

Situación Chile

Segundo Trimestre 2012
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se recuperará gradualmente en 2012 de la desaceleración del cuarto trimestre de 2011.** La recuperación será más pronunciada en Asia. En el otro extremo, Europa soportará una leve recesión.
- **En Chile, ajustamos moderadamente al alza la proyección de crecimiento del PIB para 2012, de 4% a 4,2%,** mientras la mantenemos en 4,7% para 2013.
- **La inflación alcanzaría a 3,4% al cierre de 2012,** pero en un contexto de elevada volatilidad y retorno de las presiones inflacionarias.
- **La tasa de interés de política se mantendrá plana durante el 2012,** debido al balance de riesgos externo y doméstico.
- **Reforma tributaria,** mas énfasis en cambios en las fuentes que en el monto de la recaudación.
- **Riesgo externo por accidente en Europa,** se contrapone a riesgo idiosincrático asociado a mayores presiones inflacionarias.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos.....	4
3. Chile: crecimiento converge al potencial.....	7
4. Se mantienen las presiones inflacionarias en medio de una elevada volatilidad.....	9
5. Política monetaria en compás de espera ante riesgos internos y externos.....	10
6. Situación fiscal en buen pie al 1T12 y a la espera de reforma tributaria.....	11
7. Principal riesgo global continúa siendo un accidente en Europa.....	12
8. Tablas.....	14

Fecha de cierre: 10 de mayo de 2012

1. Resumen

Luego de la desaceleración sufrida por la economía mundial en el cuarto trimestre del año pasado, se espera una recuperación de la actividad a lo largo del año, en particular en las economías emergentes donde destacaría nuevamente Asia. En términos de velocidades, se mantiene la visión de un desacople entre EE.UU. y Europa, con un crecimiento algo mayor al del año pasado en la primera, mientras la segunda mostraría una leve recesión en el periodo. Sumado a una moderación en el crecimiento de las economías emergentes, se proyecta un crecimiento de 3,6% a/a para el mundo en 2012.

En Chile, el crecimiento del PIB el primer trimestre de 2012, 5,6% a/a, resultó de una demanda interna que se mantuvo más dinámica de lo anticipado, tanto en sus componentes de consumo como de inversión, y en segundo término una demanda externa con un desempeño igualmente más favorable. En este contexto, ajustamos moderadamente al alza la proyección de crecimiento del PIB de Chile para 2012, de 4% a 4,2%, mientras mantenemos en 4,7% (convergiendo al potencial) la tasa de crecimiento para 2013. Por su parte, niveles de empleo considerados cercanos al pleno empleo nos llevan a anticipar una reducción de la tasa de crecimiento del empleo de 5,1% en 2011 a 2% en 2012. Al proyectar un crecimiento de la fuerza de trabajo en torno a sus tasas históricas, la tasa de desempleo se ubicaría en promedio en 7% este año, 0,2% por debajo de la tasa promedio de 2011.

En este contexto macroeconómico, el crédito mantendría prácticamente el mismo ritmo de expansión observado en 2011. Así, en el agregado el crédito nominal total aumentaría en promedio 14,3% en 2012, levemente por debajo del 14,8% de incremento observado en 2011. Los componentes de consumo, empresas e hipotecario tendrían aumentos promedios respectivos de 17,3%, 14% y 13,6%.

Por el lado de la inflación, mayores presiones al alza por factores de oferta (combustibles y alimentos frescos) y de demanda (pleno empleo, brecha positiva), nos llevan a ajustar al alza nuestra proyección de inflación para diciembre de 2012 de 3,1% a/a en nuestro anterior informe a 3,4% a/a en el actual. En este escenario, en que la demanda interna se desacelera y la situación en Europa continúa mejorando, estimamos que la tasa de interés de política monetaria se mantendrá plana durante 2012. Solo la materialización de algún shock podría llevar a cambios en la tasa de instancia en el corto y mediano plazo.

En el plano fiscal, nuestra proyección apunta a un leve superávit de 0,1% del PIB para 2012. El incremento del gasto llegaría a cerca de 8% real anual, mientras los ingresos crecerían en menor magnitud producto de un menor crecimiento y un menor precio del cobre. Los activos del sector público (excluyendo las reservas internacionales) alcanzan a 19,8% del PIB, mientras su deuda se sitúa en torno a 11,2% del PIB, con lo que el Estado chileno es acreedor neto por 8,6% del PIB.

Respecto de los riesgos que enfrenta el escenario base, en el plano externo continúa activa la posibilidad de un accidente en Europa. De materializarse este escenario, el producto alcanzaría tasas de crecimiento en torno a 3,0%, en el bienio 2012-2012 (1,5 puntos porcentuales por debajo del escenario base), mientras que la menor presión de la demanda interna llevaría a la inflación a niveles en torno a 2,8% en promedio (0,7 puntos porcentuales por debajo del escenario base), más que compensando la depreciación cambiaria. En el plano interno en tanto, nuestro escenario de riesgo idiosincrático resulta de una demanda interna que no aminora su ritmo de expansión, acrecentando las presiones inflacionarias, haciendo necesario un ajuste contractivo en la política monetaria.

2. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos

El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias entre las principales áreas. Pero los riesgos sobre el crecimiento están fuertemente sesgados a la baja

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicada hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil de la mano de una política monetaria más acomodaticia, a la vez que México mantiene un crecimiento superior al 3,5% ayudado por la demanda de EE.UU., la mejora de la competitividad y las favorables condiciones de financiación. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona del euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las de nuestro anterior Situación Global, publicado en febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia del banco central y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

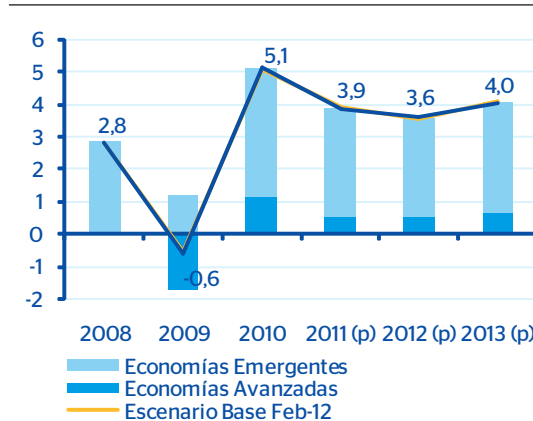
Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna. La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina –disminución en la primera,

pero estable en la segunda- condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún faltan pasos importantes. Europa necesita una hoja de ruta clara para salir de la crisis

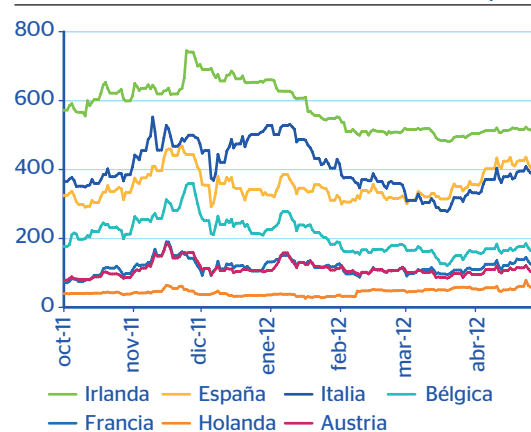
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo por la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500mm de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM), lo que se añade a los 200mm ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra y a la presunción de que los préstamos de ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, no está claro qué parte el aumento de los recursos del FMI por 430mm de dólares (aproximadamente 330mm de euros) podría estar dirigida a los países europeos. Además, el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores al 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en "circunstancias excepcionales" puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal, o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Prima de riesgo soberano en Europa
(diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados

de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (Gráfico 2).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no arriesgarse riesgo a ser señalado por los mercados), apuntando a objetivos de déficit estructural -en consonancia con el espíritu del tratado fiscal- y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial. El aumento de las tensiones pueden surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales -y un referéndum- en muchos países europeos: Francia, Grecia, dos estados de Alemania, Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año.

Los precios actuales del petróleo tendrán sólo un impacto moderado en el crecimiento mundial. Sin embargo, un fuerte repunte adicional de los precios sí representa un riesgo elevado

Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 15% más alto que en nuestras previsiones de febrero. En nuestra opinión, esto sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo. Consideramos que la probabilidad de una escalada en el Golfo es relativamente reducida, pero es un escenario que, de materializarse, tendría un impacto significativo sobre el crecimiento mundial.

3. Chile: crecimiento converge al potencial

Luego de crecer a tasas por arriba del potencial, la moderación de la demanda doméstica y externa determinaría un crecimiento levemente por debajo del potencial en 2012 y en torno a este en 2013

Durante casi todo el segundo semestre de 2011, la economía mostró una fuerte reducción en la velocidad de crecimiento. En su momento, este desempeño se atribuyó al efecto esperado de la normalización de la política monetaria iniciada a mediados de 2010, a una base de comparación más exigente –superado el efecto base favorable del terremoto en el primer semestre de 2010–, y al impacto en Chile de un escenario externo más adverso. En particular, este último factor cobró relevancia hacia el cierre de 2011, cuando la incertidumbre sobre Grecia y Europa impactó adversamente el mercado bursátil y gatilló una fuerte depreciación del peso. Sin embargo, a pesar de este contagio en el ámbito financiero, no se observó un efecto negativo en las expectativas de los agentes, la demanda interna mantuvo su dinamismo, y sólo se registró alguna desacumulación de inventarios, aunque nada parecido a lo ocurrido con esta variable con posterioridad a la crisis de Lehman Brothers. Así, ya en diciembre de 2011 la economía experimentó un crecimiento por arriba de lo esperado, el cual se consolidó en el primer trimestre de 2012 en el que la expansión alcanzó a 5,6% a/a, superior al crecimiento de 3,7% y 4,5% a/a del tercer y cuarto trimestre de 2011.

El desempeño mejor a lo previsto en el primer trimestre de 2012 resultó de una combinación de factores: en primer lugar una demanda interna que se mantuvo más dinámica de lo anticipado, tanto en sus componentes de consumo como de inversión, y en segundo término una demanda externa con un desempeño igualmente más favorable, debido a cierta reducción de las tensiones financieras, a mejores datos de actividad en las economías desarrolladas diferentes a las europeas, y a signos de suave desaceleración en las economías emergentes.

A pesar del dinamismo por arriba de lo esperado durante el primer trimestre, el escenario global mantiene niveles de elevada incertidumbre acerca de la recuperación del crecimiento en las economías desarrolladas

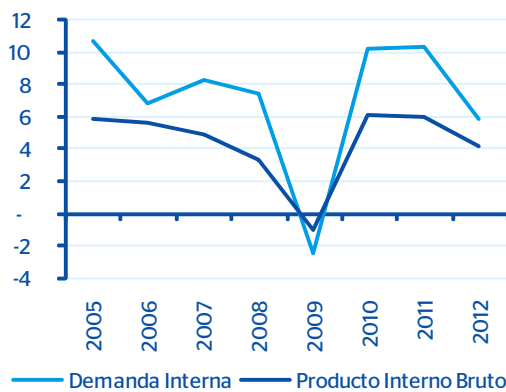
Si bien ha disminuido la probabilidad de una recesión global, se mantiene la proyección de desaceleración en el crecimiento mundial. En este contexto, ajustamos moderadamente al alza la proyección de crecimiento del PIB de Chile para 2012, de 4% a 4,2%, mientras mantenemos en 4,7% (convergiendo al potencial) la tasa de crecimiento para 2013. Este escenario, igualmente supone una desaceleración de la demanda interna, que anotaría crecimientos de 5,7% y 5,0% en 2012 y 2013, respectivamente, luego de crecer 9,5% en 2011 (Gráfico 3).

Con relación a los componentes de la demanda interna, la anticipada moderación en el ritmo de crecimiento de la masa salarial –por un menor crecimiento del empleo y los salarios–, condiciones financieras levemente más restrictivas, y la normalización de compras de bienes durables, determinarían una desaceleración del consumo privado en 2012. En cuanto a la formación bruta de capital fijo, su crecimiento se reduciría a aproximadamente 8%, cerca de la mitad del observado en 2011, pero con un mayor dinamismo de la construcción y una importante desaceleración en la inversión en maquinaria y equipos. El consumo de gobierno, por otra parte, mostraría un crecimiento levemente superior al del PIB, mientras anticipamos una moderada desacumulación de inventarios.

En cuanto a la demanda externa, se reducirá su contribución negativa al crecimiento que, con excepción de 2009, se ha observado en los últimos años. Parte de esta reducción vendrá del aumento en el crecimiento de las exportaciones, que pasarán de crecer 4,6% a/a en 2011 a 5,1%

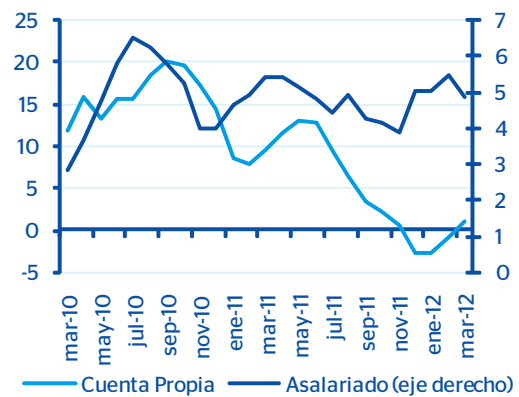
en 2012, aunque mayormente de la caída en el crecimiento de las importaciones, desde 14,4% a 5,7%, en línea con la moderación de la demanda interna. Más allá del impacto de la dinámica de exportaciones e importaciones, esta variación también se explica por el cambio en la metodología de estimación de las Cuentas Nacionales. En particular, la mayor importancia relativa del cobre en las exportaciones que los combustibles en las importaciones, y el hecho de que en la nueva compilación de base 2008 se utiliza un vector de precios móvil (el del año precedente) en la estimación de la serie a "precios constantes", en lugar de la base fija (2003) utilizada en la estimación anterior.

Gráfico 3
PIB y demanda interna (var. % a/a)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 4
Empleo (var.% a/a)



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE)

Un ámbito que no deja de dar sorpresas es el del mercado de trabajo. La rápida expansión del empleo, que no se había observado luego de recesiones previas, ha continuado al comenzar 2012, y si bien en el trimestre móvil enero-marzo se observó un aumento en la tasa de desempleo, esta fue inferior a la habitual por razones estacionales. Con todo, la proximidad a niveles de empleo que en Chile se consideran de pleno empleo, nos llevan a anticipar una reducción de la tasa de crecimiento del empleo de 5,1% en 2011 a 2% en 2012. Esto, y una proyección de crecimiento de la fuerza de trabajo en torno a sus tasas históricas –al no estar prevista una reforma al mercado de trabajo que permita anticipar un salto en esta variable–, determinarían una tasa de desempleo promedio del 7% este año, 0,2% por debajo de la tasa promedio de 2011. En cuanto al origen sectorial de la creación de empleo, este seguiría el patrón de los últimos meses, con una mayor contribución de la industria manufacturera, el comercio y la construcción, en particular estos últimos dos sectores. Igualmente, continuará el mayor dinamismo de la creación de empleo asalariado por sobre el empleo por cuenta propia, como es usual en las fases expansivas del ciclo económico (Gráfico 4).

El crédito mantendría prácticamente el mismo ritmo de expansión observado en 2011

Uno de los efectos del aumento del empleo asalariado es que se asocia a mejores niveles de confianza de los consumidores y mejoras en las condiciones para el otorgamiento del crédito. Estos factores serían determinantes en la repetición de una tasa de crecimiento del crédito al consumo similar en 2012 a la observada en 2011. En el caso del crédito a empresas, se registraría alguna disminución en el ritmo de crecimiento, en línea con la moderación en la inversión en maquinaria y equipo. Finalmente, condiciones favorables en el mercado inmobiliario, asociadas con la reactivación de proyectos de construcción determinarían un aumento en el crédito hipotecario. En el agregado, el crédito nominal total aumentaría en promedio 14,3% en 2012, levemente por debajo del 14,8% de aumento observado en 2011. Los componentes de consumo, empresas e hipotecario tendrían aumentos promedios respectivos de 17,3%, 14% y 13,6%.

4. Se mantienen las presiones inflacionarias en medio de una elevada volatilidad

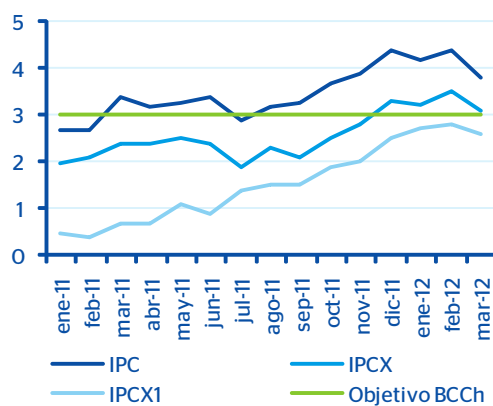
Los dos aspectos a destacar con relación al comportamiento de la inflación en los últimos meses son la elevada volatilidad de los precios y el retorno de las presiones inflacionarias

En cuanto al primero de estos fenómenos, cabe destacar los registros de los últimos meses, con resultados atípicos y por arriba de la estacionalidad habitual en los meses de diciembre y febrero pasado, y por debajo en marzo y abril. Factores puntuales han sido determinantes en este comportamiento, como la sequía y el aumento en los precios internacionales del petróleo, y ajustes tarifarios excepcionales como las recientes rebajas de tarifas eléctricas.

Los indicadores subyacentes de inflación, precisamente, eliminan el efecto de los factores anteriormente destacados. Al observar el comportamiento, por ejemplo, del IPCX (que no considera el efecto de los precios de las frutas y verduras frescas y los combustibles) se evidencian las mayores presiones inflacionarias, ya que la variación en 12 meses de este índice se ha ubicado en torno a la meta del Banco Central (3%) en los últimos meses, luego de mantenerse en torno al piso de rango objetivo (2%) durante prácticamente todo el año 2011. En el caso del IPCX1, que adicionalmente excluye el precio de la carne y las tarifas reguladas, en el último año ha pasado de registros en 12 meses por debajo de 1% a 2,7% en abril, aproximándose a la meta del Banco Central (Gráfico 5). Otros indicadores de presiones inflacionarias, como los salarios nominales, los precios a nivel de productor, y el índice de precios de los bienes no transables igualmente permiten inferir que hay factores diferentes a los shocks de oferta que estarían presionando el alza de precios, en particular el cierre de las holguras de capacidad (Gráfico 6).

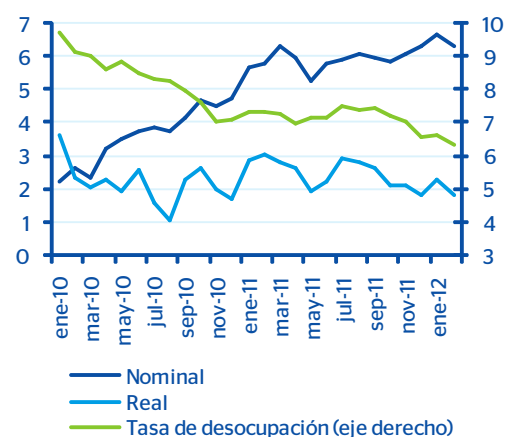
En este escenario de mayores presiones inflacionarias por factores de oferta (combustibles y alimentos frescos) y de demanda (pleno empleo, brecha positiva), ajustamos al alza nuestra proyección de inflación para diciembre de 2012 de 3,1% a/a en nuestro anterior informe a 3,4% a/a en el actual. Cabe destacar, en todo caso, lo moderado del ajuste, principalmente porque en nuestro anterior informe ya anticipábamos algunos de estos desarrollos, y porque en un escenario de moderación de la demanda no esperamos que se repitan los elevados registros del cierre del año pasado. Así, aunque estimamos que la inflación se mantendrá en torno al techo de la banda hasta el tercer trimestre del año, también anticipamos una rápida convergencia en el último trimestre, y de hecho esperamos que diciembre de 2013 cierre con una inflación en 12 meses de 3%.

Gráfico 5
Inflación total y subyacente (Var. a/a %)



Fuente: INE

Gráfico 6
Indicadores del mercado laboral (%; Var. a/a %)



Fuente: INE

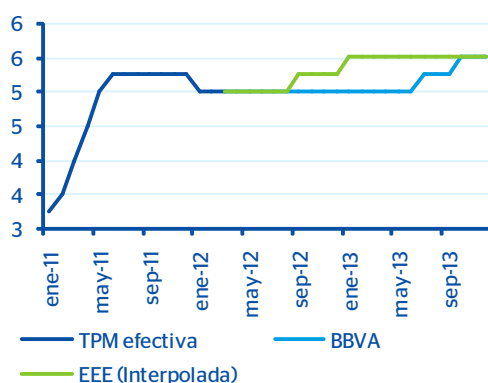
5. Política monetaria en compás de espera ante riesgos internos y externos

La incipiente mejoría que se observó en el entorno externo en los últimos meses, en particular en la economía estadounidense y las economías emergentes llevó, tanto a los analistas de mercado como al propio Banco Central, a modificar las expectativas sobre la trayectoria de la política monetaria para el corto y mediano plazo. Es así como luego del recorte de 25 puntos base realizado en la reunión de política monetaria de enero pasado, el Banco Central mantuvo el sesgo neutral en los siguientes meses, lo que paulatinamente desplazó las expectativas de nuevos recortes a la tasa de referencia. Actualmente, la discusión se ubica en torno al momento en que será necesaria un alza de la tasa, lo que a juicio del consenso de mercado debiera ocurrir hacia el cuarto trimestre de este año.

Si bien estimamos que los riesgos asociados a la crisis de deuda en Europa han disminuido luego del canje de deuda realizado por Grecia y los esfuerzos de ajuste fiscal planteados por las economías más expuestas de Europa, continúa latente el escenario en que las economías emergentes podrían verse afectadas por disrupciones en los mercados financieros internacionales. Esto pone la balanza a favor de mantener la tasa de instancia o bien podría gatillar la necesidad de recortes de materializarse dicho evento. Sin embargo, las presiones domésticas apuntan en la otra dirección, al mantenerse la inflación en niveles en torno al techo de la banda de tolerancia y brechas cerradas en la economía. En este sentido, la desaceleración económica menor a la esperada del primer trimestre del año abre la puerta para posibles aumentos de la tasa en la medida que se materialicen estas presiones.

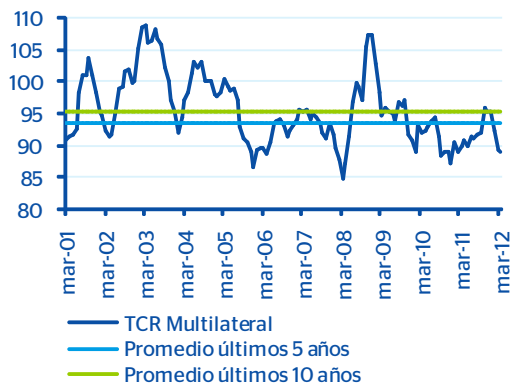
Considerando ambos riesgos, pensamos que la tasa de interés de política se mantendrá plana durante el 2012, dado un escenario base en que la demanda interna se desacelera a lo largo del año y la situación en Europa continúa dando pasos hacia una solución de largo plazo. Solo la materialización de alguno de estos shocks podría llevar a cambios en la tasa de instancia en el corto y mediano plazo. Más a largo plazo, sería necesario llevar la tasa de instancia hacia un nivel algo más elevado, en torno a 5,75%, para lo cual será necesario que se disipe gran parte de la incertidumbre de la economía externa, aunque la lentitud de los países desarrollados podría continuar por algún tiempo más, obligando a mantener la tasa en su actual nivel (Gráfico 7).

Gráfico 7
Tasa de política monetaria (%)



Fuente: BCCh y BBVA Research

Gráfico 8
Tipo de cambio real multilateral (1986=100)



Fuente: BCCh

Respecto de la política cambiaria, luego que el Banco Central acumulara USD12.000 millones durante el 2011, las reservas internacionales llegan a niveles cercanos a USD39.000 millones, en torno a 17% del PIB. Si bien los vaivenes del tipo de cambio hicieron pensar a parte del mercado

en la necesidad de una nueva intervención para este año, la reciente depreciación del peso en términos multilaterales llevó el tipo de cambio real a niveles en línea con sus fundamentos. Así, si bien las expectativas de una política monetaria más restrictiva que la anticipada meses atrás ponen presiones hacia la apreciación del peso, la incertidumbre externa ha compensado parte de esas fuerzas. En este contexto, la paridad del peso respecto de las monedas de sus principales socios comerciales no registraría mayores movimientos (Gráfico 8). En particular, anticipamos que el tipo de cambio peso-dólar se depreciaría sólo marginalmente hacia niveles cercanos a \$492 por dólar al cierre del año, en línea con un descenso moderado del precio del cobre en la segunda mitad del año, ante una menor presión de demanda por parte de economías como China.

6. Situación fiscal en buen pie al 1T12 y a la espera de reforma tributaria

Al primer trimestre de este año, el gobierno ha ejecutado 20,9% del monto aprobado en la ley de presupuesto del 2012, lo que se compara con un nivel de ejecución de 19,7% en igual periodo del año pasado. A nivel de ingresos del gobierno central consolidado se registró un incremento real anual de 8,1%, donde destaca el incremento de la recaudación tributaria de contribuyentes distintos de la minería (9,6% anual), mientras que las actividades mineras reportaron una caída de 4,5% anual por menores remesas y menor precio del cobre. A nivel de gastos del gobierno central consolidado, se registró un aumento de 6,6% real anual, lo que involucra aumentos en salarios del sector público, subsidios y donaciones, y mayores gastos por intereses de deuda.

Con todo, el balance del sector público al 1T12 anotó un superávit de 1,2% del PIB estimado por el gobierno para 2012. En este punto, cabe mencionar que nuestra proyección apunta a un leve superávit para el año de 0,1% del PIB, lo que supone menores ingresos para los siguientes trimestres, junto con una ejecución total del presupuesto aprobado del año (Gráfico 9). En términos del gasto presupuestario, el incremento llegaría a cerca de 8% real anual, mientras los ingresos crecerían en menor magnitud producto de un menor crecimiento y un menor precio del cobre.

Respecto de los fondos soberanos, la evolución ha estado dentro de lo anticipado, con un aumento de Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES) a cerca de USD14.900 millones, y un leve incremento del Fondo de Reserva de Pensiones a cerca de USD4.400 millones. Por su parte, el Tesoro Público acumula cerca de USD12.200 millones. En total, considerando activos en moneda local y moneda extranjera, los activos del sector público (excluyendo las reservas internacionales) alcanzan a 19,8% del PIB, mientras su deuda se sitúa en torno a 11,2% del PIB, con lo que el Estado chileno es acreedor neto por 8,6% del PIB (Gráfico 10).

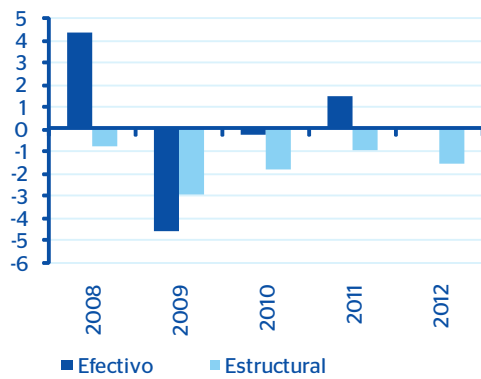
Reforma tributaria apunta a perfeccionamiento más que a una mayor recaudación

A fines de abril se envió la propuesta de reforma tributaria anunciada por el gobierno, la que en grandes rasgos pone más énfasis en el perfeccionamiento del sistema impositivo que en una mayor recaudación. Así, a través de ajustes a los distintos impuestos directos e indirectos, busca rebalancear los gravámenes a las empresas en favor de menores impuestos a las personas. Asimismo, se busca reducir algunos focos de elusión a través de modificaciones al tratamiento de las sociedades de personas y fondos de inversión privada. Con todo, se estima una mayor recaudación en el rango de USD700 a 1.000 millones anuales.

Más en detalle, la reforma considera el aumento a 20% del impuesto a las empresas, que debía retornar a 17% el próximo año. En base a cálculos preliminares sobre cifras del 2011, esta categoría inyectaría cerca de US\$1.800 millones adicionales al fisco. Respecto del impuesto al ingreso de las

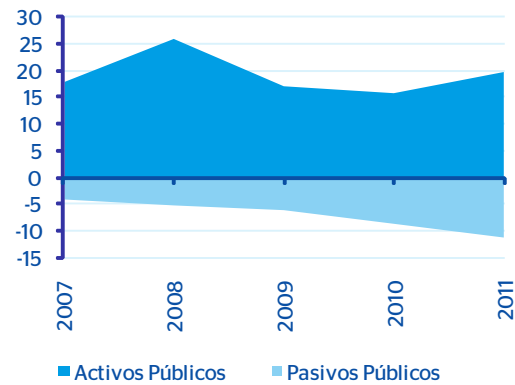
personas, se aplicaría una reducción que iría desde un 10% a la tasa máxima (que pasaría de 40 a 36%) a un 15% a la tasa marginal aplicada a los tramos de menores ingresos. Esta modificación tendría un impacto estimado de US\$400 millones en menor recaudación. Los restantes cambios corresponde a ajustes de impuestos directos como la reducción del impuesto de timbres y estampillas a operaciones de crédito, modificaciones al mecanismo de estabilización del precio de los combustibles, eliminación gradual de los aranceles que aún se aplican a algunos países, el aumento del impuesto a las bebidas de mayor graduación alcohólica, e impuestos 'verdes' a las actividades productivas contaminantes.

Gráfico 9
Saldo fiscal (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuesto y BBVA Research

Gráfico 10
Activos y pasivos del sector público (% del PIB)



Fuente: Dirección de Presupuesto y BBVA Research

7. Principal riesgo global continúa siendo un accidente en Europa

Un rebrote de la crisis europea continúa siendo probable en el mediano y largo plazo

El escenario de riesgo global continúa siendo conceptualmente el mismo de nuestro último informe, pues si bien la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE y los esfuerzos de ajuste fiscal planteados por las economías más expuestas permitieron una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados (de fondos mayoristas) y una reducción de los spreads soberanos en los países periféricos, estos efectos positivos fueron transitorios. De allí que una profundización de la crisis europea continúa siendo probable en el mediano y largo plazo. De materializarse este escenario, los principales commodities experimentarían caídas en sus precios, particularmente estimamos un descenso del cobre a USD 2,5 la libra en el corto y mediano plazo, lo que conduciría a una depreciación del peso cercana a 10% en el bienio 2012-2013.

Nuestro escenario de riesgo asume un menor crecimiento de los socios comerciales que determinaría un menor dinamismo del sector externo y un shock de expectativas que afectaría al consumo privado y la inversión. En este contexto, en el bienio 2012-2013, el producto alcanzaría tasas de crecimiento en torno a 3,0% (1,5 puntos porcentuales por debajo del escenario base), mientras que la menor presión de la demanda interna llevaría a la inflación a niveles en torno a 2,8% en promedio (0,7 puntos porcentuales por debajo del escenario base), más que compensando la depreciación cambiaria. Para el año 2014, la economía chilena mostraría una pequeña recuperación de la inversión, convergiendo

hacia el escenario de referencia en el largo plazo. Finalmente en las cuentas externas el déficit de cuenta corriente alcanzaría un máximo de 6,5 puntos del PIB en 2013 (cerca de 4 pp bajo el escenario base), para converger lentamente al escenario base en el largo plazo.

El aumento de la aversión al riesgo a nivel global tendría un impacto más acotado sobre la economía que en la crisis anterior, dado que estaría mejor preparada tanto por el lento desarrollo de ésta crisis como por el aprendizaje de la crisis anterior. A esto se suma una tasa de política monetaria cercana a su nivel neutral, fondos públicos disponibles en torno a 10% del PIB, y reservas internacionales en torno a USD39.000 millones (17% del PIB), que dan a las autoridades las herramientas suficientes para hacer frente al deterioro económico externo.

En este contexto, la respuesta de política monetaria es más moderada que la planteada en el informe anterior, con un recorte de 150 pb hacia diciembre de 2012, pero manteniéndose en ese nivel durante el 2013. Finalmente en política fiscal, se considera un plan de estímulo de 1% del PIB en el 4t12 y 1t13, lo que genera un mayor déficit fiscal en 2013-2014, para luego deshacer parte del estímulo hacia el cierre del horizonte de proyección, consistente con el cumplimiento de la regla fiscal en el mediano y largo plazo.

Atención del mercado vuelve su mirada al riesgo inflacionario

Nuestro escenario de riesgo idiosincrático permanece sin grandes cambios respecto al informe anterior. Si bien el riesgo de deterioro del escenario económico externo es de mucha relevancia, el riesgo idiosincrático de mayores presiones inflacionarias continúa latente. De materializarse una salida ordenada de la crisis en Europa, el escenario externo mejoraría paulatinamente, por lo que los precios de commodities se ajustarían al alza, mientras que las condiciones de financiamiento mejorarían, al igual que las expectativas a nivel doméstico. En este contexto, nuestra economía podría ubicarse en un escenario donde la demanda interna no aminore su ritmo de expansión, acrecentando las presiones inflacionarias, haciendo necesario un ajuste contractivo en la política monetaria.

En esta línea, vemos que el comportamiento inflacionario de los últimos meses ha mutado de una sobre-reacción respecto del deterioro del escenario económico externo, proyectando fuertes ajustes expansivos en política monetaria, a una visión más cercana a la nuestra donde existe un acotado espacio para un relajamiento monetario.

8. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	-1,0	6,1	6,0	4,2	4,7
Inflación (% a/a, fdp)	-1,4	3,0	4,4	3,4	3,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	502	475	517	491	508
Tasas de interés (% fdp)	0,5	3,3	5,3	5,0	5,5
Consumo Privado (% a/a)	0,9	10,4	9,0	5,3	5,3
Consumo Público (% a/a)	7,5	3,3	4,0	4,9	4,7
Inversión (% a/a)	-15,9	18,8	15,7	8,0	8,3
Resultado Fiscal (% PIB)	-4,6	-0,3	1,4	0,1	-0,2
Cuenta Corriente (% PIB)	2,0	1,5	-1,3	-3,0	-2,7

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (%, fdp)
T1 10	2,9	0,3	523	0,50
T2 10	7,2	1,2	537	1,00
T3 10	7,5	1,9	494	2,50
T4 10	6,7	3,0	475	3,25
T1 11	9,9	3,4	480	4,00
T2 11	6,3	3,4	469	5,25
T3 11	3,5	3,3	484	5,25
T4 11	4,7	4,4	517	5,25
T1 12	5,6	3,8	485	5,00
T2 12	4,4	3,8	486	5,00
T3 12	3,9	4,1	489	5,00
T4 12	3,2	3,4	491	5,00
T1 13	4,6	3,4	495	5,00
T2 13	4,7	3,1	499	5,00
T3 13	4,8	2,9	504	5,25
T4 13	4,8	3,0	508	5,50

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Chile:

Economista Jefe Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Karla Flores
kfloresm@bbva.com

Felipe Jaque
fjaques@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia

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

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

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

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.com

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

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

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

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz (I)
juan.ruiz@bbva.com

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

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

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global
Javier Serna
javier.serna@bbvauk.com

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

Interesados dirigirse a:

BBVA Research
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com