación de virtual pleno empleo de nuestra economía y la dinámica de los costos laborales, ponen una nota de cautela respecto de la evolución a futuro de la inflación. Esto está en línea con el hecho que el Banco Central ha mostrado un tono más restrictivo en sus últimas minutas de política monetaria, destacando lo estrecho del mercado laboral y las presiones inflacionarias que se pueden incubar de mantenerse el dinamismo de la actividad local. Más aún, las menores turbulencias externas pueden alentar estas presiones, en la medida que disminuye la probabilidad de un escenario de riesgo adverso y las expectativas de los agentes se afianzan.

Por otro lado, el creciente déficit en cuenta corriente emerge como un factor relevante en la medida que refleja el fuerte dinamismo del gasto que, si bien es en gran medida financiado con inversión extranjera directa, puede incubar presiones al alza del tipo de cambio y repercusiones de segunda vuelta en la inflación.

Bajo este contexto, esperamos que el Banco Central se mantenga en pausa en 2013 y dé inicio a un breve ciclo de alzas de la tasa de política monetaria en el primer trimestre de 2014, en medio de un entorno externo con políticas monetarias en general más laxas. En este sentido, esta pausa implica una postura relativa más restrictiva de nuestra política monetaria, que se une a un tipo de cambio más apreciado, lo que permite esperar para normalizar la tasa de referencia hacia su nivel neutral (Gráfico 13).

Adicionalmente, cabe destacar que en BBVA Research hemos venido sosteniendo que lo más probable sería la mantención de la pausa por un periodo prolongado. El mercado, que hasta recientemente estaba anticipando bajas a la tasa, se ha acercado a esta visión, y ya son pocos los que anticipan recortes en el horizonte.

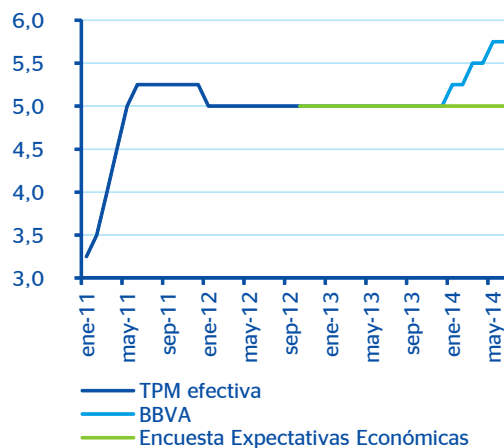
El efecto de estas expectativas sobre política monetaria y normalización de tasas de interés nos lleva a anticipar que la estructura de rendimientos nominales se mantendrá bastante plana, empinándose sólo en el mediano y largo plazo. Por su parte, la estructura de tasas de interés reales, que ha venido normalizándose a medida que han aumentado las expectativas de inflación, se moverá en línea con expectativas de inflación bien ancladas en torno a la meta.

En términos del tipo de cambio, su evolución ha estado en gran medida influida por el aumento en el diferencial de tasas domésticas y externas ante el efecto de la nueva ronda de relajamiento cuantitativo en EE.UU. (QE3) y las medidas anunciadas por el Banco Central Europeo. Estos últimos gatillaron que el precio del cobre se elevara a niveles cercanos a US\$3,7 la libra, muy por

encima de las expectativas para la segunda parte del año. En este escenario, el tipo de cambio se apreció hacia niveles de \$470 por dólar, cerca de 10% por debajo del cierre de 2011. Si bien parte de estos factores se han ajustado en el último tiempo, fundamentos más favorables llevaron a corregir a la baja el tipo de cambio el que cerraría 2012 en \$475 por dólar y 2013 en \$498. En el horizonte más largo, el tipo de cambio mostraría una paulatina depreciación, en línea con el descenso esperado para el precio del cobre. Este descenso, a su vez, resultará de factores fundamentales, que tienen que ver con un gradual incremento de la oferta y una demanda algo más débil por la desaceleración de la economía china y el elevado nivel de los inventarios de cobre.

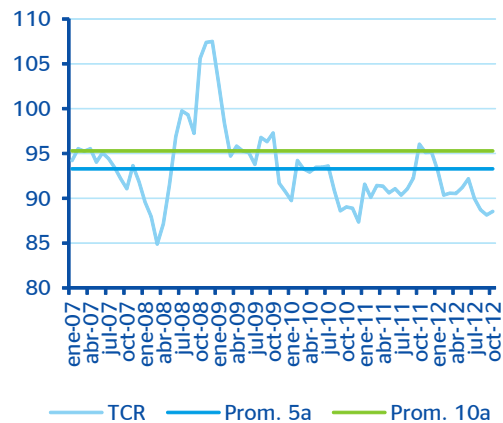
Ligado a lo anterior, estimamos que el debate sobre la posibilidad de intervenciones al mercado cambiario por parte del Banco Central no tiene suficientes fundamentos en la actual coyuntura. En particular, al comparar los costos de la intervención, producto de los diferenciales de tasas de interés domésticas y externas implícitas en la esterilización de la medida, y el beneficio de una depreciación parcial y temporal del tipo de cambio, en medio de una generalizada pérdida de valor del dólar en los mercados internacionales, reducen la conveniencia de una medida de este tipo. Asimismo, el tipo de cambio real aún se mantiene levemente por sobre los niveles que han gatillado anteriores programas de intervención en el mercado cambiario y como mencionamos, los fundamentos validan un tipo de cambio real más apreciado (Gráfico 14). Respecto de medidas macroprudenciales de corto plazo, similares a las aplicadas por otras economías emergentes, no esperamos que se lleven a cabo restricciones a los flujos de capital, en primer lugar porque no se ha observado un incremento sustancial en las entradas de cartera, y en segundo término porque no estaría en línea con la política de libre flotación que ha seguido la política cambiaria en Chile. Tampoco aumentos en coeficientes de reserva, ya que no hay evidencia de burbujas en precios de activos ni aceleración en el comportamiento del crédito. En caso de verificarse un desvío sostenido y de carácter más idiosincrático del peso chileno respecto de una canasta relevantes de monedas, sí cabría esperar una intervención del Banco Central a través de un programa de acumulación de reservas calendarizado y anunciado.

Gráfico 13
Tasa de política monetaria (%)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 14
Tipo de cambio real multilateral (1986=100)



Fuente: BCCh y BBVA Research

6. Cuentas fiscales en torno al equilibrio

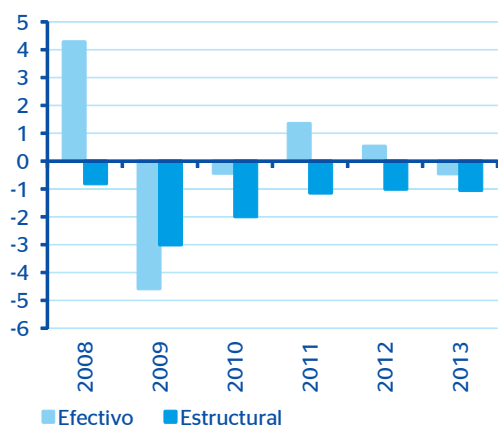
Precio del cobre y crecimiento de la actividad determinan superávit fiscal en 2012. En 2013, la baja en el precio del metal sería el principal factor detrás de un leve deterioro

En 2012, la mayor recaudación por impuestos ligados al dinamismo de la actividad económica se verá parcialmente compensado por los menores ingresos de la minería, dado un precio del cobre que estimamos promediará US\$3,59 la libra en el periodo, bajo el promedio de US\$4,0 la libra de 2011. Por el lado de los gastos, el presupuesto aprobado para 2012 supone un crecimiento del gasto público cercano a 6% en términos reales. En suma, estimamos que el saldo fiscal efectivo alcanzaría a 0,5% del PIB en el año, lo que implica un resultado algo más favorable que el estimado por el gobierno.

Para 2013, proyectamos que el saldo fiscal se tornaría negativo y alcanzaría a 0,4% del PIB, debido al menor precio del cobre que alcanzaría un promedio de US\$3,15 por libra, un menor crecimiento de la demanda interna y la actividad, y el crecimiento del gasto público de cerca de 5% real considerado en la ley de presupuesto actualmente en discusión en el Congreso. Por su parte, el déficit estructural alcanzaría a 1% del PIB, en línea con el adelanto de este objetivo por parte del Ejecutivo. Cabe destacar, que el adelanto de la meta de déficit estructural reduce en parte las presiones sobre el déficit en cuenta corriente y a la apreciación del tipo de cambio. No obstante, es importante mencionar que la magnitud del déficit externo y el carácter esencialmente exógeno de los determinantes del tipo de cambio mantienen acotada la efectividad de esta herramienta, particularmente con los reducidos grados de libertad para un ajuste fiscal de mayor cuantía (Gráfico 15).

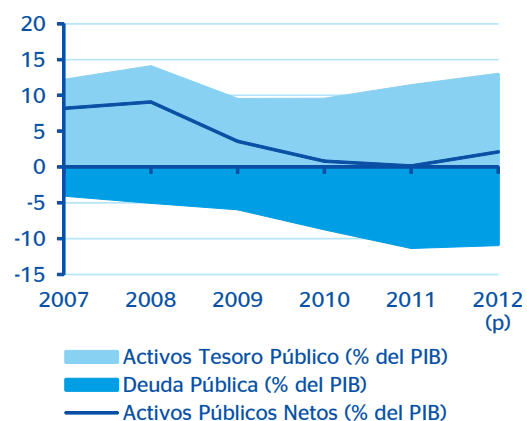
Respecto de la posición neta del sector público, los recursos del Tesoro público y los fondos soberanos alcanzan actualmente a cerca de US\$34.000 millones, en torno a 13% del PIB, lo que dado un nivel de deuda pública de 11,3% del PIB, lleva a una mantención de la posición acreedora neta del sector fiscal (Gráfico 16).

Gráfico 15
Saldo fiscal (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuesto y BBVA Research

Gráfico 16
Activos y pasivos del sector público (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuesto y BBVA Research

7. Deterioro en cuenta corriente, pero a niveles todavía sostenibles

El déficit en cuenta corriente llegaría a 3,6% en 2012, ya que la corrección al alza del precio del cobre, de US\$ 3,55 a 3,59 la libra, contrarrestaría sólo en parte las mayores importaciones por mayor dinamismo de la demanda interna

Se estima que las exportaciones alcanzarán a US\$ 79,3 mil millones en 2012, una caída de aproximadamente 2,5% respecto al nivel de 2011, producto de un precio del cobre 10% menor, que sólo parcialmente sería compensado por aumentos de volúmenes de exportación del metal y el valor de otras exportaciones. Las importaciones, en tanto, aumentarían alrededor de 6%, alcanzando a US\$ 74,9 mil millones. De esta forma, el saldo en cuenta comercial se reduciría de US\$ 10,8 a 4,4 mil millones. Este menor superávit comercial sería más que sobrepasado por déficits en las cuentas de servicios y de renta de la balanza de pagos, lo que determinaría un déficit en cuenta corriente de US\$ 9,7 mil millones (3,6% del PIB) en 2012.

Es interesante notar que lo anterior implica un importante deterioro de la cuenta corriente respecto al 1,3% del PIB observado en 2011. Más aún, la evolución trimestral de este indicador sería de paulatino deterioro, y con los datos disponibles a la fecha se estima que al tercer trimestre superaría ampliamente el 5% del PIB. Por otro lado, es importante destacar que el financiamiento de este déficit será principalmente con inversión extranjera directa, que se estima alcanzará a aproximadamente US\$ 20 mil millones, superando el registro de 2011, US\$ 17 mil millones. El saldo neto de inversión directa -descontando la inversión directa realizada por residentes en el resto del mundo-, será cercano al promedio de los últimos dos años, aproximadamente US\$ 5,5 mil millones. El financiamiento del déficit en cuenta corriente se complementaría con Otra inversión, lo que además implicaría una significativa reducción del aporte de la inversión de cartera observado en 2011.

Para 2013 se proyecta un nuevo deterioro de la cuenta corriente, alcanzando el déficit a 4,1% del PIB. Este resultado se explica por una proyección de precio promedio del cobre de US\$ 3,14 la libra, 12,5% menor al promedio proyectado para 2013. A esto se agrega un aumento de las importaciones de combustibles de casi US\$ 1.000 millones. En este sentido, si bien se estima que el financiamiento del déficit en cuenta corriente nuevamente será principalmente con base en inversión extranjera directa, se está llegando a niveles de déficit externo que incrementan la vulnerabilidad a reducciones en el precio del cobre.

8. Riesgos externos y doméstico

Se ha reducido la probabilidad de un accidente en Europa pero sigue siendo el principal factor de riesgo. Sin embargo, a nivel doméstico retorna el riesgo de sobrecalentamiento

Aunque el principal riesgo que enfrenta la economía chilena sigue siendo un deterioro significativo de la situación europea, los avances recientes para enfrentar la crisis en la zona del euro han determinado un cambio muy importante a la baja en la percepción respecto a la probabilidad de ocurrencia de ese escenario adverso en Europa.

No obstante, los principales canales de transmisión de un escenario negativo en Europa que contagie a EE.UU. y, especialmente, a China siguen siendo los mismos en el caso de Chile, vale decir: i) el deterioro de los términos de intercambio, liderado por una caída en el precio del cobre, ii) una disminución en la cuantía de las exportaciones, aunque inferior a la esperada para las importaciones, y iii) una disminución de la confianza empresarial y del consumidor. La mejora del escenario en Europa, permite a la vez anticipar que la magnitud de los anteriores efectos sería menor a la observada luego del evento Lehman Brothers.

En este orden de ideas, también serían menores los efectos en la principales variables macroeconómicas. Así, se experimentaría una reducción en el crecimiento del PIB, aunque sustancialmente menor a la caída de 2009 y de hecho la economía no entraría en recesión. Del mismo modo, el comportamiento de la inflación sería el esperado en estos contextos, con el efecto deflacionario de la menor demanda doméstica dominando el efecto inflacionario de la fuerte depreciación del tipo de cambio. Con todo, la inflación sería sustancialmente menor a la del escenario base, pero no negativa como ocurrió en 2009.

En cuanto a las cuentas externas, en el corto plazo la desaceleración de las importaciones compensaría parcialmente la caída de las exportaciones, si bien la caída en los precios del cobre conduciría a un rápido deterioro del déficit por cuenta corriente, ya en niveles preocupantes en el escenario base. En el mediano plazo, la lenta recuperación de los términos de intercambio serviría de amortiguador y permitiría una mejora gradual del déficit por cuenta corriente.

Si bien se podría repetir la contracción del crédito internacional observado luego de LB, el BC establecería líneas de crédito en pesos y dólares para hacer frente a una situación que en todo caso volvería a ser transitoria. El nivel de las reservas internacionales, cercanas a 40 billones de dólares, daría respaldo a esta estrategia, y la flexibilidad cambiaria serviría para que nuevamente el uso de reservas sea muy acotado. En cuanto a la tasa de política monetaria, su relativamente elevado nivel actual daría amplio margen al Banco Central para aplicar una política de estímulo, aunque no requiriéndose una reacción de la magnitud de la de 2009.

En el caso de la política fiscal, los menores grados de libertad respecto a la situación post Lehman Brothers determinarían un estímulo menor, a pesar de los abundantes recursos ahorrados en los fondos soberanos. Esto, junto con los menores ingresos derivados de una menor demanda interna, redundaría en un mayor déficit fiscal pero con necesidades de financiamiento igualmente ampliamente cubiertas por los fondos soberanos.

En cuanto a los riesgos idiosincrásicos, el más relevante vuelve a ser que la demanda interna sigue siendo muy dinámica, lo que llevaría a un fuerte deterioro de la balanza de pagos, una mayor depreciación del tipo de cambio y una inflación más alta.

9. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	-1,0	6,1	6,0	5,0	4,5
Inflación (% a/a, fdp)	-1,4	3,0	4,4	2,2	3,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	502	475	517	475	498
Tasas de interés (% fdp)	0,5	3,3	5,3	5,0	5,0
Consumo Privado (% a/a)	-0,8	10,0	8,8	5,3	5,2
Consumo Público (% a/a)	9,2	3,9	3,9	4,1	4,7
Inversión (% a/a)	-12,1	14,3	17,6	7,7	7,3
Resultado Fiscal (% PIB)	-4,6	-0,4	1,4	0,5	-0,4
Cuenta Corriente (% PIB)	2,0	1,5	-1,3	-3,6	-4,1

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (%, fdp)
T1 10	2,8	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	6,7	3,0	475	3,25
T1 11	9,9	3,4	480	4,00
T2 11	6,3	3,4	469	5,25
T3 11	3,7	3,3	484	5,25
T4 11	4,5	4,4	517	5,25
T1 12	5,3	3,8	485	5,00
T2 12	5,5	2,7	506	5,00
T3 12	5,4	2,8	475	5,00
T4 12	4,1	2,2	475	5,00
T1 13	4,1	2,2	481	5,00
T2 13	3,7	3,1	493	5,00
T3 13	4,8	3,0	490	5,00
T4 13	5,4	3,0	498	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

Felipe Jaque
fjaques@bbva.com

Soledad Hormazabal
shormazabal@bbva.com

Maximiliano Alvarez
maximiliano.alvarez@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

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

Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

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

Coordinación Latam
Juan Ruíz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@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