

# Situación Chile

Cuarto trimestre 2010

## Análisis Económico

- El crecimiento mundial sigue siendo fuerte debido fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes. Estados Unidos mantendrá su debilidad debido al proceso continuado de desapalancamiento de los hogares, mientras en Europa las tensiones financieras siguen siendo la principal preocupación.
- Impulsada por la demanda doméstica, la economía chilena crecería 5,4% en 2010 y alcanzará su techo de crecimiento en 2011 (5,8%).
- La apreciación del tipo de cambio determina una reducción -de 3,6% a 3,3%- en nuestra expectativa de inflación para 2010, mientras el cierre de las holguras de capacidad y el dinamismo de la demanda mantendrán la inflación por arriba del objetivo del Banco Central durante 2011.
- El cambio en las condiciones monetarias externas y su efecto en el tipo de cambio conducen al Banco Central a ajustar su estrategia de política: normalización más lenta y subida de la tasa de política monetaria hasta un menor nivel al previamente anticipado.
- En un escenario de expansión de la demanda, el empleo y el crédito, este cambio de estrategia implica algunos riesgos de aumento de la inflación y constituye el principal dilema de política económica.
- Es poco probable que se materialice un escenario de riesgo extremo a nivel internacional, pero de ocurrir, su efecto en Chile sería de menor magnitud al observado en 2009 y encontraría al país en buen pie para implementar políticas contra cíclicas.

# Índice

1. Perspectivas globales: lento el norte; rápido el sur .....	3
2. Chile alcanzará su techo de crecimiento en 2011.....	6
3. Desacople complica conducción de política económica.....	8
4. Riesgos del norte y doméstico .....	9
5. Tablas .....	10

**Fecha de cierre: 8 de noviembre de 2010**

## 1. Perspectivas globales: lento el norte; rápido el sur

**La economía global sigue creciendo con fuerza, fundamentalmente en los países emergentes, mientras que las preocupaciones cíclicas y financieras predominan entre las economías avanzadas**

El crecimiento mundial sigue siendo fuerte y se espera que alcance el 4,7% en 2010 y el 4,1% en 2011 (Gráfico 1), permaneciendo prácticamente sin cambios con respecto a nuestras perspectivas de hace tres meses. Este buen comportamiento se debe fundamentalmente a la solidez de las economías emergentes, que se han visto menos afectadas por la crisis financiera y por tanto se han recuperado con mayor rapidez. Por el contrario, las renovadas preocupaciones por el ciclo en Estados Unidos se han unido a las preocupaciones financieras que siguen predominando en Europa, en donde los ajustes macroeconómicos y financieros aún siguen pendientes. En este sentido, las perspectivas para los próximos dos años siguen poniendo de manifiesto importantes brechas entre el crecimiento de las economías avanzadas y las emergentes (Gráfico 2), incluso aunque estas últimas estén iniciando una ralentización controlada que disminuirá el riesgo de recalentamiento de sus economías.

Sin embargo, existen importantes diferencias en materia de políticas dentro de cada uno de estos grupos. En Estados Unidos está previsto que se intensifique la expansión monetaria en términos relativos con respecto a Europa (y a la mayoría del resto de países), lo que ha generado ya una depreciación del dólar frente al euro y complicado un poco más la recuperación en Europa. En las economías emergentes, continúa existiendo una fuerte asimetría entre las políticas cambiarias entre Asia y Latinoamérica, lo cual obliga a los países latinoamericanos a soportar (junto con el euro) una parte desproporcionada de la apreciación del tipo de cambio derivado de la renovada relajación de la política monetaria en Estados Unidos.

**El crecimiento en Estados Unidos mantendrá su debilidad debido al proceso continuado de desapalancamiento de los hogares, si bien es muy improbable que se produzca una recaída en la recesión**

En el último trimestre, la existencia de indicadores de actividad económica relativamente débiles en Estados Unidos ha planteado la posibilidad de una recaída en una nueva fase de recesión. La debilidad observada en algunos sectores clave que se habían beneficiado directamente del apoyo fiscal proporcionado a través de incentivos para la compra (vivienda y bienes duraderos) constituye una señal importante de que la demanda privada en Estados Unidos no puede recuperarse a un ritmo rápido. Y esto no es sino el resultado del proceso de desapalancamiento que actualmente están llevando a cabo los hogares, así como de la debilidad del mercado laboral. Ello seguirá favoreciendo la existencia de unos niveles de ahorro superiores a los observados desde la segunda mitad de la década de los 90. Si bien esta tendencia se sitúa en la dirección correcta para reequilibrar el modelo de crecimiento de Estados Unidos, también aumenta las preocupaciones cíclicas dado que el consumo (uno de los pilares de la recuperación en las anteriores recesiones) se mantendrá en niveles débiles y se verá compensado sólo de manera parcial por un aumento de la inversión en equipo por parte de las empresas.

Las recientes preocupaciones sobre la situación del sector de la vivienda en EE.UU. son excesivas y la posibilidad de que se produzca una recaída en los precios de los inmuebles es muy escasa. Es evidente que siguen existiendo elementos preocupantes, como el aumento de las existencias en el mercado de la vivienda y un posible incremento de la oferta de vivienda resultante de las nuevas ejecuciones hipotecarias (bien sean consecuencia del aumento de la morosidad o porque los propietarios desistan en los pagos ante un valor de las hipotecas superior al valor de la vivienda –negative equity-). Pero también existen elementos de soporte favorables, como los enormes avances en la accesibilidad de la vivienda desde que comenzara la crisis y las tendencias demográficas, que deberían contribuir a impulsar la demanda en el futuro. Por tanto, el escenario de nuevas caídas en los precios es altamente improbable –y, en cualquier caso, el sistema bancario debería ser capaz de asumir una caída moderada–, si bien es más probable que nos encontremos con un periodo relativamente estable de los precios de la vivienda, mientras se vayan reabsorbiendo finalmente los excesos anteriores.

En definitiva, los lastres existentes sobre el consumo y la baja probabilidad de que se produzcan nuevos estímulos fiscales –teniendo en cuenta las dimensiones actuales del déficit y especialmente si se produce un cambio en el equilibrio de poderes tras las elecciones al Congreso de noviembre – implican una salida de la crisis para Estados Unidos a un ritmo mucho menor al experimentado en ciclos anteriores (Gráfico 3), en línea con nuestras previsiones desde hace tiempo. Pero la posibilidad de que se produzca una recaída en una nueva fase de recesión en Estados Unidos es altamente improbable. En cualquier caso, la falta de solidez de la demanda interna inducirá a Estados Unidos a ejercer una presión cada vez mayor sobre el resto del mundo (especialmente sobre los países con superávit por cuenta corriente) para aumentar su demanda y contribuir al necesario reequilibrio global.

La renovada expansión monetaria de Estados Unidos puede interpretarse en este contexto como una fórmula para inducir parte de este ajuste sobre el resto del mundo.

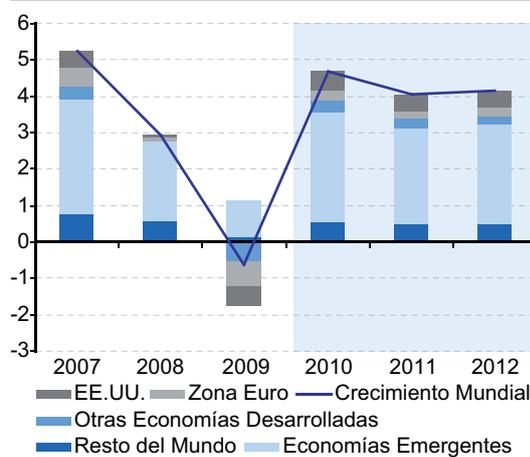
**Las tensiones financieras en Europa siguen siendo la principal fuente de preocupación, si bien el riesgo sistémico es menor que antes del verano. La consolidación fiscal sigue siendo fundamental para sostener la confianza y no tendrá un impacto negativo significativo sobre el crecimiento más allá del corto plazo**

Tras los decisivos avances experimentados en materia de consolidación fiscal, las medidas adoptadas para apoyar a los gobiernos con mayores dificultades y, sobre todo, tras las pruebas de resistencia del sector financiero, se ha producido un cambio cualitativo en la dinámica experimentada por la crisis en Europa. Por un lado, aún a pesar de que los diferenciales medios de deuda soberana se hayan mantenido relativamente estables, los mercados han comenzado a diferenciar entre los distintos activos soberanos, reduciendo así el riesgo de que se produzca un acontecimiento sistémico. Asimismo, los mercados financieros han comenzado a abrirse –si bien de manera selectiva– y las nuevas emisiones de deuda son una señal evidente de la relajación de las tensiones.

A pesar de todo ello, la tensión de los mercados financieros en Europa sigue siendo la principal fuente de riesgo de la región (Gráfico 4), especialmente debido a la relación existente entre las preocupaciones por la deuda soberana y los riesgos del sector financiero, teniendo en cuenta su exposición nacional e internacional. Asimismo, el reciente fortalecimiento del euro constituye un reto cíclico añadido, dado que las economías que han experimentado un mejor comportamiento se han visto respaldadas por la demanda externa. Esto implica que sea aún más importante abordar con decisión a corto plazo las fuentes de vulnerabilidad macroeconómica de la región, es decir, la sostenibilidad fiscal y los desequilibrios externos, evitando además mayores retrasos en la reestructuración de la parte más débil de los sistemas bancarios. La clave es seguir restableciendo la confianza para reducir las tensiones en los mercados y restituir la solidez y autonomía de la demanda del sector privado. Asimismo, para poder sostener el crecimiento a largo plazo, será fundamental llevar a cabo una serie de reformas estructurales e institucionales que son muy necesarias, estando estas últimas especialmente orientadas a evitar y resolver futuros desequilibrios fiscales.

Gráfico 1

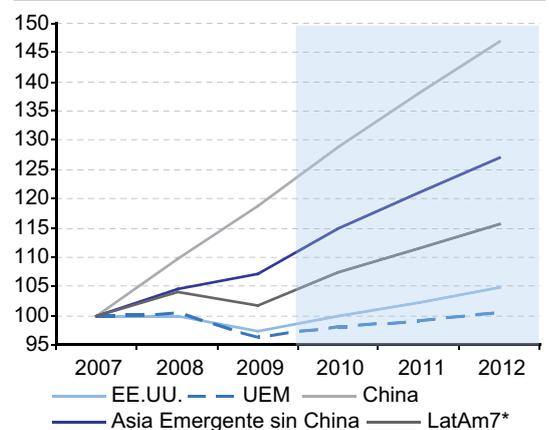
**Contribuciones al crecimiento del PIB mundial**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

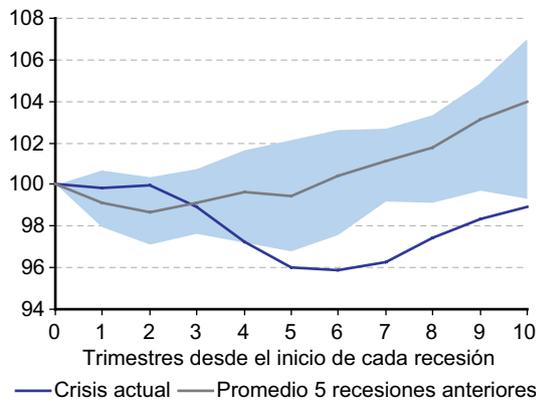
**PIB en niveles. Base 2007=100**



\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela  
Fuente: BBVA Research y Datastream

Gráfico 3

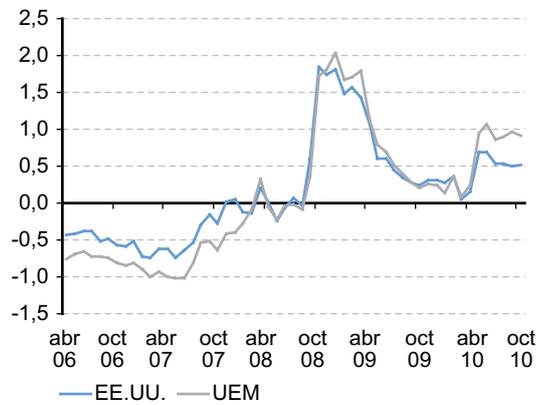
**Evolución del PIB real de EEUU en el ciclo actual y en recesiones anteriores. Nivel al comienzo de cada recesión=100**



\* Area sombreada: Rango del PIB en las 5 recesiones anteriores  
Fuente: NBER y BBVA Research

Gráfico 4

**Índice de tensiones financieras**



Fuente: BBVA Research

**La política monetaria de las economías avanzadas será laxa durante mucho tiempo, añadiendo presión sobre los tipos de cambio en todo el mundo**

Las perspectivas de crecimiento muy bajo y de unas débiles presiones inflacionistas en las economías avanzadas se traducirán en unos bajos tipos de interés durante un periodo prolongado de tiempo en las tres principales economías avanzadas (Estados Unidos, Europa y Japón). Sin embargo, en un contexto marcado por unas renovadas preocupaciones cíclicas y por el escaso espacio para estímulos fiscales adicionales, la atención de los mercados se centra en la nueva ronda de medidas no convencionales de expansión monetaria (habitualmente conocidas por su denominación en inglés como Quantitative Easing 2, o QE2). Las expectativas de este nuevo aumento de la liquidez han reducido el tipo de cambio del dólar de forma generalizada, incluso en relación con el euro. De cara al futuro, dado que la mayor parte de las medidas de expansión monetaria ya han sido descontadas por los mercados, los tipos de cambio deberían empezar a moverse en mayor medida con arreglo a los fundamentales a largo plazo, lo cual significa un fortalecimiento del dólar con respecto al euro como resultado de sus mejores perspectivas de crecimiento y de una mayor entrada de flujos de inversión. Al mismo tiempo, se seguirán manteniendo las presiones alcistas sobre los tipos de cambio de las economías emergentes debido al aumento de la liquidez global, a la mayor solidez de sus fundamentos económicos y a los diferenciales positivos de rentabilidad que favorecen las nuevas entradas de flujos de capital.

**Los mercados emergentes se enfrentan a dilemas cada vez mayores en materia de políticas derivadas del sólido crecimiento experimentado, de la abundante liquidez mundial y de las intervenciones competitivas en los tipos de cambios**

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza y Asia se mantiene a la cabeza de la recuperación mundial. Tanto en Asia como en Latinoamérica, la demanda interna privada está sustituyendo a los estímulos inducidos por las políticas adoptadas como fuente principal de la recuperación. En adelante, el crecimiento se ralentizará en Asia a medida que los países traten de controlar el crecimiento crediticio interno, reduciendo así el riesgo de recalentamiento de la economía. Pero la región seguirá siendo el principal contribuyente al crecimiento mundial.

Tanto Asia como Latinoamérica se enfrentan a unos dilemas cada vez mayores en materia de política monetaria y cambiaria, al debatirse entre enfriar la fuerte demanda interna y evitar así las fuertes entradas de capital y mantener su competitividad con respecto a los mercados extranjeros. Algunos países han empezado a introducir medidas administrativas para desalentar la fuerte entrada de flujos de capital mientras que otros países han retrasado la prevista senda de endurecimiento de su política monetaria.

Teniendo en cuenta la falta de flexibilidad de los tipos de cambio en Asia (y en China en particular), Latinoamérica se enfrenta a tener que asumir una parte desproporcionada del ajuste, hasta el punto de que las futuras apreciaciones en los tipos de cambio comenzarán a constituir un problema para el crecimiento. Por tanto, muchos países de la región están considerando nuevas intervenciones en los mercados cambiarios si bien la experiencia demuestra que su efectividad es bastante limitada, contribuyendo fundamentalmente a ralentizar el aumento de los tipos de cambio, pero no a evitarlo.

Con todo, existe el riesgo de que el aumento de la intervención en los mercados de divisas termine por provocar represalias comerciales. Esto pone de manifiesto la importancia de aplicar una mayor flexibilidad en materia de tipos de cambio en Asia, con vistas a proporcionar un mayor margen de actuación en materia de políticas al resto del mundo.

## 2. Chile alcanzará su techo de crecimiento en 2011

### La economía chilena cerraría el año 2010 con una tasa de crecimiento por arriba de lo esperado en nuestro informe de julio gracias a la mayor fortaleza de la demanda interna

Así como en 2009 la principal fuente de contracción económica fue la demanda doméstica, en 2010 ha sido el fuerte dinamismo de ésta lo que ha contribuido mayormente a la recuperación (Gráfico 5). En particular, es interesante observar que no sólo la formación bruta de capital (tanto fijo como en inventarios), sino también el consumo, se han comportado en forma pro cíclica, aunque, como cabría esperar, esta dinámica ha sido más marcada en el caso de la inversión.

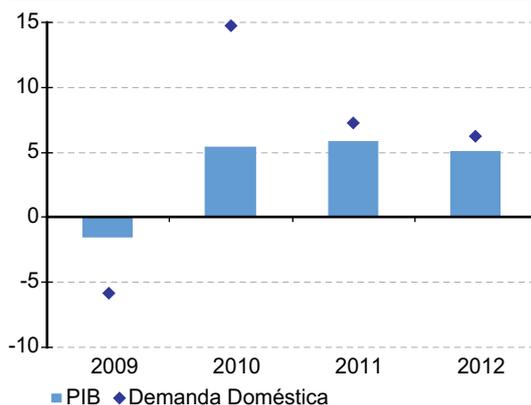
Estimamos que el crecimiento del PIB promediará 6,7% en el segundo semestre, con lo que la economía se expandiría 5,4% en 2010, lo que se compara positivamente con el 4,8% proyectado en julio. El empleo, por su parte, ha seguido la tendencia de la actividad económica estimándose un aumento de aproximadamente 6% en el año, lo que unido a un menor crecimiento de la fuerza de trabajo (3,5%) determinará que la tasa de desempleo se ubique en torno a 7,5% al cierre del año.

A pesar del mayor crecimiento de la actividad económica y estimaciones de un cierre más rápido del previsto de las holguras de capacidad, se proyecta una inflación de 3,3% a/a para diciembre 2010, por debajo de nuestra estimación de julio (3,6% a/a). Lo anterior, en buena medida, se explica por el comportamiento del tipo de cambio, que acumula una apreciación nominal de aproximadamente 6% en los últimos tres meses. El factor fundamental detrás de esta apreciación es la debilidad del dólar a escala global, si bien también han contribuido factores idiosincrásicos, como el elevado precio del cobre y una política fiscal que se mantiene expansiva.

Registros de inflación mensual por debajo de las expectativas del mercado, junto con la apreciación del tipo de cambio han determinado un ajuste a la baja en las expectativas de inflación, lo que unido al cambio de escenario externo de política monetaria determinaron que en su reunión de octubre el Banco Central redujera el ritmo de aumentos a la tasa de política monetaria (TPM) a 25 pbs, luego de cuatro meses consecutivos con aumentos de 50 pbs. Estimamos que el Banco Central continuará con ajustes de 25 pbs y así cerrar el año 2010 con una TPM de 3,25% (Gráfico 6).

Gráfico 5

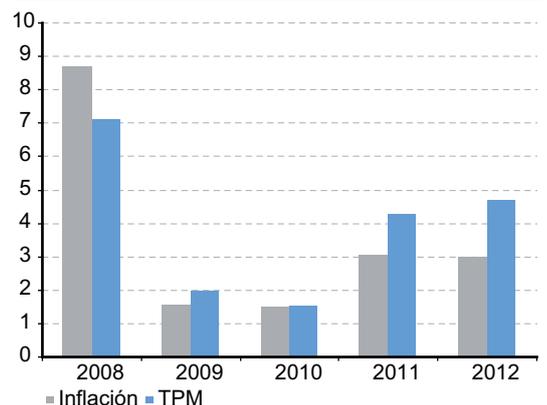
#### PIB y demanda doméstica (%)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 6

#### Inflación y TPM (%)



Fuente: INE, BCCh y BBVA Research

Con todo, el diferencial de tasas con las principales economías se ha ampliado, determinando flujos hacia el país han presionado a la baja las tasas de los instrumentos del Banco Central. La expectativa de mayor expansión monetaria en EE.UU. conduce a anticipar que las tasas reales se mantendrán bajas en el tramo largo de la curva. Por otro lado, consistente con lo anterior, las tasas de mercado en los plazos más largos se mantienen estables en términos reales, y en niveles excepcionalmente bajos para los préstamos hipotecarios. En cambio las tasas nominales para préstamos de corto plazo se han venido ajustando en línea con las expectativas de normalización de la política monetaria.

En este escenario de fuerte recuperación de la actividad económica, dinero relativamente barato, y recuperación de las condiciones para el otorgamiento del crédito<sup>1</sup>, los flujos de crédito se han mantenido positivos en los últimos meses para todas las modalidades de préstamos, estimándose un crecimiento promedio del crédito de 7,6% en 2010.

En el ámbito fiscal se estima que 2010 cerrará con un superávit de 0,6% del PIB en lugar del moderado déficit que se proyectaba en julio. Proyectamos un déficit fiscal estructural de 1,5% en 2010 y de 1,2% en 2011. En este resultado ha sido determinante un nivel de ejecución presupuestaria menor, el elevado precio del cobre, y el dinamismo de la actividad económica y su efecto en la recaudación tributaria directa e indirecta no proveniente del cobre.

En el ámbito externo, el efecto del precio del cobre dominará el proveniente del aumento de las importaciones, proyectándose un superávit en la cuenta comercial similar al de 2009 y un pequeño déficit en cuenta corriente.

**En 2011 la economía chilena seguirá creciendo con fuerza, y el techo de crecimiento durante este ciclo expansivo se alcanzará en 2011**

Lo anterior se explica por la mayor inversión asociada a las obras de reconstrucción de los daños causados por el terremoto, lo que unido al efecto remanente de la recuperación de la recesión de 2009, determinarán un salto en el crecimiento en el primer trimestre del próximo año.

Más allá de este efecto estadístico, la demanda agregada interna seguirá contribuyendo significativamente al crecimiento durante 2011, a la vez que se reducirá la contribución negativa del sector externo. En el caso de la demanda doméstica, ésta mantendrá un crecimiento por arriba del aumento del PIB, aún cuando la desaparición de factores transitorios -compras postergadas durante la crisis y reposición de bienes destruidos por el terremoto- determinarán una gradual convergencia entre las dinámicas de la demanda y de la oferta interna.

Con relación a los componentes de la demanda doméstica, el consumo se desacelerará más rápidamente que la inversión, ya que esta última se beneficiará de la activación de proyectos mineros (debido al elevado precio del cobre), proyectos energéticos, y el esperado despegue de la construcción residencial asociado a la reconstrucción de las viviendas destruidas por el terremoto. Por el lado de la demanda externa, la menor contribución negativa resultará tanto de un aumento en las exportaciones como de una moderación en las importaciones. En sintonía con este comportamiento, la cuenta corriente presentará déficits cercanos a 2% del PIB entre 2011 y 2012.

A nivel sectorial, esperamos que, además de la construcción, la industria cobre mayor protagonismo. En particular, la industria del salmón dejaría de tener la incidencia negativa de los últimos dos años, lo que ya se deja entrever con la contribución positiva que ha tenido la división Elaboración de productos alimenticios y bebidas en el crecimiento de la industria en los últimos meses.

El sector Construcción es de los más intensivos en mano de obra y su reactivación aportará a que continúe la expansión del empleo, especialmente el asalariado. Estimamos un crecimiento del empleo total en torno a 4% y tasas de desempleo de cierre y promedio de 7,3% y 7,7%, respectivamente, para 2011.

En el mediano plazo el crecimiento del PIB se ubicará en torno al crecimiento potencial (5%). Sin embargo, mantener este ritmo de crecimiento en el largo plazo requerirá aumentar la productividad, lograr una expansión de la fuerza de trabajo, y, particularmente, aumentar la capacidad de generación eléctrica, factor que en el pasado reciente fue un obstáculo para sostener la expansión de la actividad económica.

**La inflación se mantendrá ligeramente por arriba del objetivo del Banco Central (3%) durante 2011, cerrando el año en 3,2%. En el mediano plazo se estima que se mantendrá en torno a la meta**

Estimamos el cierre de las brechas de capacidad hacia fines de 2011, sin embargo, un tipo de cambio que se mantendrá esencialmente plano (Gráfico 5) y la normalización de la política monetaria, mantendrán las presiones inflacionarias acotadas. No obstante, existen algunos riesgos de aumento de la inflación a mediano plazo, especialmente si la apreciación real del tipo de cambio conduce a una política monetaria más laxa, cuestión que se discute en el siguiente aparte.

El escenario externo determinará un ritmo de normalización más lento de la política monetaria, estimándose un aumento gradual de la TPM hasta alcanzar 4,5% en mayo de 2011, donde se mantendría hasta el tercer trimestre de 2012, cuando se reiniciaría el ciclo de alzas hasta alcanzar un nivel aproximadamente neutral al cierre de ese año. Hasta que ello ocurra, las condiciones monetarias seguirán expansivas y el dinamismo de la actividad apoyará la mantención de la expansión del crédito que en el agregado se estima alcanzará crecimientos nominales promedio de 12% y 10,1% en 2011 y 2012, respectivamente.

<sup>1</sup>: Ver Encuesta de Crédito Bancario del Banco Central de Chile.

En cuanto al superávit fiscal, niveles de precio del cobre y de actividad económica por encima de sus valores de tendencia, y alzas transitorias de impuestos para financiar la reconstrucción post terremoto, determinarán balances positivos o moderadamente negativos en los próximos años (Gráfico 6). Ahora bien, en términos estructurales, la convergencia a la meta establecida en 2009 se alcanzará al concluir el actual período de gobierno. Las autoridades fiscales han cambiado el esquema de la regla fiscal, que determinaba una meta de balance estructural para cada ejercicio presupuestario, reemplazándolo por la definición de una meta a mediano plazo: reducir el déficit fiscal estructural a 1% en 2014. Si bien el gobierno disminuyó el ritmo de expansión real del gasto en el proyecto de ley de presupuesto 2011, la subejecución del gasto para 2010 implicaría una expansión por sobre el crecimiento previsto del PIB en 2011. En efecto, de volver el próximo año al promedio de ejecución de los últimos 5 años, el gasto público crecería 6,6% en términos reales en 2011 en lugar del 5,5% previsto.

### 3. Desacople complica conducción de política económica

**Como muchas economías emergentes, el principal dilema de política de Chile se origina en la diferencia de su ciclo económico actual con relación al de las principales economías del mundo**

La falta de sincronización entre el ciclo económico de Chile, respecto al de las principales economías desarrolladas, y la intensificación de la política monetaria expansiva en EE.UU ha determinado expectativas de flujos de capital hacia el país y de mayor apreciación del peso. Este fenómeno se ve exacerbado por factores idiosincrásicos, entre los que cabe volver a mencionar el elevado precio del cobre, y la política fiscal expansiva.

Uno de los efectos de esta situación es que ha puesto en el tapete la posibilidad de que el Banco Central intervenga el mercado cambiario. A este respecto, desde el instituto emisor se ha señalado que no se descarta una intervención si el tipo de cambio se desvía significativamente de sus fundamentos, cuestión que, se agrega, no habría ocurrido. Coincidimos con esta apreciación. Igualmente, en la medida que consideramos que el tipo de cambio se mantendrá en los actuales niveles, no anticipamos cambios con relación al tipo de herramientas que el Banco Central emplearía en la conducción de la política monetaria.

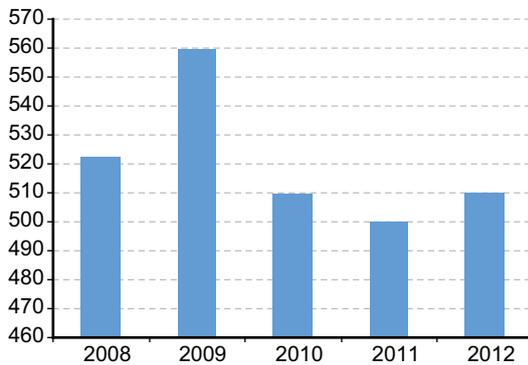
Con todo, no se puede descartar la intensificación de las presiones apreciativas especialmente en el contexto de relajación de la política monetaria por parte de la FED. En ese escenario, es probable que se anuncie algún tipo de estrategia de intervención, en particular un programa de acumulación de reservas como el conducido en 2008, si bien esta estrategia tendrá un importante costo para el país si el dólar continúa depreciándose a escala global. Adicionalmente, estimamos que el costo en un año de la esterilización alcanzaría a aproximadamente US\$ 220 millones, que equivalen a cerca del 1% del activo total del Banco Central. Por otro lado, se descarta la alternativa de los controles a la cuenta de capital considerando las dificultades de implementación que supone esta política dada la apertura financiera de la economía chilena y el escaso éxito que tuvo esta estrategia en el país en la década de los noventa, en condiciones de menor integración al mercado financiero internacional<sup>2</sup>.

Por otro lado, la realización del escenario de expansión económica que proyectamos para Chile en los próximos años pondrá presión sobre el peso si no se modera la expansión de la demanda interna. En ese sentido, sería muy conveniente que el gobierno revise sus metas de déficit estructural para los próximos años. Un ajuste fiscal quitaría presión a los tipos de interés y creemos que eso modificaría de manera muy significativa las expectativas del mercado y, con ello, la trayectoria del tipo de cambio. Adicionalmente, las iniciativas adelantadas desde el Ejecutivo para incrementar la productividad de las empresas del país, en particular de las más pequeñas y de los sectores más rezagados en esta dimensión, ayudarán a mantener la competitividad de dichas empresas.

2: Entre junio de 1991 y septiembre de 1998, el Banco Central de Chile impuso barreras a las entradas de capital a través de un encaje no remunerado a dichas entradas. El objetivo de la medida era detener la apreciación real del peso y disminuir la vulnerabilidad financiera limitando los flujos de capital de corto plazo. De acuerdo a diferentes estudios, la política consiguió reducir las entradas de corto plazo, pero fue poco efectiva en términos de impedir la apreciación de la moneda, ya que no disminuyeron significativamente las entradas totales. Adicionalmente, el alargamiento de los vencimientos tuvo efectos distributivos adversos, ya que fueron las grandes empresas las que pudieron alargar el plazo de su financiamiento externo.

Gráfico 7

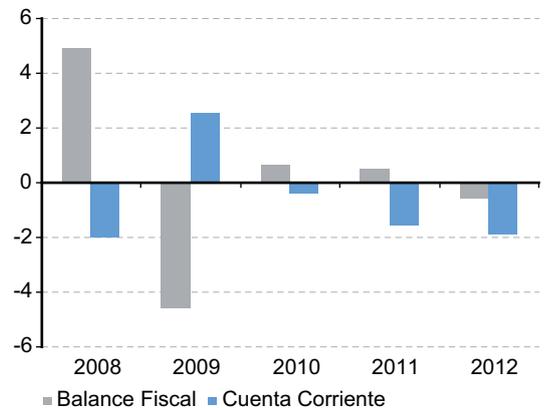
**Tipo de cambio (CLP/USD)**



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 8

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



Fuente: INE y BBVA Research

## 4. Riesgos del norte y doméstico

**Un brusco deterioro de la situación internacional conduciría a un empeoramiento en los términos de intercambio pero no produciría una crisis de confianza ni una contracción de la demanda similar a la observada en 2009. En este sentido, el escenario de riesgo que se concibe implicaría un efecto más moderado al experimentado con posterioridad a Lehman Brothers y tiene una baja probabilidad de ocurrencia**

El principal escenario de riesgo que enfrenta la economía chilena es un deterioro de la situación económica de los principales países desarrollados que contagie a las economías emergentes. El aumento en la aversión al riesgo asociado a este escenario conduciría a una reversión en los flujos de capital que junto a un deterioro de la cuenta corriente determinaría la depreciación del peso. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en 2009, este efecto no sería compensado por una contracción en la demanda doméstica, con lo que la inflación se ubicaría por arriba de la meta del Banco Central.

Por otra parte, la caída en los volúmenes exportados y el menor precio del cobre afectarían la recaudación tributaria originada en esta industria, deteriorando la posición fiscal. No obstante, la condición de acreedor neto que tiene el Estado chileno permitiría implementar una política fiscal contra cíclica, que reforzaría el efecto inflacionario de la depreciación pero moderarían el efecto adverso del escenario externo en el crecimiento del PIB.

En el plano doméstico, el principal factor de riesgo proviene de la posibilidad de que el Banco Central implemente una política monetaria excesivamente contractiva, con aumentos a la tasa de política similares a los previstos en el Informe de Política Monetaria de septiembre, a pesar del cambio en las condiciones externas. Esto podría conducir a una apreciación excesiva del tipo de cambio que afectaría la competitividad y el crecimiento.

## 5. Tablas

Tabla 1

### Chile: Escenario Base

	2009	2010	2011
PIB (% a/a)	-1,5	5,4	5,8
Inflación (% a/a, fdp)	-1,4	3,3	3,2
Inflación (% a/a, promedio)	1,6	1,5	2,9
Tipo de Cambio (vs. USD, fdp)	501	479	500
Tasa de Interés (% fdp)	0,5	3,3	4,5
Consumo Privado (% a/a)	0,9	7,9	5,5
Consumo de gobierno (% a/a)	6,8	4,0	4,8
Inversión (% a/a)	-15,3	19,6	16,0
Balance Fiscal (% PIB)	-4,6	0,6	0,5
Cuenta Corriente (% PIB)	2,5	-0,4	-1,6

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*  
**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

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

*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

*España y Europa:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

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

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

*Estados Unidos y México:*

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com

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

*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

Interesados dirigirse a:

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