

# Situación Chile

Primer trimestre 2011

## Análisis Económico

- Se mantienen las divergencias en la economía mundial, con el mundo emergente impulsando el crecimiento al tiempo que las economías desarrolladas siguen cediendo terreno, más en Europa que en Estados Unidos. Esta divergencia conllevará políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones.
- En Chile, el fuerte crecimiento de la demanda, favorables términos de intercambio y un efecto estadístico durante el primer trimestre del año harán que la economía crezca 6% en 2011, por encima de su tasa de crecimiento potencial.
- La extinción de las brechas de capacidad, el aumento de los precios internacionales de las materias primas y el limitado espacio para la apreciación del tipo de cambio determinarán que la tasa de inflación se ubique en 3,9% al cierre de 2011.
- En este escenario de mayores presiones inflacionarias el Banco Central deberá proceder a la normalización de la política monetaria, a pesar del riesgo de una mayor apreciación del peso. Sin embargo, la expectativa de aumento de la tasa de política ya se ha traspasado a las tasas para préstamos, y se prevé una recuperación del crédito hacia niveles pre crisis.
- Un escenario de riesgo global resultaría de un deterioro de la situación en Europa que contagie a China y afecte la demanda y el precio del cobre. Sin embargo, se le asigna baja probabilidad y un efecto bastante más acotado que el de la pasada recesión.
- A nivel local, el principal riesgo surge de la dificultad del Banco Central para evitar la apreciación del peso sin inducir un desborde inflacionario

# Índice

1. Desacoplamientos en marcha .....	3
2. Chile: sobrepasa potencial de crecimiento .....	6
3. Crecimiento sostenible en el horizonte .....	10
4. Riesgos externos acotados y de política económica a nivel doméstico .....	11
5. Tablas .....	12

**Fecha de cierre: 9 de febrero de 2011**

# 1. Desacoplamientos en marcha

## **Continuarán las divergencias en la economía mundial, ampliándose el desacoplamiento tanto en términos de crecimiento como de políticas**

El crecimiento global se mantiene con fuerza. Tras cerrar 2010 con una tasa de crecimiento del 4,8%, se prevé que la economía mundial experimente una ligera desaceleración hasta niveles del 4,4% tanto en 2011 como en 2012: un comportamiento mejor de lo que podría haberse anticipado hace 12 meses. Esto se explica a través de la mejora de las perspectivas entre las economías avanzadas, debido a (i) unas mejores expectativas de crecimiento en EE.UU. tras las medidas de estímulo fiscal, y (ii) un sólido comportamiento de las principales economías del centro de Europa, que se han desacoplado de los países de la periferia, los cuales se ven lastrados por las tensiones de los mercados financieros. De hecho, a pesar de que las tensiones de los mercados financieros empeoraron en Europa durante el último trimestre de 2010, la actividad económica en la región ha podido acelerarse, demostrando de este modo –al menos temporalmente– un cierto grado de desacoplamiento también entre la actividad económica real y la financiera. En líneas generales, el patrón de crecimiento de la economía mundial se mantiene prácticamente sin cambios, dado que el verdadero motor de dinamización sigue siendo el mundo emergente, liderado por Asia (China e India en particular, véase Gráfico 1) al tiempo que las economías desarrolladas siguen cediendo terreno, más en Europa que en Estados Unidos.

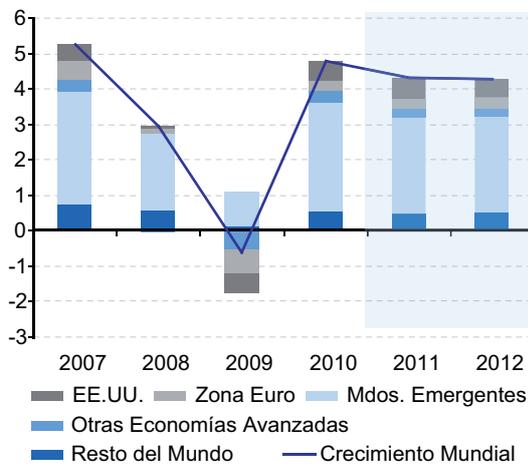
Todos estos desacoplamientos tienen tres importantes consecuencias de cara a las perspectivas. En primer lugar, la divergencia entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes seguirá conllevando unas políticas macroeconómicas diferenciadas en ambas regiones. Las políticas monetarias seguirán siendo altamente expansivas en Estados Unidos y en Europa, promoviendo la búsqueda de rentabilidades en otros ámbitos (en los mercados emergentes y, cada vez más, en las materias primas). Al mismo tiempo, están comenzando a aparecer signos de recalentamiento en algunos países de Asia y Latinoamérica, lo cual está empujando a las autoridades de estos países a considerar la implantación de políticas de endurecimiento monetario, antes de lo previsto anteriormente, debido a las incipientes presiones inflacionistas detectadas, especialmente en Asia (Gráfico 2). Los incentivos resultantes para la entrada de capital en las economías emergentes intensificarán los dilemas ya existentes en materia de políticas en ambas regiones entre, por un lado, las políticas de endurecimiento monetario que garanticen una transición fluida y, por otro, las políticas que eviten apreciaciones bruscas y repentinas de los tipos de cambio.

En segundo lugar, las divergencias de crecimiento entre EE.UU. y la UEM –junto con el riesgo financiero– ejercerán una presión bajista sobre el euro y, quizá aún más significativo, seguirán dirigiendo la atención de los mercados hacia la relativa dificultad de la UEM para crecer, dados sus elevados niveles de deuda pública. Este es uno de los elementos –junto con los diferentes tamaños de los programas de compra de deuda pública de los bancos centrales y las tensiones sobre la gobernanza económica en Europa– que explican por qué los mercados no han reaccionado de forma significativa ante un retraso adicional de la consolidación fiscal en Estados Unidos. La diferencia entre esta falta de reacción y el castigo ejercido por los mercados sobre algunos países de Europa no podría ser mayor.

Finalmente, el creciente desacoplamiento experimentado dentro de la UEM empezará a presionar sobre la política monetaria común en la región, ya de por sí dividida entre un incipiente riesgo de inflación, especialmente en los principales países del centro de Europa, y la necesidad de seguir respaldando la estabilidad financiera, especialmente –aunque no exclusivamente– en las economías periféricas.

Gráfico 1

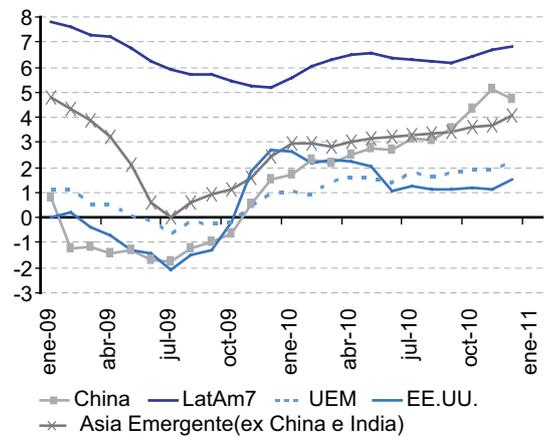
**Crecimiento del PIB global y contribuciones**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

**Inflación (% tasa interanual)**



Fuente: Datastream y BBVA Research

**Repunta el crecimiento en las principales economías avanzadas, pero se mantienen las fragilidades. Las posibilidades de un escenario de recaída en la recesión en Estados Unidos, que considerábamos muy bajas, se han disipado. Pero el riesgo de subida de los tipos de interés a largo plazo ha cobrado más relevancia**

Tal y como esperábamos, EE.UU. no ha vuelto a caer en recesión y las posibilidades de que este escenario se produzca en el futuro se han disipado desde el verano. Este cambio de sentimiento se debe a cuatro factores fundamentales. En primer lugar, la mejora de los datos macroeconómicos a final de 2010 puso de relieve que el consumo en los hogares era más resistente de lo previsto. En segundo lugar, las contundentes medidas adoptadas por la Reserva Federal, implantando una segunda ronda de expansión cuantitativa (QE2) dio apoyo a los precios de la deuda en particular y a los precios de los activos en general. En tercer lugar, se espera que la reducción de la incertidumbre y el aumento de la confianza empresarial favorezcan la inversión. Por último, y quizá lo más importante, la aprobación de un nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 constituyó un importante impulso para reactivar el crecimiento económico. Por tanto, hemos ajustado al alza nuestra previsión de crecimiento para 2011 en 0,7 puntos porcentuales hasta el 3%.

Sin embargo, aún no han desaparecido las debilidades. Los mercados inmobiliarios se mantienen frágiles y siguen siendo susceptibles de dar sorpresas negativas. La renta de las familias sigue débil debido a que el ritmo de la recuperación económica no es suficiente para reducir las tasas de desempleo de forma significativa. Asimismo, el crecimiento del crédito y los procesos de titulización siguen siendo escasos. Si bien ninguno de estos factores debería impedir la recuperación, sigue desarrollándose un escenario en el que cualquier tensión adicional negativa podría perjudicar a la economía. Por el momento, este panorama de recuperación económica gradual con bajas presiones inflacionistas por el lado de la demanda permitirá que la política monetaria siga siendo expansiva durante un periodo prolongado de tiempo.

Asimismo, no deberían olvidarse las lecciones derivadas de la crisis de deuda soberana en Europa. La implantación del nuevo programa de estímulo fiscal a finales de 2010 supone un impulso al crecimiento en el corto plazo, en un momento en el que se percibían las dudas sobre una posible recaída en un escenario de recesión. Pero no debería sobrevalorarse la solidez ni la persistencia de los factores que han evitado una reacción negativa de los mercados de deuda ante un nuevo retraso en la consolidación fiscal en Estados Unidos. Las compras de bonos por parte de los bancos centrales y las tensiones experimentadas en Europa (y la huida a la calidad de la deuda pública estadounidense) son, por su propia naturaleza, factores a corto plazo que desaparecerán en el medio plazo y, antes de que eso suceda, Estados Unidos deberá mostrar su claro compromiso con la consolidación fiscal o, de lo contrario, se enfrentará a una subida repentina de los tipos de interés a largo plazo. Las agencias de calificación ya han empezado a señalar este riesgo. Hay tiempo para abordarlo pero deben ponerse en marcha las conversaciones y los planes oportunos con la mayor brevedad posible para reducir las preocupaciones fiscales a largo plazo.

**Las reformas económicas e institucionales en Europa serán fundamentales para resolver la crisis financiera**

Desde octubre de 2010, han vuelto a resurgir las tensiones financieras en Europa (Gráfico 3), especialmente en los países de la periferia. Las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal y las pérdidas del sector financiero volvieron a aparecer, provocando una ampliación de los diferenciales de deuda soberana y las presiones sobre la financiación. Sin embargo, al contrario de lo sucedido en mayo, el efecto contagio a otros países europeos y fuera de la UE fue más limitado.

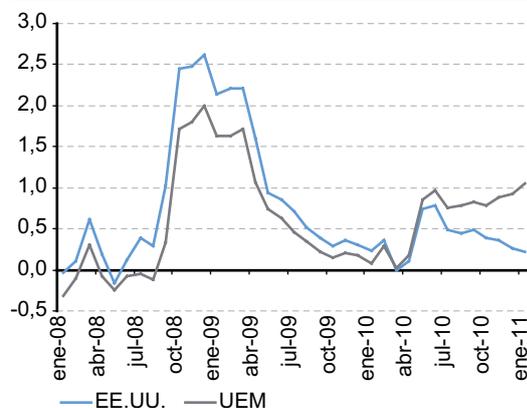
El aumento de las tensiones en los mercados financieros se debió fundamentalmente a dos factores. En primer lugar, la incertidumbre reinante en los mercados con respecto a la capacidad de las instituciones europeas para abordar la crisis de la deuda soberana. Creció la tensión entre los inversores privados ante la propuesta de que tendrían que asumir las pérdidas derivadas de las posibles reestructuraciones a partir de 2013, y que probablemente serían necesarios recortes en la deuda existente para restablecer la sostenibilidad fiscal. El segundo desencadenante fueron las crecientes dudas acerca de la credibilidad de las pruebas de resistencia al sistema financiero, dada la necesidad de tener que ayudar a los bancos irlandeses poco después de que se considerara que tenían una capitalización adecuada. Estos dos desencadenantes se desarrollaron en un entorno de preocupación por la capacidad de algunos países periféricos como Portugal e Irlanda para cumplir sus objetivos de déficit fiscal y las dudas sobre la capacidad de algunas economías europeas para generar un ritmo de crecimiento suficiente que haga sostenible la carga de su deuda.

La fragilidad de la recuperación de los mercados financieros justo después del verano pone de manifiesto que los mercados están cada vez más centrados en los problemas de solvencia de la deuda soberana de algunos países que simplemente en preocupaciones por la liquidez. Esto pone de relieve la necesidad de implantar una solución integral, no sólo para resolver esta crisis, sino también para establecer un mecanismo sólido de prevención y resolución de crisis para el futuro. De cara a la prevención de futuras crisis, es necesario reforzar la coordinación fiscal, proporcionando mecanismos de absorción de posibles tensiones específicas en países concretos, pero reforzando también la vigilancia en el ámbito fiscal y en la dimensión macroeconómica (incluida la acumulación de desequilibrios en el sector privado). En cuanto a la resolución de la crisis, es necesario implantar un mecanismo claro y transparente que defina quién asumirá las pérdidas, de forma que se evite la volatilidad excesiva en los mercados debido a la incertidumbre, si bien probablemente a estas alturas revista una importancia fundamental que se garantice un mecanismo adecuado de transición.

Tal y como se ha indicado anteriormente, el efecto contagio en clave financiera de este último episodio ha sido bastante limitado, incluidos los principales países europeos. De este modo, el crecimiento de la UEM en su conjunto ha sido mayor de lo esperado, especialmente debido a unos resultados muy positivos en Alemania y en otros de los países europeos centrales. Sin embargo, este desacoplamiento entre las tensiones financieras experimentadas por los países periféricos y la actividad de la economía real en Europa no durará si no se acuerda pronto una reforma integral de la gobernanza y si los países no siguen presentando reformas económicas para reducir su vulnerabilidad fiscal, reestructurar el sistema financiero e incrementar el potencial de crecimiento. El acuerdo que se alcance en el próximo Consejo Europeo resultará clave a este respecto.

Gráfico 3

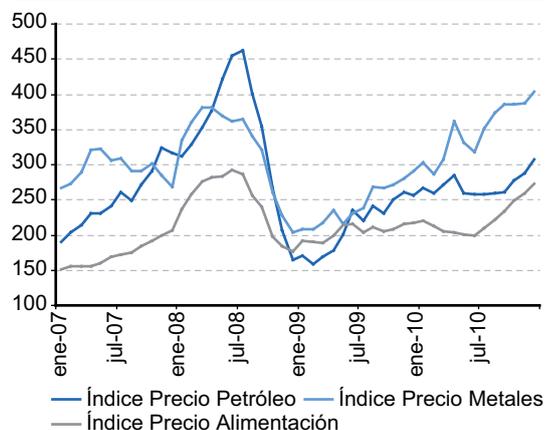
**Índice BBVA de tensiones financieras**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

**Precios de las materias primas, (2000=100)**



Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

**Los precios de las materias primas se estabilizarán pero los riesgos de inflación son cada vez más relevantes en las economías emergentes, que seguirán creciendo con fuerza**

Los precios de las materias primas se han incrementado de manera generalizada en los últimos meses, situándose en niveles de máximos históricos en el caso de algunos metales (Gráfico 4). Esta escalada es coherente con lo que parece ser el inicio de una tendencia alcista a largo plazo de los precios de las materias primas impulsada por el aumento de la demanda en las economías emergentes, si bien es cierto que también existen otros factores a corto plazo que han contribuido a este repunte reciente, al menos en algunos tipos de materias primas. Por ejemplo, el rápido incremento de los precios de los alimentos en los últimos dos meses es, en gran medida, resultado de factores puntuales asociados a la oferta (climatología adversa), que deberían ir remitiendo a lo largo de 2011. Asimismo, debido a las amplias condiciones de liquidez globales, los inversores han acudido en masa a las materias primas en su condición de activo, incrementado así las primas financieras de forma generalizada.

En adelante, esperamos que los precios de las materias primas en general se estabilicen en torno a los niveles actuales. En el caso de los precios de los alimentos, esto será resultado de la normalización de las cosechas en 2011. En el caso de los metales, el aumento de las existencias comenzará a incidir en los precios. Solo en el caso del petróleo esperamos un mercado más ajustado que siga empujando los precios ligeramente al alza durante 2011 pero que gradualmente irá relajándose. Esta relajación posterior se verá ayudada por una probable reducción de las tensiones financieras en Europa, que debería alejar los flujos de inversión de las materias primas para acercarse a otros activos con unas primas de riesgo más contenidas. Sin embargo, los riesgos están sesgados al alza ya que la fuerte demanda asiática seguirá favoreciendo la tendencia al alza de los precios en el medio plazo.

El incremento de los precios de las materias primas ha sido responsable, en parte, del aumento de la inflación observada en las economías emergentes a finales de 2010 (Gráfico 2). En particular, el incremento de los precios de los alimentos ha tenido un efecto directo e importante en el aumento de la inflación en una serie de países (especialmente de Asia) con el riesgo de contribuir a la inflación general. Sin embargo, en adelante, la estabilización prevista de los precios de los alimentos significará que este factor debería ser menos importante a la hora de determinar la inflación. Aunque el riesgo también ha aumentado en los países desarrollados, este es inferior que en las economías emergentes, dado que los precios de los alimentos tienen una menor ponderación en el IPC, al tiempo que la amplia capacidad productiva sin utilizar y las expectativas de anclaje de la inflación contribuirán a mantener controladas las presiones inflacionistas.

Más preocupante para las economías emergentes es el hecho de que el rápido crecimiento y la fuerte entrada de flujos de capital en Asia y Latinoamérica estén comenzando a generar un riesgo de recalentamiento de la economía, evidenciado en un aumento de la inflación pero también por el rápido crecimiento del crédito y de los precios de los activos. De hecho, esperamos que las economías asiáticas sigan creciendo con fuerza aunque, en nuestra opinión, las autoridades serán capaces de dirigir las hacia un "aterrizaje suave" evitando el recalentamiento, aunque sin duda existe un riesgo más pronunciado que hace tres meses. Impulsada por la demanda interna y los elevados precios de las materias primas, Latinoamérica crecerá con fuerza en 2011, convergiendo hacia un crecimiento potencial de en torno al 4% para el conjunto de la región. Tal y como se mencionó anteriormente, el principal desafío para ambas regiones será gestionar los dilemas que surjan en materia de políticas como resultado de la fuerte entrada de flujos de capital. Esperamos que las políticas de endurecimiento monetario se mantengan en la mayoría de los países, al tiempo que impongan unos controles administrativos cada vez más estrictos para limitar dicha entrada de flujos de capital y medidas prudenciales para limitar el crecimiento del crédito, especialmente en Asia.

## 2. Chile: sobrepasa potencial de crecimiento

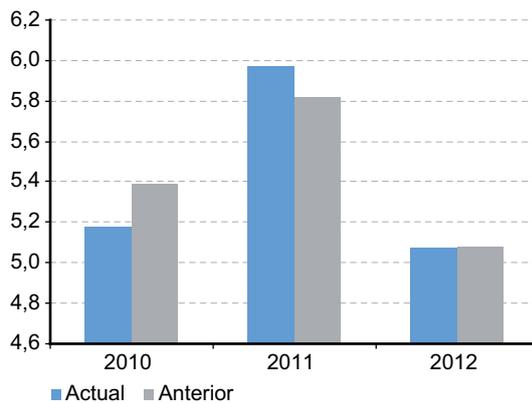
**Impulsada por el fuerte crecimiento de la demanda, por favorables términos de intercambio y por un rebote estadístico en el primer trimestre del año, la economía chilena crecerá 6% en 2011, por sobre su crecimiento potencial**

Aunque el terremoto del 27F de 2010 significó algún retraso en la recuperación de la actividad económica, la pausa fue breve y ya en el segundo trimestre se observó un intenso crecimiento que a pesar de cierta moderación en el último trimestre se mantuvo por el resto del año. Con esto, el crecimiento promedió 5,2% en 2010, levemente por arriba de nuestra estimación de crecimiento tendencial, 5%, y con una clara aceleración en los últimos tres trimestres del año.

El principal ingrediente de este buen desempeño fue el dinamismo de la demanda doméstica, la que triplicó el ritmo de expansión del PIB, apoyada en bajos registros de inflación, fuerte recuperación del empleo, y mejora sostenida de los términos de intercambio y los indicadores de confianza de consumidores y empresarios.

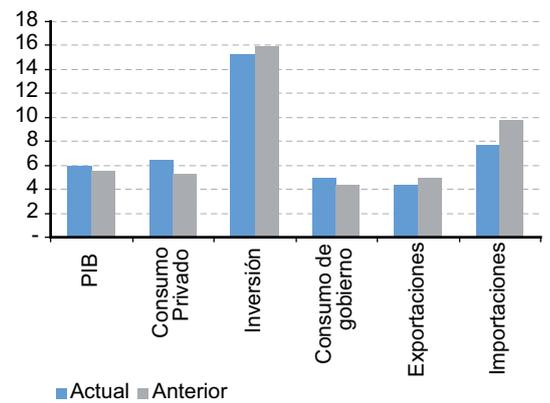
Para 2011 varios de estos factores seguirán presentes y en algunos casos mejorando con relación a su comportamiento en 2010. En particular, nuestro escenario base supone un precio promedio del cobre aproximadamente 9% más alto que el promedio observado en 2010. En este sentido, la favorable evolución de los términos de intercambio dará soporte a la materialización de varios proyectos de inversión en el sector minero, los que junto a iniciativas en el sector de generación eléctrica y de la construcción explicarán la importante contribución de la inversión a la demanda agregada durante 2011. En el caso de la construcción será relevante el impulso que el Ejecutivo le estaría dando a la construcción de viviendas. Por otro lado, luego de varios trimestres consecutivos de acumulación, y estimándose cerca de sus niveles óptimos, se reducirá la contribución de los inventarios al crecimiento de la inversión bruta.

Gráfico 5  
**Crecimiento del PIB (a/a%)**



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 6  
**Cambio en proyección 2011 demanda y PIB (a/a%)**



Fuente: BBVA Research

Los determinantes del consumo también seguirán siendo favorables, en particular el mercado de trabajo que a diferencia del periodo posterior a la crisis asiática se ha recuperado en forma notable. En cambio, aumentos de precios mayores a los de los últimos dos años y su efecto en los niveles de confianza del consumidor contribuirán a moderar el ritmo de expansión del consumo. Los componentes del consumo que se espera registren la mayor desaceleración son los bienes durables y los automóviles. Buena parte del crecimiento observado en el último año es irreplicable, y por ejemplo las ventas de vehículos livianos registrarán una tasa de crecimiento de 13% en 2011 en lugar del 68% observado en 2010.

La demanda agregada interna seguirá creciendo a una tasa superior que el PIB en 2011, con lo que se continuarán cerrando las holguras de capacidad creadas luego de la pasada recesión. De acuerdo a nuestra estimación, aunque el crecimiento del PIB se mantendrá por encima del crecimiento del PIB potencial, recién este año el nivel del PIB observado superará el nivel del potencial lo que determinará mayores presiones inflacionarias.

Uno de los ámbitos en que se reducirán los grados de libertad es el mercado de trabajo, ya que tras crearse más de 400 mil empleos (crecimiento de 6,5%) y aumentar la fuerza de trabajo en torno a 300 mil personas (crecimiento de 4%), la tasa de desempleo se redujo de un promedio de 9,6% en 2009 a 8,1% en 2010. Más aún, el nivel de empleo en el último trimestre móvil del año 2010 (7,1%) se encontraría muy cerca de una situación de pleno empleo. Por lo mismo, aunque seguiremos viendo aumentos de empleo, estos serán cada vez menores y estarán limitados por la expansión de la fuerza de trabajo. Esta última, en tanto, de no mediar ulteriores reformas al mercado laboral, debería tender a crecer al ritmo de la población económicamente activa. Por lo mismo, en la medida que el crecimiento económico que proyectamos demande más empleos, observaremos mayores presiones de costos laborales. Por otro lado, un fenómeno observado en los últimos meses que también seguirá presente será el trasvasije de empleos por cuenta propia a empleos asalariados. Con todo, estimamos que la tasa de desempleo promedio se reducirá hasta 7,5% en 2011.

**La extinción de las brechas de capacidad, el aumento de los precios internacionales de las materias primas y el limitado espacio para la apreciación del tipo de cambio determinarán que la tasa de inflación se aproxime al techo de la banda de tolerancia del Banco Central hacia el final de 2011**

Al promediar el año 2010, varios desarrollos apuntaban a una aceleración de la inflación: la intensa recuperación de la actividad económica, en particular el crecimiento de la demanda interna triplicando al del producto, rápida caída de la tasa de desempleo, y el aumento de los precios de las materias primas a nivel internacional, que estaba causando sorpresas inflacionarias en varias economías emergentes. No obstante lo anterior, el año 2010 cerró con la tasa de inflación en el centro de la meta del Banco Central, 3%, por debajo de la proyección de nuestro anterior informe (3,3%, Situación Chile, Cuarto trimestre de 2010), del Informe de Política Monetaria del Banco Central de septiembre, que proyectaba una inflación de 3,9%, y de las diferentes encuestas de expectativas que pronosticaban un resultado para el año por arriba del objetivo del Banco Central.

Para una cabal aproximación a la situación inflacionaria durante 2011 es altamente relevante explicar el desvío de la inflación respecto de los pronósticos para el año pasado. En este sentido, el factor que mayormente contribuyó a contener las presiones inflacionarias en la segunda mitad de 2010 fue la apreciación del peso con respecto al dólar, que entre junio y diciembre se apreció alrededor de 10% nominalmente. Este fenómeno explicó caídas en precios de diferentes productos transables, en particular el vestuario, el calzado, y diferentes artefactos para el hogar. De hecho, producto de la evolución de los precios de estos bienes, el IPCX1, que excluye en la medición de la inflación los alimentos no elaborados, combustibles y precios regulados, prácticamente no varió en el año.

Con relación a este primer factor, aunque existe un riesgo relevante de que retornen las presiones apreciativas, consideramos poco probable que se repita un fortalecimiento del peso de una magnitud similar durante 2011.

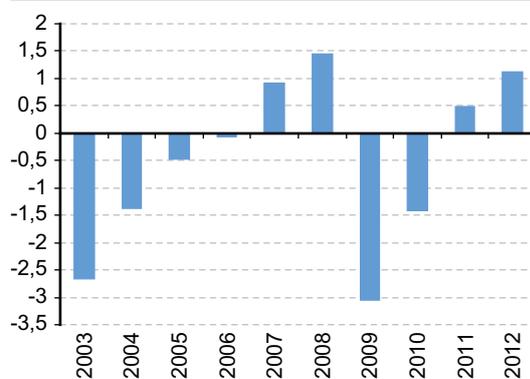
En segundo lugar, las brechas de capacidad se han venido cerrando, y de acuerdo a nuestras estimaciones este año el PIB observado superará el nivel del PIB potencial. En el caso de la brecha externa, la evolución de los términos de intercambio ha posibilitado que se mantenga cierta holgura, ya que a pesar del mayor dinamismo de la demanda doméstica con relación al PIB la cuenta comercial cerró 2010 con un superávit en torno a los 15 mil millones de dólares (7% del PIB).

En tercer lugar, se han traspasado sólo parcialmente los aumentos de los precios de las materias primas. Dónde claramente el traspaso ha sido más rápido, como es usual en Chile, es en los combustibles, y esto se ha reflejado en el componente de transporte de la canasta del IPC. Por otro lado, aunque los precios de los alimentos aumentaron un par de puntos más que el IPC global durante 2010, se estima que parte del aumento ha sido absorbido por compresión de márgenes, que se habrían ampliado durante el anterior ciclo alcista de 2008, y que aparentemente no se redujeron durante la pasada recesión.

En todos los ámbitos destacados previamente, tal vez con la excepción del sector externo –dado nuestro escenario de precios del cobre–, todo parece indicar que los grados de libertad se han reducido sustancialmente. Así, proyectamos que la inflación alcanzará 3,9% en 2011, con algún riesgo relevante de que los precios sobrepasen el techo del rango de tolerancia del Banco Central.

Gráfico 7

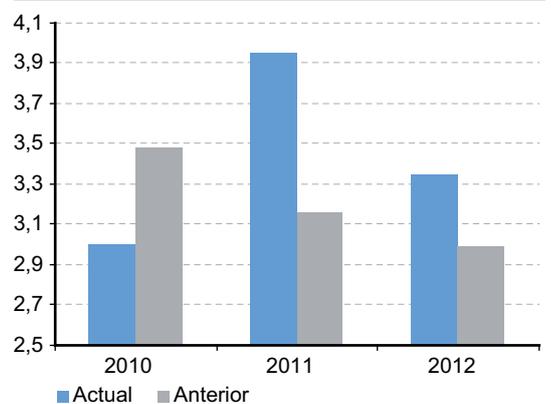
**Brecha del PIB (%)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8

**Inflación (Fdp; %)**



Fuente: INE y BBVA Research

**El escenario de mayor inflación y crecimiento impondrá la normalización gradual de la tasa de política monetaria a pesar de las presiones hacia una mayor apreciación del peso. Por lo mismo, muy probablemente se deba recurrir a otras medidas para fortalecer el dólar en el mercado local**

A comienzos de año, el tipo de cambio llegó a un mínimo no observado desde enero de 2008, por lo que el Banco Central decidió intervenir el mercado cambiario comprando reservas por US\$ 12 mil millones. Esta intervención se realizará en subastas diarias de US\$ 50 millones, hasta que las reservas internacionales se ubiquen en un nivel equivalente a 17% del PIB. Como cabría esperar, en línea con nuestras expectativas y las del mercado, el tipo de cambio se depreció aproximadamente 7% inmediatamente después del anuncio. Esto determinó, a su vez, un aumento en las expectativas de inflación.

La disponibilidad de dos herramientas para alcanzar objetivos contrapuestos, controlar la inflación (con la tasa de política monetaria), y controlar la apreciación del tipo de cambio (con la acumulación de reservas), la obtención del segundo de estos objetivos al menos en el corto plazo, y el desacople de las expectativas de inflación respecto a la meta obligaban, en nuestra opinión, al Consejo del Banco Central a decidir un aumento de la tasa de política en su reunión de enero. Sin embargo, desestimó el riesgo inflacionario y optó por reforzar su estrategia de fortalecimiento del dólar manteniendo la tasa de política en 3,25%.

Luego de esta decisión se ha acentuado el desacople de las expectativas inflacionarias, ubicándose incluso en el horizonte de 2 años cerca del techo de la banda del Banco Central.

Una lección que dejó el año 2008 es que la inflación puede salirse del rango meta, y teniendo esto en cuenta estimamos que el Banco Central reaccionará con la energía requerida para volver a anclar las expectativas. En este sentido, proyectamos que seguirá con ajustes graduales a la tasa de política hasta que esta se ubique en torno a 5% en agosto, nivel que con las actuales expectativas de inflación eliminaría el carácter expansivo de la política y en el cual se mantendría hasta que cambie el sesgo expansivo de la política monetaria en los principales mercados a nivel global.

**Pero los diferentes fundamentos del tipo de cambio, entre éstos la trayectoria de la política monetaria, conducirán a nuevas presiones apreciativas del peso, estimándose como muy probable que se intensifique la intervención al mercado cambiario**

Ahora bien, de materializarse este escenario, una alternativa es que el Banco Central aumente el tamaño del programa de compra de reservas o que, manteniendo su tamaño, incremente la oferta en las subastas diarias reduciendo el plazo de ejecución del programa. Cualquiera de estas opciones se interpretará, correctamente, como un alejamiento de la estrategia de objetivo de inflación y flotación cambiaria, ya que los cambios al programa anunciado en la práctica "ensuciarán" la flotación. Por otro lado, un aumento en el programa de compras implicará aumentar el costo de la intervención, que tal como está se estima alcanza a unos US\$ 250 millones.

Otra opción es la introducción de controles a los flujos de capital. Sin embargo, la experiencia con la política de encajes a los flujos de capital de corto plazo, de acuerdo a diferentes estudios, no fue muy exitosa en los años 90<sup>1</sup>. Por otro lado, no puede descartarse que se recurra nuevamente a la aplicación de encajes o impuestos a los flujos de capital si el peso vuelve a ubicarse en los niveles previos al anuncio del programa de acumulación de reservas.

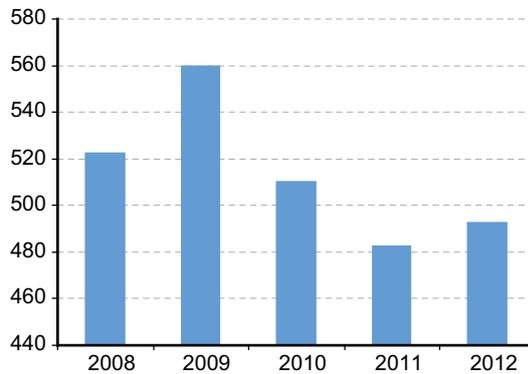
Por otro lado, parece conveniente que se emitan nuevas señales desde el gobierno con el fin de reducir las expectativas de apreciación que suponen los aumentos en el precio del cobre. Una señal podría ser comprometerse a una convergencia más rápida hacia el equilibrio fiscal estructural, lo que parece bastante alcanzable dada nuestra proyección de superávit global para el año 2011.

Considerando la probabilidad de algún tipo de reacción de política en caso de que el tipo de cambio vuelva a caer por debajo de los US\$ 470, estimamos que en el resto del año el tipo de cambio se moverá en un rango entre US\$480-US\$490.

1: Una referencia interesante es De Gregorio, José, "Enfrentando el desafío de los flujos de capitales", BCCh, *Documentos de Política Económica*, N° 35, mayo 2010.

Gráfico 9

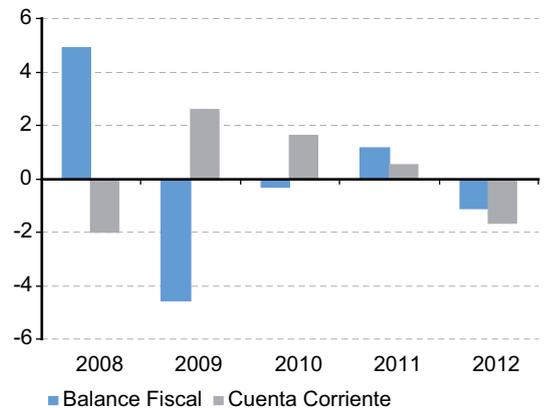
**Tipo de cambio (promedio, pesos/US\$)**



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 10

**Balance fiscal y externo (% del PIB)**



Fuente: BCCh, Dipres, BBVA Research

Luego de la intervención del mercado cambiario, el Banco Central anunció un programa de esterilización con emisiones de títulos nominales y reales a lo largo de toda la curva de rendimientos, con cierta concentración relativa en el plazo de 10 años. El efecto inmediato de este anuncio fue una fuerte alza de los rendimientos, especialmente a 10 años, con un importante impacto adverso en los balances de diferentes instituciones financieras dada su elevada exposición en instrumentos a estos plazos. Posteriormente, el aumento en las expectativas de inflación ha conducido a reducciones en las tasas de los títulos reales, especialmente en los plazos más cortos, en los cuales de hecho se ha vuelto a los niveles previos al anuncio. De manera que en los diferentes plazos, especialmente en los más cortos, se ha dado un fuerte aumento en las compensaciones inflacionarias.

En general se estima que las tasas de los instrumentos del Banco Central tendrán ajustes menores respecto a sus niveles actuales en los próximos meses, ya que en el caso de las tasas nominales habrían incorporado las expectativas de aumento de tasa de política monetaria en el corto plazo, y el efecto de la esterilización en los plazos más largos. En el caso de las tasas reales, no habría cambios sustanciales en las expectativas de inflación en el corto plazo, y en los plazos más largos las tasas estarían cerca de sus niveles de equilibrio, con lo que se mantendría el actual empinamiento de la curva de rendimientos reales.

Aunque el aumento de la estructura de tasas, especialmente las nominales en el corto plazo, se trasladará en alguna magnitud a las tasas para préstamos, esperamos que el crédito retorne a niveles pre crisis. En 2010, ya se observó una importante recuperación en el comportamiento del crédito, con los préstamos totales expandiéndose un promedio de 5,5%. Sin embargo, será en 2011 que volveremos a observar tasas de crecimiento cercanas a las registradas hasta el año 2008. En particular, se estima que en promedio los créditos totales aumentarán 13,4%, con los préstamos de consumo aumentando más de 20%.

### 3. Crecimiento sostenible en el horizonte

Hacia el mediano plazo, y en concreto hacia el año 2013, esperamos la convergencia del crecimiento económico a la tasa de crecimiento tendencial, que estimamos en 5%. El consumo privado irá desacelerándose en la medida que la política monetaria se va haciendo más contractiva, hasta crecer levemente por debajo del PIB, al tiempo que la inversión reduce su tasa de crecimiento hasta 8%. Este comportamiento se explicaría por una normalización de la inversión en el sector construcción (luego del boom post reconstrucción) y en el sector minero (una vez que el precio del cobre comience a reducirse).

Las presiones inflacionarias se irán moderando en el horizonte de política, justamente de dos años, con lo cual la inflación promedio se encontraría en el centro de la meta (3%). El retorno de la inflación al centro meta ocurrirá luego que la política monetaria se normalice y la TPM alcance un nivel de equilibrio en torno a 5,75%.

En este horizonte, las cuentas fiscales sufrirán un leve deterioro, alcanzando un déficit de 1,7% del PIB en 2013, que se explica en gran parte por la evolución esperada del precio del cobre y por la reducción de la tasa de impuesto a las empresas, luego del aumento transitorio producto del financiamiento de la

reconstrucción post terremoto. De todas maneras, la capacidad de endeudamiento del fisco, dada la baja deuda pública, así como la acumulación de recursos en los fondos soberanos por cerca de 10% del PIB, garantizan el financiamiento de las mayores necesidades.

En el ámbito de las cuentas externas, la evolución decreciente del precio del cobre explicaría un deterioro del valor de las exportaciones en relación a las importaciones. Así, esperamos que el superávit en balanza comercial se reduzca desde el 5,8% proyectado para 2011, hasta 1,4% en 2013. La cuenta corriente en tanto pasará a ser deficitaria, aunque no en niveles preocupantes (-2,6% del PIB), y en línea con lo proyectado en cuanto a flujos de capitales.

## 4. Riesgos externos acotados y de política económica a nivel doméstico

El escenario de riesgo que se maneja se gatilla a partir de un empeoramiento de la situación fiscal de los países europeos de la periferia, que conlleva efectos adversos en los mercados financieros tanto de los mercados desarrollados como emergentes. De particular relevancia para Chile es una eventual desaceleración de la economía China, que determinaría un menor consumo de cobre, con la consiguiente baja en su precio, y un efecto negativo en la confianza –aunque un eventual shock de esta naturaleza, al que en todo caso se le asigna escasa probabilidad, tendría un efecto menor al observado en 2009.

De materializarse el escenario de riesgo global, la mayor desviación del PIB con respecto al escenario base ocurriría en 2011. En 2012, el desvío sería aun significativo, y la brecha iría desapareciendo hacia 2015, en la medida que los efectos negativos del shock externo sobre la economía chilena se van aminorando.

En el escenario de riesgo antes descrito, con bajo precio del cobre, sería esperable que la aversión al riesgo fuera mayor, lo que determinaría una depreciación del peso. Esta depreciación sería parcialmente compensada por una moderada ralentización de la demanda doméstica. Como resultado, la inflación permanecería cercana al centro del rango meta y menor a la proyectada en el escenario base.

En relación a los aspectos de política, la mayor incertidumbre internacional obligaría a las autoridades monetarias a posponer el proceso de normalización de la tasa de instancia, posiblemente haciendo una pausa hacia mediados de año al nivel de 4,5%. Permanecería en este nivel por un tiempo más prolongado, a la espera que la recesión en las principales economías desarrolladas acabe. Así, la tasa neutra de 5,75% se alcanzaría a mediados de 2013, en vez de enero 2013.

En el ámbito de la política fiscal, un menor precio del cobre reduce directamente los ingresos corrientes, con lo cual el resultado fiscal se espera sea menos favorable. Aun así, no se espera un deterioro en el balance estructural, ya que este ha sido determinado con un precio de largo plazo del cobre que está muy por debajo del valor esperado en el escenario de riesgo.

Finalmente, el deterioro del precio del cobre tendría un efecto negativo en las cuentas externas, con el consiguiente deterioro de la balanza de pagos, aun cuando el efecto sería limitado debido a la depreciación del tipo de cambio.

En el ámbito doméstico, el principal riesgo proviene del dilema de política que implica perseguir objetivos que se contraponen. Por un lado, conducir la inflación hacia el centro de la meta del Banco Central, y por el otro impedir la apreciación del peso. Una política monetaria excesivamente enfocada en impedir la apreciación, en un entorno de presiones inflacionarias crecientes, puede resultar en un desborde de la inflación similar al ocurrido en 2008, cuando el Banco Central reaccionó de manera tardía. Esta situación puede ser particularmente compleja si no se da la esperada moderación de la demanda doméstica, continúan las alzas de los precios de los alimentos y los combustibles, y al mismo tiempo se mantiene el precio del cobre en los actuales niveles, situaciones que implicarían respectivamente mayor riesgo inflacionario y un peso más apreciado.

## 5. Tablas

Tabla 1

### Chile: Escenario Base

	2009	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	-1,5	5,2	6,0	5,1
Inflación (% a/a, fdp)	-1,4	3,0	3,9	3,3
Inflación (% a/a, promedio)	1,5	1,4	3,1	3,4
Tipo de cambio (vs. USD, promedio)	559,6	509,7	482,5	492,9
Tasa de interés (% , promedio)	0,5	1,5	4,4	5,6
Consumo Privado (% a/a)	0,9	10,1	6,4	5,1
Consumo de Gobierno (% a/a)	6,8	2,7	5,0	4,2
Inversión (% a/a)	-15,	17,7	15,2	10,2
Exportaciones (% a/a)	-5,6	2,4	4,4	4,3
Importaciones (% a/a)	-14,3	29,2	7,7	4,9
Balance Fiscal (% PIB)	-4,6	-0,3	1,4	-1,0
Cuenta Corriente (% PIB)	2,5	1,6	0,6	-1,7

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

### Chile: previsiones macroeconómicas trimestrales

	1T10	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12	4T12
PIB (% a/a)	1,6	6,6	7,0	5,6	9,1	5,3	4,5	5,2	4,9	5,3	5,2	4,9
Inflación (% a/a, fdp)	0,3	1,2	1,9	3,0	2,9	3,0	3,2	3,9	3,7	3,4	3,2	3,3
Tipo de Cambio (vs. USD, promedio)	518,8	530,2	511,7	480,4	480,9	480,4	482,8	484,9	487,4	491,0	494,6	498,4
Tasa de Interés (% , fdp)	0,50	1,00	2,50	3,25	3,75	4,50	5,00	5,00	5,25	5,75	5,75	5,75

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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".**

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Chile:

*Economista Jefe*  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

**Carola Moreno**  
cmoreno@grupobbva.cl

**Karla Flores**  
kfloresm@grupobbva.cl

**Soledad Hormazábal**  
shormazabal@grupobbva.cl

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@grupobbva.com

*España y Europa:*  
**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

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

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

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

Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

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

Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

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

Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

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