

# Observatorio Económico

## Mayor riesgo global reduce perspectivas de crecimiento en 2012

Santiago, 22 de septiembre de  
2011

Análisis Económico

*Economista Jefe*  
Alejandro Puente  
apuente@grupobbva.cl

Felipe Jaque  
fjaques@grupobbva.cl

Karla Flores  
kfloresm@grupobbva.cl

Soledad Hormazábal  
shormazabal@grupobbva.cl

- El deterioro de las perspectivas de crecimiento de los países desarrollados y la incertidumbre asociada a los problemas fiscales y de deuda soberana de estos países ha generado una mayor volatilidad en los mercados

Este escenario se ha gatillado por la situación de Grecia y el contagio a otros países, en particular de la periferia europea. A esto se suma el diagnóstico de la FED sobre claros riesgos a la baja en el escenario macroeconómico de EE.UU. y los resultados de encuestas expectativas decepcionantes en Europa y China.

- No esperamos cambios significativos, distintos al precio del cobre, en los fundamentos del tipo de cambio

En el caso del precio del cobre esperamos una moderada corrección, estabilizándose en torno a US\$3,80/l hacia el último trimestre del año. Así, el tipo de cambio, en línea con el precio del cobre, tendería a estabilizarse en torno a \$490 por dólar.

- En el nuevo escenario se reducen levemente las perspectivas de crecimiento, si bien se mantienen las de inflación, y el impacto en las cuentas fiscales sería moderado

En el caso del crecimiento del PIB, este se ubicaría en 6,5% en 2011 y en 4,5% en 2012. Para la inflación se mantiene la proyección de 3,6% y 3,2% para fines de 2011 y 2012, respectivamente, considerando que los efectos de un mayor tipo de cambio se verían compensados con la disminución generalizada de los precios de materias primas. Por su parte, el superávit fiscal pasaría de 1,1% a 1,0% del PIB este año, al incluir los efectos de un menor precio del cobre y un tipo de cambio más depreciado.

- En un escenario de riesgo, observaríamos un menor crecimiento e inflación, con efectos significativos en mercados financieros

Los mercados estarían asignando una mayor probabilidad a un escenario de riesgo, el que podría gatillarse por un default de Grecia y/o el fracaso en la aprobación e implementación del programa de rescate de la UE. En este escenario, habría una recesión en Europa y menor crecimiento en todas las regiones del mundo. En el caso de Chile el crecimiento en 2012 bajaría entre 1 y 2 pp dependiendo de la intensidad y duración de las tensiones financieras globales. Si bien la moneda se depreciaría en relación al escenario base, sus efectos sobre la inflación serían compensados por bajas en precios internacionales de materias primas y petróleo.

## Los países emergentes ya no son inmunes al contagio

El deterioro de las perspectivas de crecimiento de los países desarrollados y los crecientes riesgos a la baja en la actividad, se suman al aumento de la incertidumbre asociada a los problemas fiscales y de deuda soberana de estos países, determinando un clima de elevada aversión al riesgo y mayores signos de contagio en los mercados. Con todo, estimamos que el impacto de esta nueva situación se dará principalmente en el precio del cobre y el tipo de cambio, mientras no esperamos efectos significativos en el crecimiento, la inflación, ni cambios en la política monetaria. No obstante, si persiste la inefectividad para encarar los problemas de la deuda soberana en Europa, ello va a traducirse en una restricción de crédito prolongada en esa región y en un deterioro generalizado de las confianzas, que también afectará a las economías emergentes, provocando un ajuste en el gasto privado en inversión y consumo. Los mercados estarían asignando una mayor probabilidad de ocurrencia a este escenario en las últimas semanas.

En el caso de los países emergentes, el canal a través del cual se ha manifestado este cambio de escenario es el financiero, con caídas en las cotizaciones bursátiles, en los precios de las materias primas, y aumentos en los premios por riesgo y depreciación de los tipos de cambio respecto al dólar. En Chile, los dos efectos más significativos han sido una fuerte caída de los índices accionarios, y más recientemente la depreciación del peso que en la última semana alcanza a cerca de 10%.

¿Qué está determinando este efecto tan intenso en el tipo de cambio y qué podemos esperar hacia delante? En primer lugar, se debe destacar que hay factores comunes e idiosincráticos en este comportamiento. El factor común es el deterioro del escenario internacional. Entre los factores idiosincráticos está el grado de dependencia respecto del precio del cobre, que ha caído cerca de 15% en los últimos días.

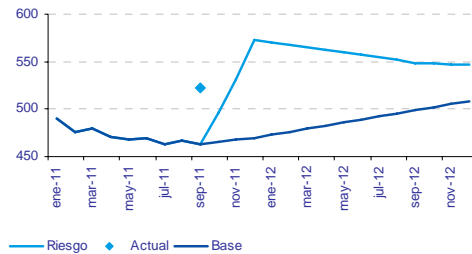
### Tipo de cambio con moderada corrección al alza

En nuestro escenario base, en que la volatilidad financiera se estabiliza y luego se reduce gradualmente, y las economías desarrolladas no caen en recesión, estimamos que el precio del cobre va a experimentar una corrección moderada, estabilizándose en torno a US\$3,80/l hacia el último trimestre del año. Así, el tipo de cambio tendería a estabilizarse en torno a \$490 por dólar. Este valor está por arriba de nuestra estimación previa para el cierre del año (\$470 por dólar) pero por debajo del que prevalecería en un escenario de riesgo.

Por otra parte, no esperamos efectos significativos en el crecimiento del PIB aunque hemos corregido nuestra previsión de crecimiento para 2012 desde 4,7% a 4,5% reflejando el impacto de un menor crecimiento de las economías desarrolladas. El impacto en inflación se compone de al menos dos factores. En primer lugar, el tipo de cambio más depreciado implica mayores presiones de los precios de bienes importados, entre otros, de los combustibles. Sin embargo, la disminución generalizada de los precios de materias primas compensaría, al menos parcialmente, dicho efecto. Con todo, no descartamos impactos acotados en los registros mensuales de inflación durante el cuarto trimestre del año, ante la elevada volatilidad que presentan los mercados.

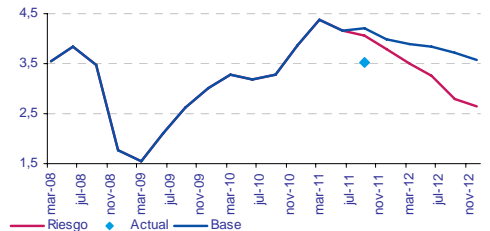
Finalmente, nuestro escenario base considera para la situación fiscal una corrección del precio del cobre durante el último trimestre, efecto que sería dominado por la depreciación del tipo de cambio, determinando que el superávit fiscal pase de 1,1% en nuestra estimación anterior a uno de 1,0% del PIB en la actual.

Gráfico 1  
Escenarios para el tipo de cambio  
(Pesos por dólar)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 2  
Escenarios para el precio del cobre  
(US\$ por libra)



Fuente: Cochilco y BBVA Research

### Escenario de riesgo externo tendría efectos relevantes en la economía chilena

Si bien en nuestro escenario base estimamos que las recientes turbulencias financieras tendrían un carácter transitorio y sus efectos económicos serían acotados, los fuertes cambios de los mercados financieros no permiten descartar que transitemos hacia un escenario de riesgo recesivo en las economías desarrolladas. En este contexto, nuestras estimaciones sugieren que el deterioro externo afectaría transitoriamente el crecimiento económico, aunque sin provocar una recesión. En esta línea, el escenario de riesgo considera un crecimiento en torno a 2 pp menor al del escenario base para 2012, cuyo origen principal sería una menor expansión de la demanda interna, lo que conduciría a un menor registro de inflación, que llegaría a 1,8% a/a al cierre del próximo año. En el plano financiero, el tipo de cambio se depreciaría con mayor fuerza, en línea con primas por riesgo más elevadas y menores precios de materias primas, para llegar a niveles de \$570 en el peak de la depreciación. Estimamos que en este escenario, las autoridades económicas impulsarían medidas contracíclicas tanto en política monetaria como fiscal.

El comportamiento de los mercados financieros de la última semana es coherente con una probabilidad más alta de que se materialice el escenario de riesgo, por lo que estimamos que si próximamente se adoptan medidas eficaces para reducir las tensiones financieras en las economías desarrolladas, debiera revertirse buena parte de las caídas de precios de activos y monedas observadas en estos días. En tanto ello no ocurra, se incrementa la posibilidad de que la economía global se deslice hacia el escenario de riesgo.

#### Comparación escenario base y riesgo

	Base 2011	Base 2012	Riesgo 2011	Riesgo 2012
PIB real (a/a %)	6,5	4,5	6,3	2,7
IPC (a/a%, fdp)	3,6	3,2	3,6	1,8
Tipo de cambio (CLP/US\$, fdp)	470	508	572	547
TPM (% , fdp)	5,3	5,3	5,3	3,0
Precio cobre (US\$/libra)	4,18	3,75	4,09	3,05

Fuente: BBVA Research

## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.