

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 5 / Nro. 16 - Primer Semestre 2009



Actividad Económica: Comienzo muy negativo en 2009, pero con expectativas de recuperación

Tasas de interés en mínimos históricos e inflación en caída libre

Condiciones financieras retornan a niveles similares a los observados previos a las tensiones internacionales

# Índice

Fecha de cierre: 16 de junio de 2009.

<b>Editorial</b>	2
<b>Resumen Ejecutivo</b>	3
<b>1. Panorama Internacional</b>	4
<b>2. Panorama Macroeconómico</b>	7
<b>Recuadro 1:</b> Regla de Política Fiscal ¿Evaluación ex-ante o ex-post?	14
<b>3. Panorama Monetario y Cambiario</b>	16
<b>Recuadro 2:</b> Implicancias macro de la aparición de los “Huaso Bonds”	18
<b>4. Panorama Financiero</b>	19
<b>Recuadro 3:</b> Transición hacia las nuevas normas contables con estándares internacionales IFRS	22
<b>Estadísticas</b>	24

## Esta publicación fue coordinada por:

Joaquín Vial

[jvial@bbva.cl](mailto:jvial@bbva.cl)

## Han elaborado esta publicación:

Soledad Hormazábal  
Carola Moreno  
Alejandro Puente

[shormazabal@bbvaprovida.cl](mailto:shormazabal@bbvaprovida.cl)  
[cmoreno@bbva.cl](mailto:cmoreno@bbva.cl)  
[apunte@bbva.cl](mailto:apunte@bbva.cl)

## Editorial

El escenario adverso que desde fines del año 2008 ha debido enfrentar la economía chilena, al igual que la gran mayoría de las economías del mundo, ha superado todos los pronósticos en cuanto a su alcance y profundidad. En este contexto, hemos podido evaluar los “seguros” sobre los que está estructurada la política macroeconómica en Chile y que permiten anticipar una recuperación hacia fines de 2009.

El primero de estos “seguros” es la regla de superávit estructural, que precisamente está concebida para suavizar el ciclo económico y sus efectos. A partir de marzo de 2008, la regla se relajó estableciendo como objetivo que el resultado estructural fuera equivalente a 0,5% (en vez de 1%) del PIB, pero a raíz de la crisis económica y como respuesta a las mayores necesidades de financiamiento que se anticipaban producto de ésta, la regla se relajó aun más hasta un objetivo de balance estructural equilibrado. Este último cambio es transitorio y a partir del año 2010 la regla debiera volver a 0,5% del PIB, y los gastos por lo tanto volver a alinearse con este objetivo. De todas maneras, en nuestra opinión, se debiera posponer en un año más su reimplementación, siempre evaluándola ex-ante.

El plan de estímulo fiscal diseñado por el gobierno, y que fuera anunciado en enero de 2009, contempla una serie de medidas que apuntan a reactivar la demanda interna, al mismo tiempo que se orientan a mejorar la productividad y expandir el potencial de producción de la economía. En este sentido, tanto el plan original, como los complementarios (plan pro crédito lanzado en marzo, y el plan pro empleo, en mayo) han logrado un equilibrio entre los objetivos estabilizadores y los de protección social al contemplar una adecuada focalización de los recursos (en particular, se limita el gasto asistencialista), de forma de no sólo reducir la volatilidad de la actividad económica sino además contribuir a aumentar la productividad.

La magnitud del esfuerzo fiscal es también un punto a tener en cuenta. Los recursos involucrados equivalen a 3% del PIB en 2009, esfuerzo que ninguna otra economía, salvo China, ha sido capaz de implementar. Lo destacable de esta situación es que no merma significativamente la capacidad de reacción del gobierno a futuro, toda vez que el plan fiscal está completamente financiado con Fondos Soberanos. Es más, al cierre de esta edición el gobierno anunció el retiro de US\$4,000 millones adicionales a los anunciados en enero, y aún así el Fondo de Estabilización Económica y Social mantiene un 65% de los recursos acumulados a diciembre de 2008.

El otro “seguro” de la economía chilena viene dado por su política monetaria de meta de inflación y tipo de cambio flexible. Al respecto, destaca la intensidad de la política monetaria expansiva que ha aplicado el BCCh, situándola dentro de las más agresivas del mundo. Ello ha sido posible gracias a la confianza en las instituciones chilenas, como también a la existencia de un sistema financiero sólido, que permite superar el “miedo a flotar”.

Así, la combinación de políticas económicas aplicadas antes y durante la crisis ha sido un factor determinante para recuperar la confianza de los inversionistas. Esto ha quedado en evidencia, por ejemplo, en la evolución del riesgo país de Chile, que hoy se encuentra a niveles más bajos que los que tenía en septiembre del año pasado, antes del colapso de Lehman Brothers. Una vez que la crisis quede atrás, las fortalezas de la política económica chilena contribuirán a reducir el costo de capital y hacer más atractivo el país a la inversión extranjera, apoyando así un mayor crecimiento económico en 2010, por encima de 2%, luego de que el año 2009 termine en negativo.

## Resumen Ejecutivo

La desaceleración de la economía mundial, así como el elevado nivel de incertidumbre golpearon profundamente las expectativas de los agentes en la economía chilena durante los últimos seis meses. Tanto consumidores como empresarios pusieron freno a sus decisiones de consumo, producción e inversión, explicando la brutal caída en la demanda interna. El nivel de precios por su parte, ha mostrado variaciones negativas por varios meses consecutivos, con lo cual después de haber alcanzado un máximo de 9,9% en octubre del año pasado, se encuentra actualmente en 3%, exactamente en el centro del rango meta del instituto emisor. El sistema financiero en tanto se ha mantenido solvente y si bien hubo un período de restricciones crediticias a fines del año pasado (contracción de oferta y de demanda, al mismo tiempo que las tasas se elevaron considerablemente), éste fue superado rápidamente.

En este contexto, las previsiones para el crecimiento del PIB en 2009 se han revisado varias veces a la baja, situándose actualmente en -1,2% a/a, con una inflación a fin de año de 0,2% a/a, la más baja desde principios de 2004. Si bien la caída del empleo ha sido moderada hasta la fecha, no cabe duda que la situación del mercado laboral va a empeorar en los meses venideros, debido al retardo con que se manifiestan las caídas de actividad en el mercado de trabajo chileno.

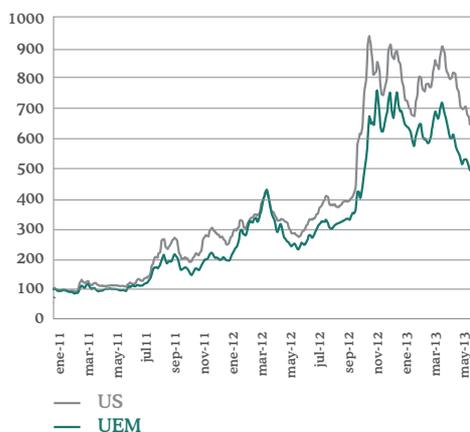
El nivel de globalización y sincronía de la crisis es algo que no tiene precedentes, y la economía chilena no quedó al margen. Sin embargo, pocas economías, sino ninguna, contaron con la posibilidad de realizar una combinación de estímulo monetario y fiscal de las proporciones que el Banco Central y el Gobierno de Chile lograron implementar, sin que esto pusiera en jaque la estabilidad del sistema financiero ni la salud de las cuentas fiscales. Estamos hablando de un recorte a la tasa de política monetaria de 750 puntos básicos en 6 meses hasta un nivel de 0,75%, y de un paquete fiscal de US\$ 4.300 millones (3% del PIB) financiado completamente con recursos ahorrados en épocas de bonanza. Hacia fin de año esperamos que la tasa de política se mantenga por un largo tiempo en ese nivel. De ser necesario, y siempre y cuando no implique el incumplimiento de la regla fiscal ex-ante, el gobierno podría implementar un plan de estímulo adicional, en particular para dar continuidad al impulso fiscal en 2010 y aminorar los impactos de la crisis en el empleo.

El sector externo chileno se ha resentido fuertemente y aun no da señales de recuperación, sobre todo en lo que se refiere a importaciones. El peso, por otra parte, luego de sufrir una fuerte depreciación hacia fines de año, se ha vuelto a apreciar incluso por debajo de \$ 560 por dólar, nivel en el cual esperamos cierre a fines de año. Detrás de este fenómeno se encuentra la recuperación de la confianza en la solvencia del país, la mejora del precio del cobre a niveles levemente superiores a US\$ 2 la libra (fenómeno que no esperamos se mantenga), y la repatriación de los ahorros del gobierno en el exterior para financiar su déficit, aumentado por el plan de estímulo fiscal antes mencionado. Sin embargo, la demanda externa tomará tiempo en recuperarse, asunto que para una economía tan abierta como la chilena es una mala noticia. De hecho, el principal riesgo al cual estará expuesta la economía chilena en 2010 es que la recuperación de los socios comerciales tarde en llegar, o incluso se debilite.

En cuanto a los factores domésticos que están detrás de nuestra previsión, destaca una fuerte caída de la inversión y del consumo privado. En la medida que las expectativas se recuperen, el consumo, sobre todo el componente de bienes durables, comenzará a repuntar, pero la recuperación de la inversión tomará más tiempo. El alza de los salarios reales será sin duda un factor que sostendrá el consumo privado, compensando en cierta medida los efectos negativos del alto desempleo.

# 1. Panorama Internacional

## Indicador de Tensiones Financieras



Fuente: Servicio de Estudios.  
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de las bolsas, CDS bancarios, corporativos y soberanos (en el caso europeo).

Tras un inicio de año complejo, con altas tensiones financieras y fuertes caída de la actividad, en el segundo trimestre están bajando las tensiones

Desde principios de año el entorno global siguió marcado por elevados niveles de tensión en los mercados financieros, aunque varios indicadores han mostrado mejoras importantes en el último mes. Así, en mayo los CDS bancarios norteamericanos alcanzaron el mínimo nivel desde la quiebra de Lehman Brothers, y los europeos —que se han mantenido por debajo de los americanos- su mínimo valor desde noviembre de 2008. Por otra parte, en los mercados interbancarios también se están registrando importantes correcciones, con el diferencial OIS a tres meses en EE.UU. y en la UEM en los mínimos desde principios de 2008.

En los primeros meses del año, la contracción de la economía global fue un elemento fundamental para mantener elevados niveles de aversión al riesgo. Los datos del 1t09 continuaron mostrando fuertes descensos de la actividad en EEUU (-1,6% en tasa trimestral), con un ritmo de caída muy similar al del 4t08. En Europa, los indicadores mantuvieron un tono extraordinariamente negativo, con una caída trimestral del PIB del 2,5% en el 1t09, superior al descenso de 1,6% en el 4t08. No obstante, el tono general de los indicadores de coyuntura con los datos de abril y mayo está siendo, por lo general, menos negativo. Esto supone que el ritmo de contracción de la actividad podría estar moderándose, aunque aún se observarán crecimientos negativos en el corto plazo. Los mercados reaccionaron muy positivamente a esta posible inflexión, aunque la incertidumbre en torno a la duración de la crisis hace que este movimiento pueda tener fundamentos vulnerables.

## Bancos: CDS Deuda Senior 5 Años (pb)



Fuente: Bloomberg

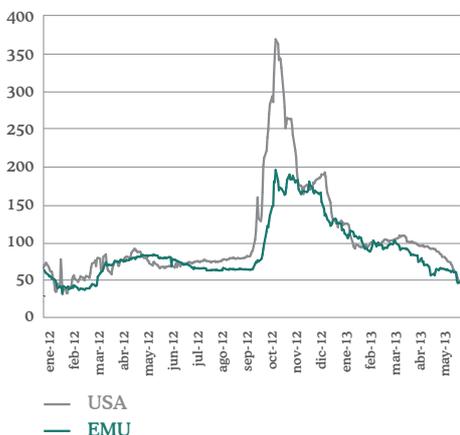
\* Bancos Incluidos: Barclays, RBS, Iloyds, HSBC, Alliance & Bingley, Standard Chartered, Allied Irish Bank, BNP, Deutsche Bank, ING, Unicredito, UBS, Credit suisse, Credit agricole, Societe Generale, Intesa, BBVA, Santander.

## Nuevas medidas públicas para estabilizar la situación

En este contexto, los gobiernos han incrementado las medidas para afrontar la crisis financiera global. EE.UU. sigue siendo la economía que más ha avanzado en la adopción de estas políticas, con un nuevo programa de medidas destinado a la estabilización del sistema financiero. Una pieza clave de este programa fue la realización de pruebas de stress ("stress test") sobre los balances de las principales instituciones bancarias, que dio a conocer las necesidades de capital del sistema. Como resultado, 10 de las 19 principales entidades financieras americanas deben conseguir dentro de los 6 meses siguientes 75\$ mM de capital adicional. Estos resultados tuvieron buena acogida en el mercado, generando buena parte de la reciente reducción en las tensiones financieras. Un segundo pilar es el Programa de Inversión-Público-Privado que busca atraer a inversores privados que compren los activos tóxicos de los bancos a través de fondos donde el capital será aportado conjuntamente por el sector privado y el público, con un grado de apalancamiento muy significativo. Finalmente, la administración Obama ha puesto en marcha un plan de mejora del acceso a la vivienda que contempla mayores facilidades para refinanciar hipotecas y subvenciones para las entidades financieras que modifiquen los términos de las hipotecas de familias con riesgo de impago. Nuestra valoración de la estrategia de estabilización bancaria es positiva, aunque la implementación de los planes aprobados presenta grandes complejidades, y si no se conjugan correctamente todos los elementos, su impacto podría verse limitado.

## Mercados Interbancarios: Diferencial OIS a 3 Meses

(3M LIBOR - 3M OIS)



Fuente: Bloomberg

La Reserva Federal, por su parte, ha sido un actor muy importante en el proceso de estabilización financiera y está enfrentando el riesgo deflacionista, principalmente con adquisiciones de activos. Así, la Reserva Federal se ha embarcado en un programa de compra de 1.250 mM\$ de bonos hipotecarios, y de compras de deuda pública por valor de hasta 300 mM\$. Por otro lado, la Reserva Federal prevé participar activamente en la financiación del Programa de Inversión Público-Privado, mediante

el programa TALF (“Term Asset-Backed Securities Loan Facility”), que podría llegar a alcanzar un tamaño cercano a los 1.000 mM\$.

En Europa, los esfuerzos de estabilización financiera se ha producido fundamentalmente en el ámbito nacional, con iniciativas muy diversas según los países. Así, Alemania e Irlanda están ultimando los detalles de un “banco malo” que comprase los activos más peligrosos de los bancos. Por su parte, el BCE continuó con su proceso de bajadas del tipo de interés, que se sitúan al momento de redactar estas líneas en el 1%. La autoridad monetaria europea ha decidido seguir realizando las subastas semanales de liquidez mediante el sistema de tipo fijo cubriendo la totalidad de la demanda (“full allotment”) durante el tiempo que sea necesario y en cualquier caso hasta después del final del 2009 y, se ha extendido el plazo de los préstamos realizados por el BCE hasta los 12 meses. Por otra parte, en mayo se anunció la adquisición de 60mM de euros en cédulas bancarias, aunque se desconocen los detalles.

La adopción de estas medidas está justificada, pues a corto plazo el riesgo fundamental es que la persistencia de una situación económica muy débil resulte en el mantenimiento de tasas de inflación negativas durante demasiado tiempo. Por otro lado, aunque los balances de los bancos centrales siguen experimentando una fuerte expansión, especialmente la Reserva Federal, los bancos centrales no deberían tener dificultades en drenar la liquidez de forma rápida llegado el momento, tal y como lo hizo el Banco de Japón en la salida de su programa de políticas monetarias no-convencionales.

### Pese a la estabilización y las medidas, la recuperación sigue siendo incierta

La efectividad de las políticas de saneamiento de los sistemas financieros, por un lado, y de las políticas fiscales de estímulo de la demanda, por el otro, centrarán la atención en los meses próximos. De su éxito dependerá en gran medida las respuestas a los interrogantes de cuándo comenzará la recuperación, cuán rápida será y qué economías se mostrarán más dinámicas.

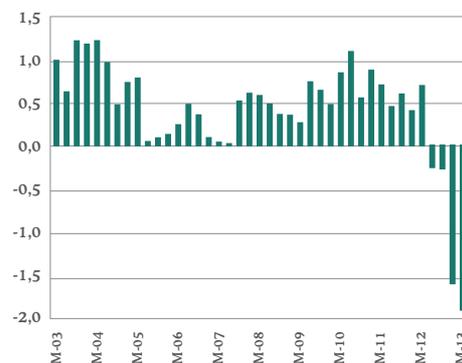
A pesar de que estas medidas representan un impacto favorable en la economía, los elementos de una posible recuperación en 2010 son todavía inciertos. Los datos recientes parecen sugerir que ha dejado de profundizarse la recesión, con lo que es previsible que en los próximos trimestres las caídas del PIB sean más leves. No obstante, nuestra percepción es que la salida de la recesión, de producirse en 2010, sería en todo caso con tasas de crecimiento muy moderadas y por debajo del crecimiento potencial. Además, es probable que ocurra más tarde en Europa, dada la mayor lentitud en la adopción de medidas, tanto de estabilización financiera como de política monetaria. Estas incertidumbres obligarán a los bancos centrales a mantener tipos oficiales bajos por un período de tiempo prolongado.

### Los países emergentes acusan la situación global, pero reciben apoyos importantes

Los indicadores financieros muestran una evolución muy favorable en el último mes, tras un brusco deterioro de los indicadores financieros en el último trimestre del año 2008 que se mantuvo en el primer trimestre de 2009. Los Spreads de riesgo soberano han corregido fuertemente, las presiones depreciatorias sobre las divisas se han dado la vuelta e incluso las entradas de flujos en los emergentes vuelven al terreno positivo propiciando importantes repuntes de los índices bursátiles.

Sin duda, uno de los factores que han favorecido este movimiento ha sido la moderación de la aversión global al riesgo. Pero también cabe mencionar al menos otros dos factores adicionales. Por un lado, el espaldarazo que supuso la cumbre del G-20 para las economías

### UEM: Crecimiento del PIB (intertrimestral)

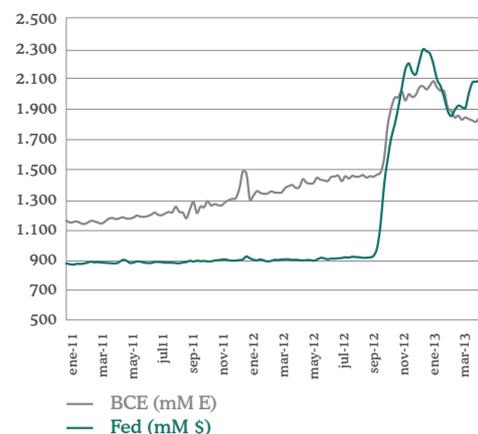


### Tipo de Interés de una Hipoteca Media a 30 Años en EEUU



Fuente: Bloomberg

### Bancos Centrales: Activos Totales



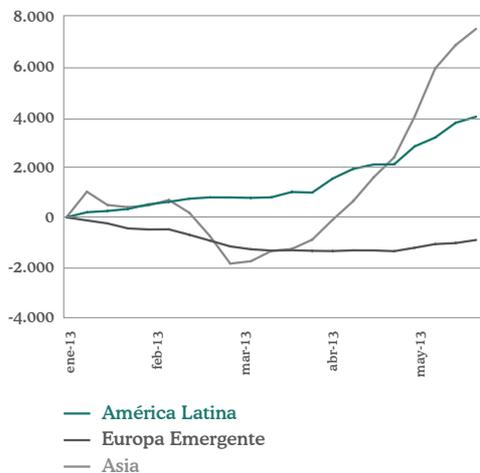
Fuente: Datastream

### Diferenciales EMBI



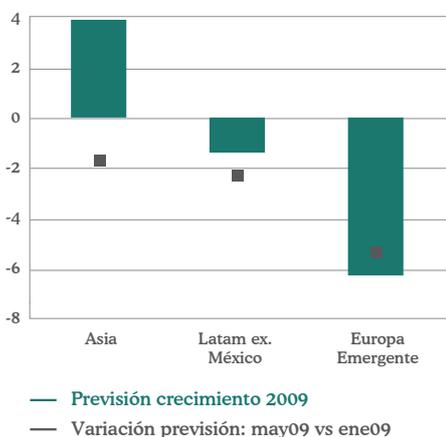
Fuente: Datastream y JP Morgan.

### 2009: Entradas Netas de Renta Variable (acumuladas, \$Mm)



Fuente: BBVA y EPFR

### Economías Emergentes: Previsión de Crecimiento 2009 y Variación en la Previsión desde Enero



Fuente: BERD y BBVA

emergentes al aumentar la dotación de recursos disponibles para el FMI. A lo que se sumó la creación de una nueva línea de crédito del FMI que podrá ser utilizado por las economías con sólidos fundamentales, pero que podrían experimentar problemas transitorios de financiación. Un instrumento que está pensado más para prevenir que para atajar una eventual crisis en las economías emergentes. El éxito de esta nueva fórmula se ha constatado tras la solicitud de algunos países como México, Polonia y Colombia y la reacción positiva de los mercados. Por último, pero no menos importante, están las medidas adoptadas en el ámbito doméstico para amortiguar el impacto de la crisis. En este sentido, encontramos que en diferente grado, buena parte de las economías emergentes han adoptado políticas de demanda, fiscal y monetaria, cuyo impacto en la actividad se comenzará a percibir en la segunda mitad del año e incluso en algunas ya en el 2to09. China, constituye sin lugar a dudas el ejemplo más destacable dentro del mundo emergente tras la aprobación de un paquete de estímulo fiscal muy cuantioso (16% del PIB en dos años) y la excepcional relajación de las condiciones monetarias que han favorecido una reactivación del crédito al sector privado. En otro orden, también es destacable América Latina que por primera vez en esta crisis ha contado con un margen para hacer políticas contracíclicas que está siendo utilizado.

Con todo, el impacto de la crisis en la actividad de los emergentes está siendo importante. El ajuste del PIB en el 4to08 fue muy brusco, fundamentalmente como consecuencia del colapso del comercio internacional lo que condujo a un ajuste a la baja de las previsiones en los primeros meses del año. En este sentido, es importante enfatizar el alto grado de heterogeneidad dentro del mundo emergente. Las conocidas vulnerabilidades de la Europa Emergente –abultados desequilibrios fiscales y externos, fuerte crecimiento del crédito acompañado de un alto descalce de moneda y alta dependencia de la financiación externa– propiciarán ajustes muy intensos. Así, se estima que el PIB de la región caerá en torno al 6%, con algunas economías cayendo hasta el doble, lo que supone un elemento de riesgo para las economías de la Europa Occidental. En conjunto, se prevé que las economías emergentes, lideradas por Asia y con caídas del PIB muy moderadas de América Latina, crezcan por encima de las economías desarrolladas en los próximos años.

A pesar de la débil demanda mundial, los precios de las materias primas estuvieron, en el primer trimestre de 2009, por encima de los promedios históricos. Más recientemente, los precios de las materias primas volvieron a crecer con intensidad debido a los significativos recortes de producción y a la percepción de los mercados financieros que el peor de la crisis puede ya haber pasado. Los recientes recortes de oferta y las perspectivas de valorización del dólar deben limitar el actual movimiento alcista de las materias primas, pero los precios deben seguir dando soporte a los países exportadores de materias primas, entre ellos a los de América Latina.

## 2. Panorama Macroeconómico: comienzo muy negativo en 2009, pero con expectativas de recuperación

Desde el último número de esta publicación el mundo ha experimentado un nivel de incertidumbre no visto desde la depresión de los años '30. El grado de sincronía en la desaceleración económica de las distintas regiones no tiene precedentes<sup>1</sup>, afectando tanto a economías desarrolladas, en primera instancia, y luego a las emergentes. La economía chilena no quedó inmune a los coletazos de esta crisis de origen financiero. Así, el último trimestre del año 2008 sorprendió con un crecimiento de apenas 0,2% a/a, muy por debajo de las expectativas de los analistas, con lo cual el crecimiento promedio del año 2008 fue 3,2%.

### Al shock externo se sumó uno de expectativas que terminó por hundir al consumo y la inversión doméstica, y por consiguiente a la producción

El antes y el después de la economía chilena está marcada, como en la gran mayoría de las economías en el mundo, por los eventos de septiembre de 2008. Las exportaciones e importaciones (en dólares) mostraron caídas del orden de 50% por varios meses seguidos. En el caso de las exportaciones, el sector minero es el que explica casi la totalidad de las pérdidas, en particular el cobre, lo que se explica por la abrupta caída del precio del metal y la caída en la demanda externa. Las importaciones, en cambio, han perdido valor debido mayoritariamente a una caída en volumen más que en precio, a excepción de las importaciones de combustibles y lubricantes. Siguiendo la tendencia mundial, dentro de las importaciones de consumo, las de bienes durables son las que más han resentido el shock, sin mostrar señales de recuperación a la fecha, síntoma de que aun no se materializa un repunte de expectativas. En cambio, el sector exportador sí estaría recuperando valor en el margen.

El debilitado escenario internacional golpeó fuertemente a las expectativas a nivel doméstico: tanto consumidores como empresarios pusieron literalmente un freno a sus decisiones de consumo e inversión y producción, respectivamente. Es así como luego de presenciar tasas de inversión históricamente altas desde fines de 2007, actualmente la inversión en maquinarias y equipos cae en forma acelerada, tanto en volumen como en proporción del producto.

Los inventarios se desplomaron, lo que si bien parece contraintuitivo, es el reflejo de que las empresas se anticiparon a la contracción futura en la demanda y recortaron en forma sustancial la producción (particularmente en la minería).

Así, la principal sorpresa no vino desde fuera de nuestras fronteras, sino que de la demanda interna.

### La industria ha sido el sector que más ha resentido la crisis...

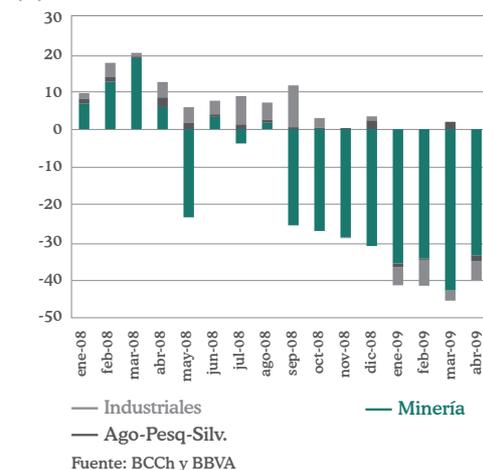
Sin duda que el sector más afectado en esta crisis ha sido la industria. Las tasas de variación negativas superan con creces las observadas durante la crisis asiática. En esa oportunidad, la caída más fuerte se observó en el mes de julio de 1999, registrando -9,8% a/a, pero a partir de entonces y hasta agosto de 2008, el promedio de crecimiento de la

### Demanda Agregada en Chile (var. % a/a)

	2007	2008		2009	
		IV Trim.	Año	I Trim.	Año(p)
Demanda Interna	7,8	-0,2	7,4	-7,6	-0,4
Consumo	7,1	1,1	4,2	-0,6	1,4
Inversión	12,0	10,4	19,5	-9,3	-7,6
Exportaciones	7,6	3,4	3,1	-2,7	-15,1
Importaciones	14,9	1,8	12,9	-14,8	-10,7
PIB	4,7	0,2	3,2	-2,1	-1,2

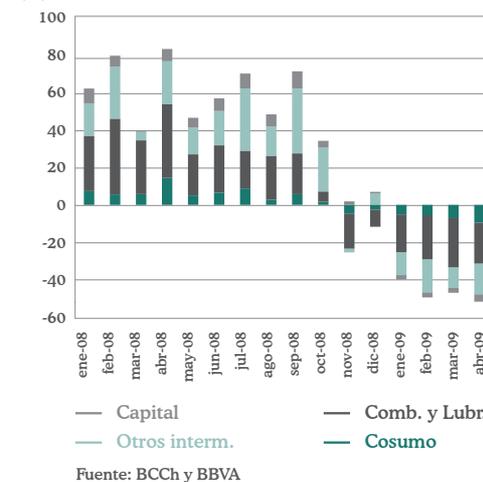
Fuente: BCCh y BBVA

### Crecimiento Exportaciones Totales Contribución por Componentes (%)



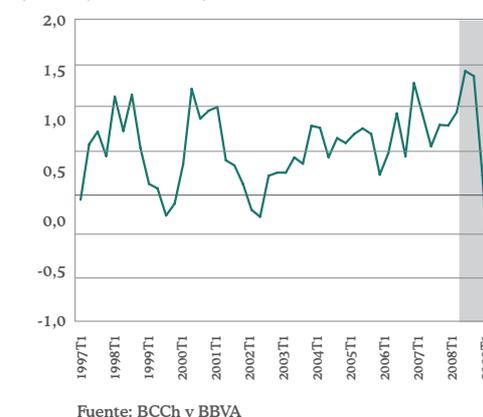
Fuente: BCCh y BBVA

### Crecimiento Importaciones Totales Contribución por Componentes (%)



Fuente: BCCh y BBVA

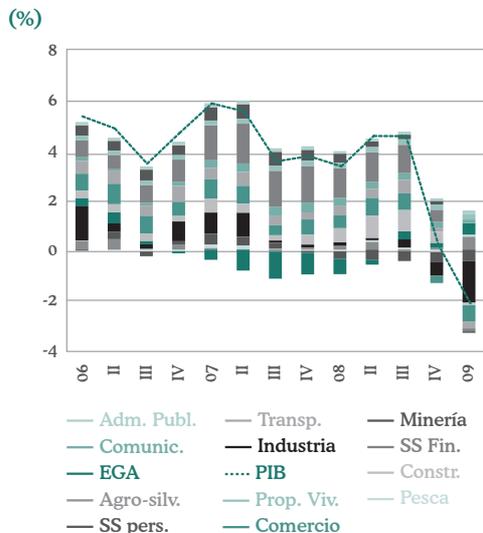
### Variación de Existencias (% PIB, año móvil)



Fuente: BCCh y BBVA

<sup>1</sup> Para una muestra de 29 economías desarrolladas y emergentes, el Banco Central de Chile encuentra que cerca del 90% presentó una caída en el crecimiento económico al cuarto trimestre del año 2008 (BCCh, IPoM Mayo 2009).

### Contribución por Sector al Crecimiento del PIB



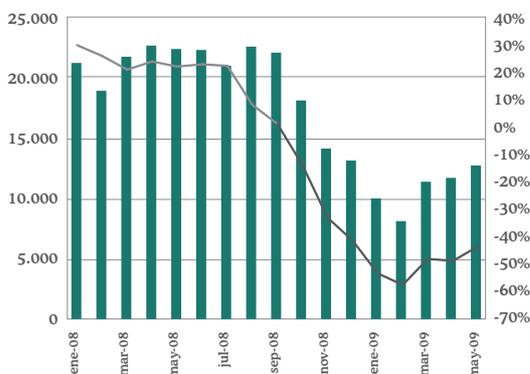
Fuente: BCCCh

### Cobre (US\$cent / libra)



Fuente: Cochilco

### Ventas de Autos (unidades / mes y var % a/a)



Fuente: ANAC y BBVA

producción industrial fue 4%. En esta oportunidad en cambio, el promedio de crecimiento del sector desde noviembre ha sido -8%, con un mínimo de -11,5%. En el margen, la industria no da señales de estar tocando fondo. Las razones detrás del impacto tan negativo en la industria y de su lenta recuperación son varias. En primer lugar, algunos sectores han sufrido choques de oferta fuerte, como por ejemplo, la industria del salmón (virus ISA) y del metanol (menor disponibilidad de gas desde Argentina). En segundo lugar, algunas actividades industriales ligadas a actividades de exportación se vieron negativamente afectadas por el ciclo inmobiliario internacional. Un claro ejemplo es el sector forestal chileno que destina un alto porcentaje de su producción al mercado norteamericano. En tercer lugar, la producción del sector minero sufrió ajustes importantes ante la caída de los precios (acero y refinación de cobre). Por último, la caída abrupta de la demanda interna afectó la producción de durables y de materiales de construcción, entre otros.

### ...seguido por la minería...

La baja del precio del metal rojo es una de las razones que se esgrimen para explicar el comportamiento del sector minero, ya que habría obligado a posponer proyectos. Cabe recordar que el año 2008 fue un año de grandes contrastes, en el cual el precio del cobre alcanzó un máximo histórico de 4,1 US\$/lb a mediados de año para luego caer a niveles de 1,2 \$/lb, no vistos desde septiembre de 2004 (ver Informe Segundo Trimestre, Cochilco). Adicionalmente la ley del mineral bajó considerablemente, aumentando el tiempo de los procesos de extracción, así como los costos unitarios de producción (ver Informes Mensuales INE). A esto se suma las pérdidas de producción debido a fallas técnicas (molino SAG en concentradora Laguna Seca de Escondida; problemas en la estabilidad de los Taludes del Rajo que obligaron a disminuir el ritmo de producción en Codelco.) A ello hay que agregar los ajustes en la producción, el empleo y las inversiones de diversas empresas, como respuesta a la fuerte baja del precio.

Con miras al resto del año, se destaca el repunte del precio del cobre, el que actualmente se transa por sobre los 2 US\$/libra, que de mantenerse permite pensar que se reactivarían algunos proyectos de inversión pospuestos. Sin embargo, estimamos que es poco probable que el precio se mantenga en los niveles actuales, pero hay suficientes elementos de soporte para pensar que se podría equilibrar en torno a 1,78 US\$/lb. En lo que resta del año se esperan aumentos de producción por la entrada en operación de la segunda etapa de Gabriela Mistral, la primera etapa de expansión de Collahuasi, y aumentos de capacidad en Andina, Escondida, El Teniente, Los Pelambres y Candelaria, y por último, por la entrada en operación del proyecto Andacollo Sulfuros. Las bajas por problemas operacionales en Escondida y Codelco Norte tendrán repercusiones todavía durante el primer semestre de este año, para desaparecer gradualmente en la segunda mitad del año.

### ... y el comercio, particularmente relacionado a bienes durables

El comercio ha sido uno de los sectores donde el choque de expectativas se ha sentido con más fuerza. Esto se ha traducido en un freno a las compras de bienes durables, como ha sido la tendencia mundial. En particular, el sector automotriz ha sido uno de los más golpeados. De acuerdo a información entregada por la Asociación Nacional Automotriz de Chile, las ventas mensuales se redujeron desde un promedio de 20.000 autos nuevos al mes en 2007-2008, a un mínimo de 8.000 en febrero de este año. Cabe destacar que los años previos a la crisis fueron años excepcionalmente buenos en términos de ventas, pero aún así, caídas del orden de 50% como las observadas recientemente son más agudas que las observadas durante la crisis asiática.

Asimismo, tanto las ventas minoristas como en supermercados han sufrido mermas importantes. Como ya mencionábamos, las expectativas

han jugado un rol esencial. Las perspectivas de inflación a la baja, junto con el aumento del poder adquisitivo de los salarios, la mejora en las expectativas económicas de parte de los consumidores, permiten esperar una mejora del consumo hacia mediados de año, lo que ya se comenzaría a insinuar en indicadores recientes de ventas minoristas.

**El sector construcción no estuvo particularmente afectado, y de hecho las expectativas de los empresarios del sector son las más optimistas**

En términos reales agregados, recién durante el primer trimestre de este año el sector construcción registró la primera caída desde el segundo trimestre de 2004. Aún así, a partir de mediados de 2008, los permisos de edificación comienzan a caer, lo que se acentúa a fines de año y comienzos de 2009 y si bien el promedio móvil en doce meses muestra una leve desaceleración en la tasa de caída, no se puede hablar todavía de un cambio de tendencia.

**Los problemas de suministro de energía vividos en el pasado no debieran repetirse durante 2009**

Durante 2007 e incluso hasta mediados de 2008, el sector Electricidad, Gas y Agua (EGA) registró tasas de variación negativa, y sin embargo actualmente es uno de los pocos sectores que hace contribuciones positivas al crecimiento del PIB (creció 27,7% a/a) algo que podría cambiar si escasean las lluvias durante el invierno. Los altos costos energéticos producto del alza del precio del petróleo, los bajos niveles de lluvias y las restricciones del suministro de gas natural desde Argentina no solo se tradujeron en mayores presiones inflacionarias, sino que en bajas de productividad que presionaron a la baja el crecimiento potencial de la economía.

Con miras al resto del año, el suministro energético del país debiera estar asegurado. Específicamente en lo que se refiere al suministro de gas natural, donde la entrada en operación de la planta de GNL de Quintero en el segundo semestre del año permitirá satisfacer las demandas de consumo local en la zona central del país, sin tener que depender del volátil suministro de Argentina.

**Ad- portas de alcanzar una tasa de desempleo de dos dígitos...**

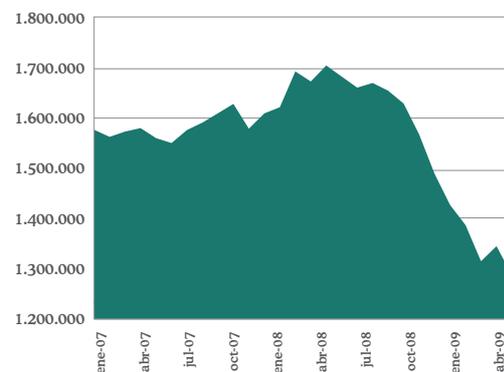
El costo social de la crisis se verá reflejado en una importante alza en la tasa de desempleo, la que ya alcanzó un 9,8% en el trimestre febrero-abril. Así, se hace evidente que ya en el próximo trimestre móvil se superarán los dos dígitos. Esta situación refleja una pérdida de empleos significativa. De hecho, la creación de empleo fue negativa en marzo, por primera vez desde 2001, así como también en abril, con contribuciones negativas del empleo asalariado en ambos meses. El empleo por cuenta propia, en cambio, cae en marzo, pero repunta en abril lo cual es una evolución natural debido a que la gente comienza a buscar alternativas como trabajador independiente cuando no consigue emplearse.

Una novedad en la actual coyuntura es el aumento en la tasa de participación, que en episodios de crisis anteriores había sido muy procíclica. En esta ocasión vemos que la tasa de participación (fuerza de trabajo como porcentaje de la población económicamente activa) se encuentra actualmente en niveles equivalentes al máximo observado para un mes de abril durante el período 1986-2009.

**...en un contexto de remuneraciones reales al alza**

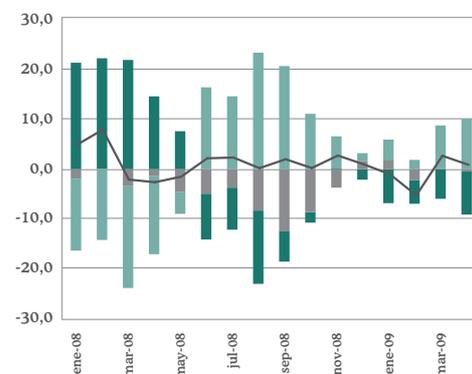
La evolución de los salarios muestra un alto grado de inercia, ya que estos se ajustan en base a inflación pasada. La desaceleración del nivel general de precios ha apoyado un aumento en los salarios reales muy significativo. Dada la coyuntura, el alza del poder adquisitivo de las remuneraciones es un factor que en cierta medida jugaría a favor

**Permisos de Edificación (promedio móvil 12 meses)**



Fuente: INE y BBVA

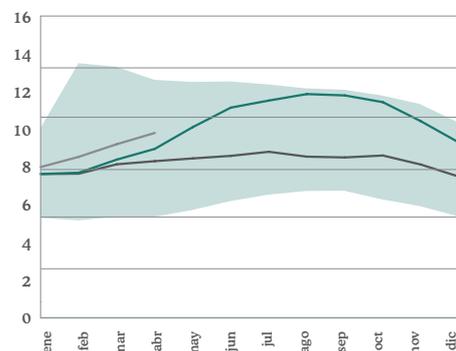
**Generación Eléctrica por Tipo de Planta. Contribución al Crecimiento (%)**



— Ciclo combinado a gas natural  
— Otras térmicas  
— Hidráulicas

Fuente: INE y BBVA

**Tasa de Desempleo (%)**



— Rango mínimo-máximo (1986-2009)  
— Desempleo 1999  
— Desempleo 2009  
— Mediana (1986-2009)

Fuente: INE y BBVA

### Índice Real de Remuneraciones

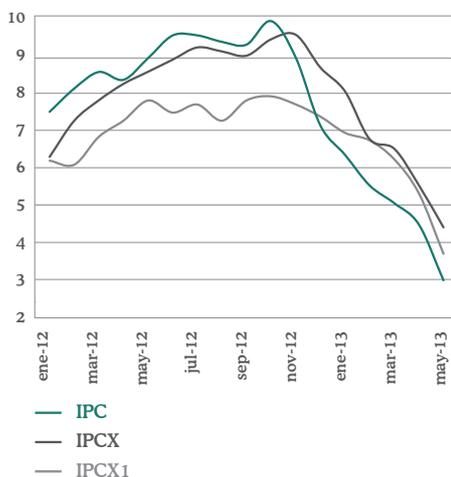
(% anual)



Fuente: INE

### Dinámica de la Inflación

(var. % a/a)



Fuente: INE

### Expectativas de Inflación a 11 Meses



Fuente: BCCh

de la reactivación del consumo privado, contrarrestando en parte el impacto negativo del alza en el desempleo.

### Inflación en caída libre

Las expectativas de caída de la inflación, producto de la reducción en los precios del petróleo y los alimentos a partir de mediados de 2008 y de la desaceleración de la demanda doméstica, han sido ampliamente superadas por los hechos, y en pocos meses se ha pasado de una inflación (en 12 meses) máxima de 9,9% en octubre 2008 a 3,0% en mayo de 2009, exactamente el centro del rango meta del Banco Central.

A los factores antes mencionados se agregaron varias sorpresas: En enero, el IPC presentó una caída de 0,8%, más intensa que las expectativas del mercado y que en su momento se atribuyó a liquidaciones de stocks de vestuario y calzado más agresivas que en años previos debido a la contracción de la demanda. El mes siguiente, febrero, la sorpresa provino de la innovación metodológica que supuso aplicar la totalidad de la rebaja del Impuesto de Timbres y Estampillas al precio de los Servicios Financieros, que por este concepto disminuyó 40%. A partir de entonces las sorpresas se vinculan a ajustes en la demanda interna.

Un factor que ha incidido en las sorpresas es el cambio en la metodología de cómputo del IPC, que acompañó al cambio de base de diciembre 2008.<sup>2</sup> Entre ellas cabe mencionar la eliminación de la suavización del cambio estacional del precio del vestuario y alimentos sin elaboración que se hacía con la anterior metodología. Este factor parece haber sido relevante en el resultado de los meses de enero, abril y, en alguna medida menor, mayo.

En cuanto a los fundamentos de la desaceleración inflacionaria, el más notorio es la pronunciada caída de los precios de la gasolina (-54%). El traspaso de los precios internacionales de los combustibles ha sido aun más importante en otros derivados del petróleo como el diesel y el kerosene, a pesar que el Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles ha atenuado las variaciones de precios en el mercado local. La caída en los precios internacionales de los alimentos también se ha traspasado de forma significativa. En efecto, la variación del índice de la división Alimentos y Bebidas no Alcohólicas alcanzó un máximo en 12 meses de 16,7% en enero de este año, cayendo a 6% en mayo, acumulando una variación de -2,3% entre enero y mayo.

**En general, se observa un elevado traspaso a la inflación doméstica de las variaciones en los precios de las materias primas. Sin embargo, en el caso de otros bienes comerciables internacionalmente, los ajustes al alza del tipo de cambio, principalmente en el último trimestre de 2008 y primero de 2009, no se traspasaron a sus precios**

Por el contrario, la apreciación del tipo de cambio de los últimos 3 meses (aproximadamente 6%) parece haber contribuido a la fuerte caída en las divisiones Artículos de Vestir y Calzado, y Bienes y Servicio diversos, lo que reflejaría un comportamiento asimétrico del traspaso del tipo de cambio en un contexto económico adverso.

En el caso de los servicios, la respuesta al deterioro en la situación económica general parece depender de la elasticidad de la demanda del servicio en cuestión, ya que educación y salud acumulan variaciones nula y positiva (8,8%) en lo que va del año, respectivamente, en tanto, Recreación y Cultura, y Transporte acumulan variaciones negativas en los primeros 5 meses del año.

<sup>2</sup> Para una análisis del cambio de base del IPC ver Situación Chile, segundo semestre de 2008.

Con relación a la inflación subyacente, el IPCX, que excluye combustibles y alimentos no elaborados, acumula una variación -0,5% en el año y la inflación anualizada se ha reducido desde el máximo de 9,5% alcanzado en noviembre de 2008 hasta 4,4% en mayo 2009.

**La dinámica de la inflación de los últimos meses ha provocado un rápido cambio en las expectativas inflacionarias**

En el horizonte de un año, la EEE anticipa una inflación de 2,2%, en tanto la expectativa implícita en las tasas es -0,5%. Pensamos que el mercado estaría sobre reaccionando a consecuencia del comportamiento de los precios de los últimos meses, e incluso no anticipa el efecto estadístico que debe producir la baja base de comparación de cierre de 2008. No obstante, en los próximos meses presenciaremos una rápida caída en la inflación anualizada, debido a que proyectamos inflaciones mensuales por abajo del objetivo de largo plazo del Banco Central (3%), y a la elevada base de comparación que supone la inflación mensual promedio de 1,1% que se observó entre junio y octubre de 2008.

Los factores que soportan la proyección son un escenario de relativa estabilidad en los precios de los combustibles y el tipo de cambio, y una demanda que si bien recibirá el estímulo del carácter expansivo de las políticas fiscal y monetaria, no alterará la brecha positiva entre oferta y demanda.

Por otro lado, de acuerdo a nuestra proyección, la inflación anualizada caerá por debajo de cero entre septiembre y noviembre y se mantendrá abajo o en torno al piso del rango meta del Banco Central durante todo el año 2010. Contribuirán a impedir una deflación la recuperación de la actividad económica, la reposición de parte de la rebaja del Impuesto de Timbres y Estampillas, y el comportamiento de las remuneraciones. Con relación a este último, esperamos un aumento real en doce meses para 2009, debido a la extendida práctica de ajustar salarios sobre la base de inflación pasada.

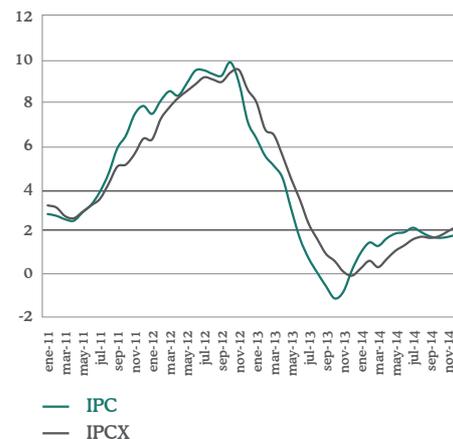
Con todo, esperamos que 2009 cierre con una inflación de 0,2% y 2010 con un aumento de 1,8%. Estas previsiones están por debajo de las del último Informe de Política Monetaria del Banco Central, aunque la proyección de éste último se hizo considerando la reposición plena del impuesto a los combustibles, y no incluye la inflación negativa (-0,25%) del mes de mayo.

**En el contexto de crisis, el gobierno ha actuado con una política fiscal fuertemente expansiva, bien direccionada, de rápida implementación y apoyada con un plan pro empleo**

A diferencia de otros episodios de crisis en el pasado, en esta ocasión el gobierno no solo ha evitado contraer gastos ante la caída de ingresos, sino que ha podido recurrir a los ahorros acumulados en los Fondos Soberanos (USD\$22.717 millones al 31 de diciembre de 2008) para financiar una política marcadamente contracíclica, de una magnitud considerable, no sólo para el tamaño de la economía de Chile, sino que en comparación con otros planes de estímulo en el resto del mundo.

En enero de 2009 el gobierno anunció el plan de medidas más contundente que es el pilar del plan de estímulo fiscal. Contempla la inyección de US\$4.000 millones en gasto e inversión, equivalente a un 2,8% del PIB. Posteriormente se complementó con un conjunto de medidas pro crédito, pero cuyo impacto fue bastante acotado, y luego con un plan pro empleo, consensuado entre gobierno, empresarios y trabajadores, que tendría como objetivo evitar que se pierdan puestos de trabajo incentivando, entre otras cosas, la capacitación como alternativa al despido. Más recientemente, se anunciaron nuevas medidas durante la cuenta anual de la Presidenta Bachelet que equivalen a un 0,2% del PIB, y están principalmente destinadas a relajar las restricciones de liquidez de los hogares.

**Evolución de la Inflación (var. % a/a)**



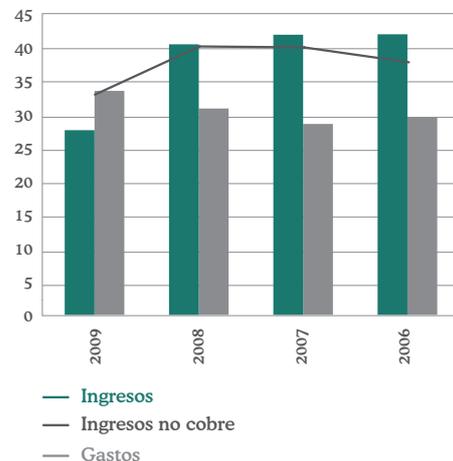
Fuente: BCCh y BBVA

**Proyecciones de Inflación (var. % a/a)**

	2009		2010	
	IPoM	BBVA	IPoM	BBVA
IPC diciembre	0,6	0,2	2,3	1,8
IPC promedio	2,3	2,0	1,5	1,7
IPCX diciembre	0,5	-0,1	1,1	2,2
IPCX promedio	3,7	3,3	2,2	1,3

Fuente: BCCh y BBVA.

**Ejecución Fiscal: % Avance sobre Ley Aprobada a Abril**



Fuente: Dirección de Presupuestos

### La ejecución presupuestaria del gasto público durante el primer cuatrimestre de 2009 ha sido superior a la registrada en años anteriores

La percepción de ingresos fiscales ha sido marcadamente inferior a ejercicios pasados. El presente año se distingue debido a que el gasto lleva la delantera de la ejecución del presupuesto vigente. A abril de 2009 se ha ejecutado el 33,53% de los gastos comprendidos en la Ley de Presupuesto. Esto indicaría una concentración del impulso fiscal en los primeros meses del año, lo cual parece acertado tras constatar que en el presente año el crecimiento de la economía podría ir de menos a más. En otras palabras el mayor gasto público se estaría concentrando específicamente en los meses en que el gasto privado parece estar más resentido, lo cual reforzaría el impulso contracíclico del Fisco en ésta oportunidad.

Los ingresos del gobierno central presupuestario acumulan sólo un 27,6% de avance sobre lo presupuestado, cifra bastante discreta comparada con años anteriores, cuando a abril el Fisco había percibido más del 40% de los ingresos proyectados en la ley. Respecto de los ingresos no cobre del Estado, observamos que a la fecha se ha percibido una menor proporción de lo presupuestado, sin embargo la caída es menos intensa que al incluir los ingresos cupríferos. Lo anterior es consistente con la situación macroeconómica que se está atravesando. La menor demanda interna explica el retroceso en la recaudación tributaria, sin embargo el ajuste del consumo no puede ser tan drástico como la caída en el precio del cobre.

Se debe recalcar que esperamos que la intensidad de la ejecución del gasto público decaiga conforme avance el año, de manera tal de cumplir con la regla fiscal ex-ante y retroceder en el estímulo hacia la segunda mitad de 2009, cuando esperamos que la demanda interna comience a mostrar signos de recuperación. (ver recuadro con análisis de la regla fiscal.)

### La política fiscal expansiva ha sido complementada con una relajación monetaria que en la práctica se ha traducido en una baja de la tasa de política monetaria desde 8,25% a 1,25% en lo que va del año

La combinación de políticas (ver Panorama Monetario y Cambiario para una discusión de la política monetaria) ha sido exitosa en cuanto a contener por un lado la demanda interna, y por otro, a mantener abierto el canal de crédito.

### La economía habría tocado fondo

Con todo, consideramos que la caída más pronunciada del producto se habría observado entre el cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009, ya que en el margen, es decir comparando con el trimestre inmediatamente anterior, la economía muestra el mayor debilitamiento. Hacia adelante, contracciones de entre -3,5 y -4% a/a para el segundo trimestre hablarían de un cambio de tendencia, ya que en el margen el producto no caería. Probablemente a partir del tercer trimestre, aunque con mayor probabilidad a partir del cuarto, volveremos a ver tasas de crecimiento positivas ¿Es creíble esta senda?

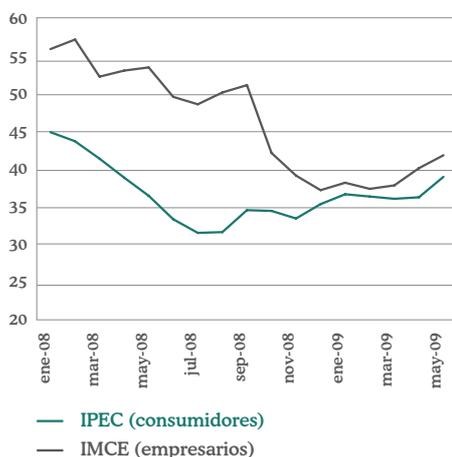
Algunos sectores como minería y una parte del comercio (supermercados) estarían mostrando señales de un cambio de tendencia. Las expectativas de empresarios, y en particular de consumidores, han mejorado considerablemente. La bolsa ha mostrado un comportamiento también en esta línea. Sin embargo, la industria se mantiene todavía muy deprimida y sin indicios de haber tocado fondo. Asimismo, un indicador líder del consumo interno, las importaciones de bienes de consumo, volvieron a desplomarse en mayo.

### Evolución IMACEC desestacionalizado en dos Recesiones



Fuente: BCCh y BBVA

### Confianza Consumidores y Empresarios



Fuente: UAI - Icare y Adimark

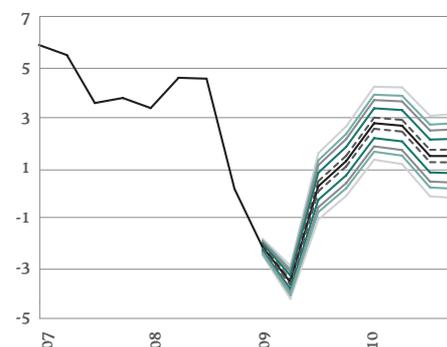
## Las proyecciones para el resto del año dan cuenta de una recuperación a partir del segundo semestre, aun cuando el crecimiento del año será negativo

Con todo, esperamos que el año cierre en -1,2% con respecto a 2008. Esta proyección se encuentra prácticamente en la mediana (-1%) de las expectativas de analistas de acuerdo a la encuesta más reciente (ver Encuesta de Expectativas Económicas BCCh, junio 2009), y por debajo del rango de -0,75 y 0,25% estimado por el Banco Central en su última revisión (ver Informe de Política Monetaria, mayo 2009). El sesgo de esta proyección es neutral, dada la información disponible, debido a que si bien no se descarta un escenario externo más benigno, la demanda interna puede no despegar al ritmo esperado en el escenario base, con lo cual los efectos se cancelarían. El perfil trimestral anticipa una recuperación en el margen a partir de la segunda mitad del año, más claramente en el cuarto trimestre.

## El principal factor de incertidumbre sigue siendo la evolución del sector externo

Ya lo mencionábamos en la introducción: el nivel de incertidumbre en el cual hemos vivido desde del punto de vista económico a partir de fines del año pasado no tiene precedentes. Si bien esperamos que la situación se vaya normalizando hacia fines de año, y en particular hacia 2010, las proyecciones para Chile se sustentan en la evolución de economías como Estados Unidos, Europa y China, y por lo tanto tienen un alto grado de incertidumbre. En el escenario base, asumimos que Estados Unidos se recuperará a partir del tercer trimestre de 2009, y que China crecerá en torno a 8%. Solamente desviaciones (escenarios más negativos) para estas dos economías tendrían un importante impacto en nuestra proyección, debido a las consecuencias sobre el nivel del tipo de cambio, precio del cobre, inversión extranjera directa, y demanda de exportaciones, por nombrar algunas variables. Si a esto agregamos que una recaída internacional tendría nefastas consecuencias en la confianza de consumidores y empresarios, la desaceleración se transmitiría al mercado doméstico con una recuperación más lenta de lo previsto de la demanda interna.

## Escenarios de Crecimiento del PIB Trimestral (\*)



Fuente: BCCh y BBVA

\* Se muestran intervalos de 20, 50, 70, 80 y 90% de confianza en torno al escenario base

## Recuadro 1: Regla de Política Fiscal ¿Evaluación ex-ante o ex-post?

El drástico empeoramiento de las condiciones económicas llevó a que el Gobierno anunciara el 5 de enero un Plan de Estímulo Fiscal de USD \$4.000 millones, equivalente a 2,8% del PIB 2009 proyectado en ese entonces. En esa oportunidad, el Gobierno corrigió su proyección fiscal indicando que 2009 cerraría con un déficit de 2,9% en lugar del superávit previamente esperado, además se anunció la reducción transitoria de la meta de superávit estructural de 0,5% del PIB a 0% del PIB para el año. Más recientemente, el gobierno ha debido modificar nuevamente sus estimaciones para las finanzas públicas del año 2009, ajustando el cálculo de ingresos a la nueva realidad económica. Ahora se proyecta que los ingresos fiscales serán 24,3% menores a los contemplados en la Ley de Presupuestos, mientras que el gasto público experimentará una expansión de 14,5% real en lugar del 5,7% real definido en dicha ley. Con estas estimaciones se espera un déficit efectivo de 4,1% del PIB para el ejercicio en curso (vs. -4,2% estimación BBVA.)

En los últimos días ha surgido un debate respecto del cumplimiento de la regla fiscal, ajustada a lograr un balance fiscal equilibrado en 2009. Ello surge como consecuencia de que los "Ingresos Estructurales" efectivos serán menores que los calculados al estimar el presupuesto. La causa de ello es que la caída en dichos ingresos ha sido mayor de la que resulta de aplicar la elasticidad-ingreso a la caída efectiva del PIB. Es por ello que estimamos que si bien el gobierno gastará un monto consistente con el programado, al final del año se producirá un déficit estructural de 0,4%.

Quienes critican al gobierno por el incumplimiento de la regla están afirmando que ella se debe usar tanto para definir el nivel de gasto durante el proceso presupuestario (ex - ante), como para evaluar su cumplimiento al final del ejercicio (ex - post). En contrapartida, sostenemos que esta es una regla para definir un límite de gasto ex - ante, el que no quedaría sujeto a cambios posteriormente, si es que los supuestos originales (crecimiento, elasticidades, etc.) no se cumplen.

Este es un tema importante porque lo que está en juego es si se deben ajustar los gastos fiscales dentro del año cuando cambian las condiciones, o se deben mantener los actuales gastos asumiendo un mayor déficit estructural ex - post. Este es un debate legítimo, que en Chile no se ha realizado hasta ahora. Si bien es cierto que en el pasado ha habido desviaciones ex - post de importante magnitud, ellas no han llamado la atención como en esta oportunidad. La respuesta no es obvia y para

### Supuestos Macroeconómicos Ministerio de Hacienda

	Ley de Presupuestos 2009	enero 2009	junio 2009
<b>PIB</b>			
Tasa de Variación Real	4,0%	2%-3%	-0,75%-0,25%
Crecimiento PIB Tendencial	4,9%	4,9%	4,9%
<b>Demanda Interna</b>			
Tasa de Variación Real	4,3%	4,3%	-4,0%
<b>IPC</b>			
Variación Diciembre a Diciembre	6,2%	5,2%	2,3%
<b>Tipo de Cambio \$/US\$</b>			
En \$ 2009	538	538	580
<b>Precio Cobre Usc/lb</b>			
BML	290		192
De Largo Plazo	199	199	199

Fuente: Dirección de Presupuestos

aproximarse a ella es conveniente evaluar el objetivo del establecimiento de la Regla Fiscal.

La Regla busca dar una perspectiva de mediano plazo a las finanzas públicas mediante la amortiguación de los shocks positivos y negativos. Para ello se proyectan los ingresos fiscales estructurales, ajustándolos por el precio del cobre, del molibdeno y por el nivel de producción -eliminando los cambios en la recaudación producto del ciclo económico-; serán estos ingresos los que se usen para determinar el nivel de gasto efectivo compatible con la regla, dando estabilidad al gasto fiscal agregado y a las políticas, programas y proyectos del sector público.

Desde esta perspectiva, parece razonable plantear que la Regla Fiscal cobra pleno sentido sólo cuando se la aplica ex ante, es decir, para definir el límite máximo del gasto en el ejercicio presupuestario. De lo contrario obligaría a continuos ajustes, a medida que avanza el año y se van conociendo nuevos antecedentes, los que en su gran mayoría llegan con bastante retardo como para que sea práctico incorporarlos. En años de profundas desviaciones respecto de la tendencia es muy posible que los errores de cálculo sean mayores, lo que agrega el problema de que exigir un cumplimiento ex - post podría ir contra los propios objetivos de la política económica.

Lo que sí parece necesario es que se establezca claramente que la Regla Fiscal en Chile es una regla que se aplica ex - ante para definir los límites de gasto, de manera de evitar confusiones en el futuro. También sería necesario incrementar la transparencia en el cálculo de los ingresos estructurales.

### Gasto Público en 2010

Si se mantienen los parámetros estructurales que sustentan la proyección del ingreso fiscal estructural, y un supuesto del precio del cobre de largo plazo en US\$1,99 la libra y la tasa de crecimiento tendencial en 4,9%, tendremos que la menor base de ingresos estructurales derivada de la caída del PIB en 2009 incidirá en un menor ingreso estructural para 2010. Con ello tendríamos que con una meta de superávit estructural de 0,5% del PIB,

el gasto nominal del gobierno sólo podría crecer 3,9%. Si bien esperamos una inflación baja para el próximo año, creemos que esa cifra sería muy baja como para sostener una recuperación económica sólida. En cambio, si se mantiene la meta (transitoria) de 2009 (equilibrio fiscal estructural) ello permitiría una expansión de 6,1% nominal en 2010, cifra modesta en comparación con los últimos años, pero consistente con un mantenimiento de la proporción del gasto público respecto del PIB.

### Supuestos Macroeconómicos BBVA

	enero 2009	junio 2009
<b>PIB</b>		
Tasa de Variación Real	-1,20%	2,10%
<b>Demanda Interna</b>		
Tasa de Variación Real	-1,40%	5%
<b>IPC</b>		
Promedio Anual	2,0%	1,7%
<b>Tipo de Cambio \$/US\$</b>		
En \$ 2009	576	563
<b>Precio Cobre Usc/lb</b>		
BML	1,78	1,57

Fuente: BBVA

### Proyección Fiscal (% del PIB)

	2009
Total Ingresos	19,3%
Total Gastos	23,6%
Superávit Primario	-4,1%
<b>Préstamo Neto / Endeudamiento Neto</b>	-4,2%

Fuente: BBVA

### 3. Panorama Monetario y Cambiario

**En los primeros seis meses del año el Banco Central pasó de una política monetaria contractiva a una fuertemente expansiva, al reducir la Tasa de Política Monetaria (TPM) desde 8,25% a 0,75%**

A pesar de las múltiples señales de deterioro del entorno macroeconómico, en su reunión de enero, el Consejo del BCCh actuó con extrema cautela y rebajó la TPM en sólo 100 puntos básicos. El comunicado del Consejo reconocía que las expectativas de inflación estaban en franco retroceso, tanto por el empeoramiento del escenario de crecimiento mundial como por la desaceleración de la actividad y la demanda doméstica. En el ámbito internacional se reconocía que el debilitamiento del crecimiento se reflejaba en condiciones crediticias más estrechas y en caídas en los precios de las materias primas. En el plano doméstico, se daba cuenta de que la información disponible para el cuarto trimestre de 2008 mostraba una significativa desaceleración de la actividad económica y de la persistencia de las condiciones crediticias restrictivas.

Con todo, el Consejo consideró que los riesgos de la inflación estaban balanceados y que había aumentado la incertidumbre con relación al crecimiento, aunque el balance de riesgos con relación a actividad estaba sesgado a la baja. A pesar que el comunicado anunciaba una relajación de la política monetaria, su condicionamiento a la evolución de la inflación no daba pie para anticipar lo que vendría en los siguientes dos meses.

En febrero debió reconocer que la situación tanto doméstica como internacional era sustancialmente peor a lo que anticipaba el IPoM de enero, y que se estaba materializando el escenario de riesgo en materia de actividad, con una ampliación de la holgura entre oferta y demanda. Se pasó entonces a un escenario con balances de riesgo a la baja tanto en crecimiento como en inflación y a considerar recortes a la TPM entre 200 y 300 puntos básicos, debido a que luego de la fuerte caída en las expectativas de inflación la TPM real se encontraba en un nivel muy elevado. Finalmente, se optó por un recorte de 250 puntos básicos, que llevó la TPM a 4,75%, agregando en el comunicado que en el escenario más probable la TPM seguiría una trayectoria por debajo de la considerada en el escenario base del IPoM y consistente con los valores implícitos de los precios de los activos financieros para mediados de año. Se reconoció que era un riesgo el ajuste por debajo de las expectativas, pero que en la medida que el mercado anticipaba nuevos recortes, sería rápidamente asimilado. Lo que no anticipó el mercado fue el nuevo recorte de 250 puntos básicos en marzo.

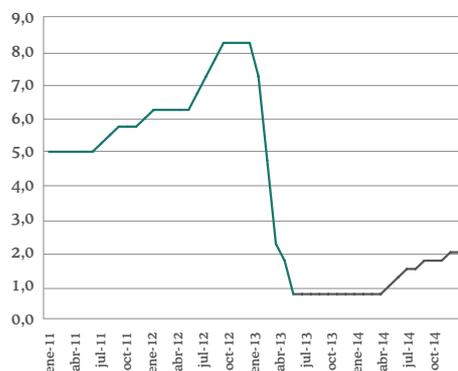
Con el recorte de marzo, la TPM se ubicó en 2,25%, apenas a 50 puntos básicos por arriba del mínimo histórico desde que se nominalizó la política monetaria.

**La baja de 600 pbs. en los primeros 3 meses del año se reflejó rápidamente en la estructura de tasas, particularmente las tasas largas que tomó su forma “típica”, y se traspasó a las tasas para los diferentes componentes del crédito, como se detalla en el Panorama Financiero**

Finalmente, los recortes de 50 pbs en abril, mayo y junio se fundamentaron en el deterioro de las expectativas económicas y su impacto en la demanda doméstica, en la velocidad de caída de la inflación, y en expectativas de que la inflación en doce meses alcanzaría cifras negativas en el tercer trimestre del año. El recorte de junio pone fin al ciclo de recortes.

Actualmente, la curva de tasas indexadas largas ha tomado su forma normal positiva, y niveles que reflejarían expectativas de normalización de la situación de actividad e inflacionaria en los plazos largos. De hecho la curva se ha trasladado hacia arriba.

#### Tasa de Política Monetaria (%)



Fuente: BCCh, proyecciones BBVA.

Por su parte, las tasas cortas en pesos han bajado marginalmente desde los valores alcanzados en abril, y la pendiente de tasas cortas indexadas se ha vuelto a invertir, ante la expectativa del mercado que se podrían repetir variaciones negativas en el IPC.

La curva forward del 8 de mayo indica que la TPM tocaría un mínimo de 1% entre junio y julio, para luego subir suavemente entre el cierre de 2009 y el comienzo de 2010, y estaría sobre 3% al cierre de 2010. Esta constatación, y los datos de inflación de mayo y actividad de abril, así como nuestra expectativa de crecimiento de mediano plazo, nos llevan a proyectar que la TPM se mantendrá en 0,75% hasta el primer trimestre de 2010, para luego comenzar un ascenso suave que la llevaría al 2% al cierre del próximo año.

El límite a que habría llegado la política de recortes a la TPM ha hecho surgir expectativas de que el BCCh comience a utilizar otro tipo de instrumentos de política monetaria, como medidas cuantitativas que induzcan una baja en la estructura de tasas largas. Concretamente, es posible que el Banco Central revise su política de emisiones, que puede consistir en cambiar la estructura de plazos, favoreciendo plazos más cortos y que determine un exceso de demanda de bonos de largo plazo. Si bien esto no ha sido descartado explícitamente por las autoridades, su probabilidad parece baja, a la luz del calendario mensual de emisiones de instrumentos públicos dado a conocer a comienzos de junio. En todo caso, el Ministerio de Hacienda al anunciar su política de financiamiento fiscal indicó que coordinará con el BCCh el calendario de emisiones a fin de dejar espacio a las emisiones de tesorería.

Esta estrategia induciría mayores emisiones de corporaciones foráneas, consumo de reservas internacionales y depreciación del peso, como se discute en el recuadro Implicaciones macro de la aparición de los “Huaso Bonds”.

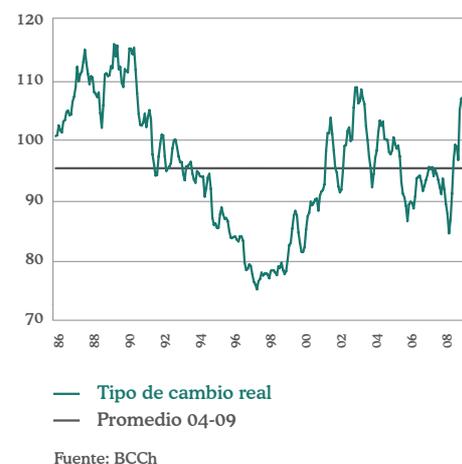
### **A medida que las tensiones financieras han comenzado a ceder, el peso chileno se ha venido fortaleciendo, superando esta apreciación el 10% entre el cierre de 2008 y principios de junio**

Esta evolución ha estado sostenida por la reducción en la aversión al riesgo a nivel internacional y la recuperación de las monedas respecto al dólar. Sin embargo, la recuperación del peso no se limita a su comparación con el dólar, y de hecho en términos multilaterales (usando el tipo de cambio multilateral del BCCh) la apreciación en el año ha sido de 11,6%. También han influido factores idiosincrásicos, como la recuperación del precio del cobre y las licitaciones semanales de US\$ 50 millones (hasta llegar a US\$ 3000 millones), provenientes del Fondo de Estabilización Económico y Social (FEES), para financiar el déficit fiscal. Mas aún, los recientes anuncios del Ministerio de Hacienda implican que el calendario de licitaciones se extiende, ya que a partir del 1° de julio de 2009 –fecha en que terminaban las ventas de dólares- se comenzarán a liquidar US\$ 4.000 millones a razón de US\$40 millones diarios.

Con relación a la posible evolución futura del tipo de cambio, es importante recordar que el BCCh no tiene un objetivo para éste, y la política de meta de inflación supone un tipo de cambio flexible. A este respecto, en su último IPoM el BCCh señala que el tipo de cambio estaría en un rango coherente con sus fundamentos en el largo plazo, y que como supuesto de trabajo asumen que el tipo de cambio en el largo plazo se ubicará “en niveles similares a los observados en las dos semanas previas al cierre estadístico del IPoM”.

Nuestra previsión sobre la evolución futura del tipo de cambio también asume una convergencia suave a un nivel de equilibrio similar al que utiliza el BCCh, lo que nos lleva a anticipar un tipo de cambio de cierre para 2009 en torno a \$ 560 por dólar.

### **Precio del Cobre y Tipo de Cambio Real**



## Recuadro 2: Implicancias Macro de la Aparición de los “Huaso Bonds”

El pasado mes de abril, la multinacional América Móvil colocó en el mercado chileno bonos por un valor de UF 4 millones (equivalentes a US\$ 144,5 millones).<sup>4</sup> Esta se constituyó en la primera emisión en moneda nacional de una empresa extranjera en el mercado chileno, para financiar operaciones fuera de Chile, lo que explica en nombre dado a este tipo de emisiones de bonos: los “Huaso Bonds”. Pero la historia no termina allí, ya que diferentes participantes del mercado de valores chileno han planteado el interés que existiría en grandes corporaciones, principalmente de la región, en realizar nuevas emisiones de Huaso Bonds. En este sentido, se ha mencionado los casos del Banco de Crédito de Perú (BCP) que estaría planeando una colocación equivalente a US\$ 300 millones; la CAF, que estudiaría colocar en Chile bonos en moneda nacional por un monto equivalente a entre US\$ 100 y US\$ 200 millones; y se mencionan otras multinacionales de México y Brasil.

Surgen así una serie de interrogantes alrededor de esta novedad financiera. La primera, acerca de los factores que explican que un país emergente como Chile pueda utilizar su moneda en la estructuración y colocación de deuda corporativa. En segundo lugar, hasta que punto el mercado financiero chileno tiene la profundidad suficiente para que se realicen otras operaciones como las que se estarían planteando. Finalmente, cuáles son las implicaciones macroeconómicas de que dichas operaciones se materialicen.

Comenzando por los factores que hicieron posible la emisión de América Móvil, indudablemente que el primero es la existencia de inversionistas con el suficiente capital y dispuestos a prestarlo, y empresas ávidas de ese capital.

La primera parte de esta condición se da en Chile, principalmente por el desarrollo que han adquirido los inversores institucionales y más específicamente las AFPs, que a mayo de 2009 acumulaban MMUS\$ 92.982,22 (tipo de cambio US\$564.64, del 29 de mayo de 2009), equivalente a 59,3% del PIB de 2008.

Relacionado con lo anterior, estas corporaciones se estarían endeudando en moneda nacional por lo cual para que este tipo de operaciones sea viable deben concurrir otras condiciones; una de ellas es la existencia de un mercado de derivados que les permita cubrirse ante la eventualidad de una devaluación del peso chileno. Este mercado existe, pero tan importante como su existencia es la de condiciones macroeconómicas que le den solidez al valor de la moneda nacional. En este

sentido, la existencia de un Banco Central independiente y con una regla monetaria de objetivo de inflación ayuda a que se cumpla esta condición, como también lo hace la regla fiscal de superávit estructural. Estas fortalezas macroeconómicas de Chile son las que, por otro lado, mantendrían acotado el riesgo y el costo de las coberturas.

Con todo, una pregunta que cabe es acerca de los límites de este tipo de operaciones en una economía pequeña y abierta como la chilena. La respuesta a esta interrogante está relacionada con las implicaciones macroeconómicas de estos desarrollos.

Es claro que operaciones muy masivas como las que se anticipan podrían afectar de manera significativa el comportamiento de variables fundamentales, como son el tipo de cambio y las tasas de interés.

En términos muy resumidos, desde un punto de vista teórico es posible inferir que los efectos sobre el tipo de cambio y las tasas de interés de movimientos de capital (o incluso expectativas de estos movimientos) deberían servir de estabilizadores y moderar el tamaño de las operaciones y en definitiva el efecto sobre las variables señaladas.

En el caso del tipo de cambio, en el corto plazo habrá una tendencia a la depreciación de la moneda. Obviamente, mientras más fuerte sea esta presión y se haga efectiva, menos atractiva será la emisión en Chile, ya que se deberían encarecer las operaciones de cobertura. Adicionalmente, en el caso de una economía abierta y sin restricciones a los movimientos de capital, el aumento en las expectativas de devaluación debería presionar a un alza en las tasas de interés, reforzando el anterior efecto.

Dependiendo de la intensidad que adquieran los movimientos en el tipo de cambio y en las tasas de interés, los efectos deberían ser en la composición del producto, favoreciendo las exportaciones netas sobre la inversión en el corto plazo, y a los sectores transables sobre los no transables. No obstante, siendo relativamente profundo (en comparación con otros países de la región) el mercado de capitales chileno, pensamos que la combinación de los estabilizadores antes mencionados y una demanda limitada de títulos foráneos, harán poco probable que se materialice una cantidad de operaciones y una magnitud de estas que produzca un efecto sustancial en la estructura productiva chilena.

<sup>4</sup> La UF es una unidad de cuenta reajutable de acuerdo a la inflación. Se estableció originalmente el 20 de enero de 1967, principalmente para indexar préstamos hipotecarios, pero posteriormente su uso se ha extendido a todo tipo de operaciones financieras.

## 4. Panorama Financiero

En términos generales, el mercado financiero chileno se puede describir como uno bien regulado para estándares internacionales, con una banca cuyos niveles de solvencia se mantienen altos y en la cual no se observan restricciones de crédito. Salvo el período de mayor tensión vivido entre septiembre y octubre de 2008, en que las líneas de financiamiento externo se vieron prácticamente cerradas, estas han permanecido abiertas aunque a costos más altos. En el mercado doméstico, en la misma época de tensión, los bancos sufrieron demandas importantes de liquidez toda vez que las empresas comenzaron a copar sus líneas de crédito por miedo a no tener financiamiento para capital de trabajo en el futuro cercano. Tanto el Ministerio de Hacienda, como el Banco Central de Chile, realizaron inyecciones de dólares al sistema y a fin de año la situación ya estaba casi normalizada.

De hecho, el Informe de Estabilidad Financiera del Banco Central de Chile publicado en enero de 2009, entrega una visión bastante positiva del sistema financiero chileno, aun cuando “invita” a los bancos a aumentar su capital de forma preventiva. Vale la pena destacar que cerca del 80% de la banca mantiene un rating de AA y AAA, además de controles directos de exposición a riesgos de crédito y financieros, con lo cual las pérdidas se encuentran acotadas en este sentido.

Como comentamos en el Panorama Monetario y Cambiario de esta edición la política monetaria ha sido fuertemente expansiva con el fin de i) aumentar la liquidez, ii) motivar mayor gasto y así iii) combatir la inflación negativa.

### El traspaso desde la baja de la tasa de política monetaria a las tasas de mercado ha sido bastante rápido

En varios segmentos como crédito para la vivienda y créditos comerciales las tasas actuales están por debajo de los niveles pre crisis, con lo cual no solo se ha revertido el ciclo alcista, sino que las condiciones son aun más favorables. Sin dejar de reconocer que por se esto significa que las restricciones de liquidez hayan disminuido, se debe tener en cuenta que estas son las tasas nominales promedio de los créditos efectivamente otorgados.

En cuanto a las tasas de los créditos de consumo la evolución es mixta, ya que para ciertos tramos se observa una baja importante (plazos superiores al año), incluso a niveles pre crisis, pero no para otros (plazos hasta un año).

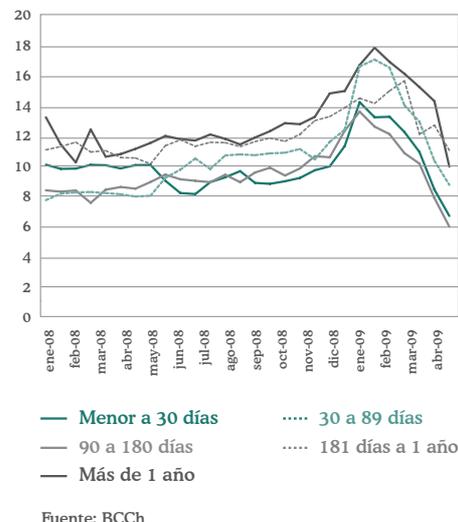
Este traspaso a tasas no ha sido generalizado ni tan evidente en las tasas más largas de los bonos del Banco Central de Chile, por ejemplo, BCU5. Con el fin de lograr un traspaso más rápido a la parte larga de la curva, el Consejo del Banco Central ha señalado que mantendrá por un tiempo prolongado los tipos a niveles bajos.

### Los flujos de créditos mejoran, o se estabilizan en todos los segmentos...

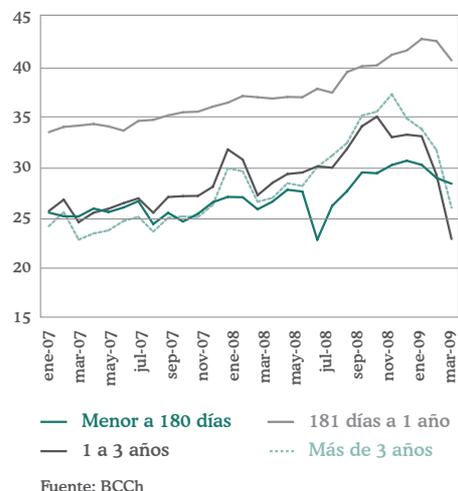
La información obtenida a partir de los flujos de créditos, es decir, de la variación del stock de créditos en un mes con respecto al mes inmediatamente anterior, es significativa para captar lo que está ocurriendo en el margen. Hechas las correcciones por estacionalidad correspondientes, observamos que luego de varios meses continuos de caídas en los flujos, algunos segmentos comienzan a mostrar una recuperación.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> La comparación histórica se hace difícil a partir de enero de 2008 por la implementación de los cambios contables realizados para seguir estándares internacionales (IFRS). Más aun, en enero de 2009, una vez más se realizaron cambios, pero esta vez la comparación con 2008 es factible de realizar (ver recuadro).

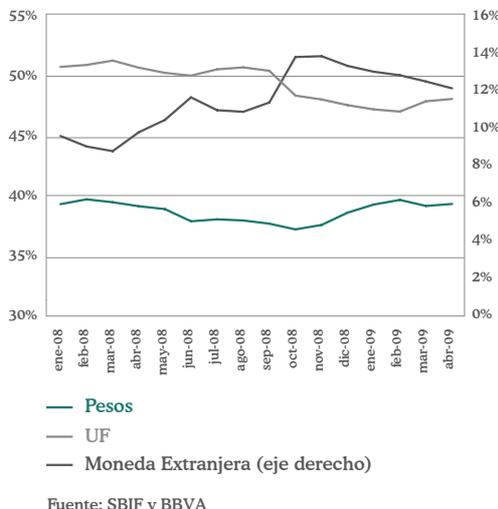
### Tasas de Interés Créditos Comerciales (tasas nominales)



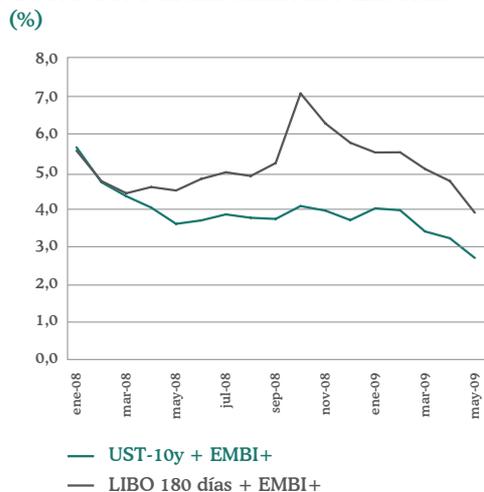
### Tasas de Interés Créditos de Consumo (tasas nominales)



### Composición de Colocaciones Bancarias por Moneda (ene 08 - abr 09)

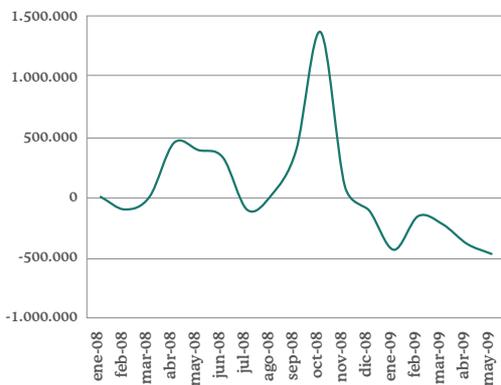


### Costo del Financiamiento Externo



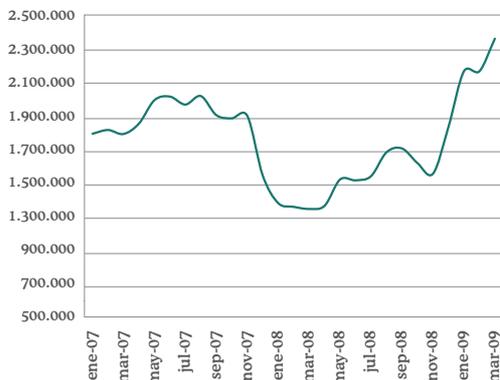
Fuente: BCCh

### Flujo de Crédito Comex Nominal (millones de \$ serie desestacionalizada)



Fuente: SBIF y BBVA

### Colocación de Bonos Corporativos (millones de pesos corrientes, últimos 12 meses)



Fuente: SVS y BBVA

En particular, las empresas chilenas, que en general presentaron una favorable evolución en el escenario de volatilidad del tipo de cambio observado a fines de año, con una baja exposición al riesgo cambiario y con favorables niveles de cobertura de estos riesgos, volvieron al mercado financiero local financiando capital de trabajo tanto con bancos como con emisiones privadas de deuda. Así, tanto los créditos comerciales, como aquellos destinados a comercio exterior experimentado un alza importante.

### ...excepto el segmento de créditos para comercio exterior, que luego del boom del último trimestre de 2008 ha mostrado flujos negativos

Tomando en cuenta la serie desestacionalizada, el alza los flujos de créditos para comercio exterior en el mes de octubre de 2008 da cuenta de este efecto. En el mismo gráfico se puede observar que la tendencia se ha revertido, en particular desde febrero de 2009. A partir de la misma fecha, el costo del financiamiento externo ha comenzado a caer más rápidamente, pero al mismo tiempo han caído los flujos de comercio exterior. En otras palabras, las necesidades de créditos son menores dado que el volumen de importaciones (por ejemplo) está cayendo en forma importante. Sin embargo, los flujos de créditos caen más rápido que los de comercio, dado que la razón entre ambos cae drásticamente a partir de noviembre 2008.

Los requerimientos de financiamiento externo no son muy importantes para la banca. Además, han contado en la actualidad con la desinversión de los fondos de pensiones en los mercados externos, aumentando la disponibilidad de funding en el mercado local.

En relación a los posibles descalses entre moneda local y extranjera, cabe mencionar que la banca chilena tiene una baja proporción de su cartera en moneda extranjera – la que ha ido cayendo desde octubre de 2008-, además de un control normativo que reduce los niveles de exposición a éste y otros riesgos financieros. Por otra parte, las exposiciones en derivados son fuente de consumo de base de capital, pues no se consideran en su posición neta, sino en saldo total que adeuda la contraparte. Así, un aumento en la exposición aumenta los requerimientos de capital.

### Sin embargo, los estándares de aprobación de nuevos créditos se han elevado, y la demanda por financiamiento bancario se ha debilitado

Lo paradójico es que observando que las tasas han vuelto a los niveles pre crisis, y los flujos de créditos han comenzado a repuntar, se podría concluir que el mercado de crédito ya no muestra restricciones. Sin embargo, la última encuesta sobre créditos bancarios levantada por el Banco Central de Chile (marzo 2009) da cuenta de condiciones más restrictivas de crédito –es decir, mayores spreads sobre el costo de los fondos de créditos comerciales, mayor premio exigido a los créditos más riesgosos, requerimientos de garantías más elevados, y han disminuido el monto y los plazos de las líneas de créditos aprobadas-, aun cuando la fracción de bancos que reporta condiciones más restrictivas cae en relación a la encuesta anterior. La percepción respecto de la demanda por crédito también aparece debilitada, de acuerdo a lo que notifica el Banco Central.

El mercado de bonos corporativos se ha hecho atractivo incluso para emisores extranjeros, instrumentos que han sido llamados “Huaso Bonds” El mercado de bonos corporativos ha pasado a ser un protagonista dentro del mercado de capitales chileno durante el primer trimestre del año, aun cuando el mercado bursátil le hace una franca competencia. Las emisiones han aumentado en forma importante, alcanzando niveles muy superiores al promedio de los últimos dos años. Los spreads a los

que se están colocando los bonos dan cuenta de una mejora en las condiciones financieras, siendo estos altamente competitivos y difícilmente igualables por los préstamos bancarios.

Las atractivas condiciones de emisión han logrado captar la atención de empresas fuera de nuestras fronteras (ver recuadro).

**Después de sufrir pérdidas cercanas a 40% durante 2008, la bolsa se recupera, incluso revirtiendo gran parte de éstas**

Mejoras en las expectativas de crecimiento económico, niveles históricamente bajos de la tasa de política monetaria, precio del cobre al alza, son algunas de las razones que podrían estar detrás del alza en los índices bursátiles. Este no es un fenómeno local ya que en general las bolsas mundiales han mostrado una tendencia al alza durante los últimos meses.

La caída de 2008 en cualquier caso será recordada con pesar ya que significó pérdidas considerables en las carteras de los fondos de pensiones, y por tanto, en la pensión de los jubilados próximos a retiro. De todas maneras, por ley estas personas no pueden mantener sus ahorros en los fondos más riesgosos (Fondos A y B). La opción por defecto asigna los fondos de los pensionados y trabajadores próximos a jubilar al fondo conservador (Fondo E), pero incluso éste no estuvo al margen de las pérdidas. Tanto las administradoras de fondos de pensiones, como la autoridad fiscalizadora del sector, lanzaron una campaña comunicacional y educativa para los afiliados, con el fin de evitar el éxodo hacia fondos menos riesgosos en medio de la crisis y alentar la toma de decisiones en función de objetivos de largo plazo.

**IPSA, Índice Accionario**



Fuente: Bloomberg

## Recuadro 3: Transición hacia nuevas normas contables con estándares internacionales IFRS <sup>5</sup>

Desde el año 2005, el sector bancario ha venido preparando la implementación de las normas y procedimientos contables internacionales conocido como IFRS por su nombre en inglés, proceso que está en su etapa final en el año en curso. La hoja de ruta acordada se ha ido cumpliendo como se había planeado. En una primera etapa que comenzó el año 2006 se introdujeron cambios en la valoración y reconocimiento de instrumentos financieros (IAS 39). En particular, se recoge que las emisiones securitizadas (titulizadas), en la medida que el banco mantenga una porción significativa de riesgo, deben ser reintegradas a balance (activos subyacentes), no permitiendo siquiera liberar capital. Luego, en una segunda etapa, a partir de enero de 2008, se comenzaron a presentar los Estados Financieros en los formatos nuevos, donde destaca la presentación ya no individual sino consolidada. La aplicación integral de IFRS se concretó a partir de enero 2009, completando así la tercera y última etapa.

Como consecuencia de la implementación de los criterios de contabilización de IFRS, las series de colocaciones históricas (hasta diciembre 2007) no son comparables a las presentadas a partir de enero 2008, y nuevamente las de enero 2009 en adelante no serían comparables a las de 2008 (aun cuando los cambios esta vez tienen un impacto bastante reducido que hace que en la práctica se puedan comparar).

En términos ya de resultados de un banco, las nuevas normas tendrían implicancias sobre el patrimonio de las instituciones (por efectos de primera implementación) y algunos sobre resultados, siendo el principal la eliminación de la corrección monetaria. En este último caso, los beneficios del no reconocimiento de las pérdidas por corrección monetaria (con inflaciones positivas) podrían ser de 20% a 30% del beneficio antes de impuesto.

En cuanto a los ajustes contra patrimonio podemos destacar:

**(1) Ajuste MTM Bienes Raíces:** Impacto negativo en patrimonio ya que la valorización de algunos bienes físicos (activo fijo) a valor de mercado, según tasaciones, cae, lo cual es una consecuencia de la coyuntura inmobiliaria.

**(2) Corrección Monetaria:** Chile al no ser un país inflacionario por normativa IAS, deja de corregir monetariamente sus saldos de balance, siendo los

principales el activo fijo y el capital y reservas (este último mayor por lo que regularmente la corrección monetaria significa una pérdida en resultados). Contra patrimonio se ajusta el efecto de la corrección monetaria del activo fijo, con lo cual el patrimonio se afecta negativamente.

**(3) Ajuste de provisiones:** Se provisionan las colocaciones contingentes y los saldos dispuestos pero no utilizados de los clientes empresas y personas en líneas de sobregiro y tarjetas. El efecto sobre patrimonio es negativo.

**(4) Liberación de Suspensiones:** Los créditos que se encontraban suspendidos en su devengo de intereses, se considera el devengo en resultados por un cambio en la metodología de suspensión, al considerarse la relación deuda/garantía de los créditos para el reconocimiento de las pérdidas, fundamentalmente. El efecto sobre patrimonio es positivo.

**(5) Aceleración de castigos:** Según el nuevo marco normativo se adelanta el plazo de los castigos, afectando fundamentalmente la cartera comercial y en menor medida la hipotecaria. Esto tiene un efecto negativo sobre patrimonio.

Otro cambio de gran relevancia tiene relación con la forma en que se contabiliza la cartera morosa. Hasta fines de 2008, se reconocía como morosa solamente la porción del crédito (cuotas) moroso por más de 90 días o bien se haya acelerado el cobro de todo el crédito. Bajo el nuevo marco contable, una vez que parte del crédito está moroso, se imputa todo el saldo del crédito a cartera morosa. La consecuencia inmediata es que los nuevos indicadores dan cuenta de un deterioro mucho más drástico de la cartera de deuda de lo que el indicador anterior reflejaba. Con el fin de poder hacer comparaciones históricas, la SBIF ha seguido publicando el concepto anterior bajo el nombre de cartera vencida, y el nuevo como cartera con morosidad de 90 días o más. A modo de comparación, en abril de 2009 la cartera vencida alcanzaba un 1,19% del total de colocaciones, mientras que la cartera con morosidad de 90 días o más un 2,86%.

En esta misma línea, las normas IFRS recomiendan avanzar hacia el concepto de cartera deteriorada: cartera que aun está vigente, pero que tiene un mal pronóstico en el sentido de que podría clasificarse como morosa

<sup>5</sup> Se agradecen los comentarios de Leonel Segovia, Gerente de Planificación y Oficina Valor, División Financiera BBVA Chile.

en un futuro cercano. Un argumento para pasar a cartera deteriorada sería que, por ejemplo, una vez que un cliente deja de pagar una cuota, no solo se considera moroso el crédito sobre el cual dejó de pagar, sino que además se incluye como “deteriorado” el total de otras colocaciones que mantenga el cliente con el banco, independiente de si éstas se encuentran al día.

Otras razones para clasificar una cartera como deteriorada, es que el deudor esté pasando por una situación financiera complicada, quiebra inminente, reestructuración forzosa, trasgresión de los límites en

el uso de las líneas de crédito o sobregiro, entre otras (ver Informe de Estabilidad Financiera, 2° semestre, BCCh). La implementación de este concepto fue pospuesto principalmente por una falta de homogeneidad en los criterios que usa cada banco para clasificar a sus deudores, ya que algunos bancos tienen estándares más estrictos que otros. Estimaciones nuestras indican que la cartera deteriorada podría ser del orden de 3,5% del total de colocaciones, muy por sobre el 1,19% de la cartera vencida a abril 2009.

## Indicadores Económicos Básicos

	2007	2008	2009(p)	2010(p)
<b>Actividad, promedio</b>				
PIB Nominal (\$, miles de millones)	85.621	88.535	84.196	88.083
PIB Nominal (USD miles de millones)	163,9	169,5	146,2	156,5
PIB Real (variación %)	4,7%	3,2%	-1,2%	2,1%
<b>Inflación, final de periodo</b>				
IPC (Var. % prom.)	7,8%	7,1%	0,2%	1,6%
<b>Tipo de Interés y Tipo de Cambio, fin de periodo</b>				
TPM	6,00%	8,25%	0,75%	2,00%
Tipo de cambio	499,28	649,00	560,00	566,00
<b>Finanzas Públicas</b>				
Déficit/Superávit Fiscal (% PIB)	8,8%	4,9%	-4,2%	-3,8%
<b>Sector Externo</b>				
Exportaciones (USD miles de millones)	67,7	66,5	46,0	49,2
Importaciones (USD miles de millones)	44,0	57,6	45,1	50,1
Balance Comercial (USD miles de millones)	23,6	8,8	0,9	-0,9
Cuenta Corriente (% PIB)	4,4%	-2,0%	-3,1%	-4,6%
Reservas Internacionales (USD, miles de millones)	17	23	23	23

## Contexto Internacional

Materias Primas (fin de periodo)							
	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Brent (USD/barril)	93,9	45,6	56,3	Soja (USD/t.)	423,2	343,2	370,0
Cobre (USD/t9)	6.675,0	3.070,0	3.638,0	Maíz (USD/t.)	160,8	143,7	170,0
Oro (USD/troyoz.)	833,9	882,1	875,0	Trigo (USD/t.)	312,4	215,6	210,0

PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	2,0	1,1	-2,0	1,1	2,9	3,8	-0,3	1,5
UEM	2,6	0,6	-3,3	-0,1	2,1	3,3	0,3	1,0
Japón	2,4	-0,7	-6,0	-0,4	0,7	0,0	-0,8	0,4
China	13,0	9,0	8,1	8,4	6,5	2,0	0,0	2,0

América Latina								
Argentina	8,7	7,0	-1,8	0,7	8,5	7,2	7,5	10,0
Brasil	3,8	5,1	-2,1	3,0	4,5	5,9	4,2	4,4
Chile	4,7	3,2	-1,2	2,1	7,8	7,1	0,2	1,8
Colombia	7,5	2,5	-0,5	1,1	5,7	7,7	4,3	3,8
México	3,3	1,4	-6,3	1,7	3,8	6,5	3,8	3,9
Perú	8,9	9,8	2,4	3,6	3,9	6,7	2,1	2,0
Venezuela	8,4	4,8	-0,5	-2,9	22,5	31,9	42,3	49,2
LATAM <sup>1</sup>	4,9	4,1	-2,9	1,9	6,0	8,1	6,6	7,5
LATAM Ex-México	5,7	5,1	-1,4	1,8	7,1	8,7	7,5	8,7

<sup>1</sup> Inflación EE.UU. y UEM: promedio del periodo.

Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	-1,2	-4,6	-12,7	-8,4	-5,3	-4,8	-3,0	-2,9
UEM	-0,6	-1,9	-5,4	-6,0	0,5	-0,1	-0,3	-0,4
Japón	-5,4	-4,9	-8,0	-9,0	4,8	3,2	3,0	3,0
China	0,7	-0,4	-2,9	-1,4	11,0	9,8	9,5	10,0

América Latina								
Argentina <sup>2</sup>	3,2	1,4	0,1	0,8	2,7	2,3	1,9	2,0
Brasil	-2,3	-1,7	-2,3	-1,4	0,1	-1,8	-1,3	-1,4
Chile <sup>2</sup>	9,9	4,9	-4,2	-3,8	4,4	-2,0	-3,1	-4,6
Colombia	-2,7	-2,3	-4,2	-3,5	-2,8	-2,8	-4,0	-2,7
México	0,0	-0,1	-1,8	-1,8	-0,8	-1,4	-1,9	-2,1
Perú	3,1	2,1	-1,2	-1,1	1,1	-3,3	-3,3	-3,2
Venezuela <sup>2</sup>	3,0	-0,2	-6,0	-6,6	8,7	13,1	0,7	2,4
LATAM <sup>1</sup>	0,1	-0,4	-2,3	-1,8	0,7	-0,4	-1,3	-1,3
LATAM Ex-México	0,4	-0,4	-2,6	-1,9	1,3	-0,1	-1,2	-1,1

<sup>1</sup> Media de los 7 países mencionados. <sup>2</sup> Gobierno Central.

Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasa Oficial (% , fin de período)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.					4,25	0,25	0,00	0,00
UEM (\$/euro)	1,5	1,3	1,2	1,1	4,00	2,50	0,75	0,50
Japón (yenes/\$)	112	93	93	101	0,50	0,10	0,10	0,10
China (cny/\$)	7,3	6,8	6,8	6,6	7,47	5,31	4,50	3,96

América Latina								
Argentina	3,1	3,4	4,1	4,5	13,50	19,08	17,00	15,03
Brasil	1,8	2,3	2,1	2,1	11,25	13,75	8,50	8,50
Chile	499	649	560	566	5,90	8,25	0,75	2,00
Colombia	2.015	2.244	2.343	2.586	9,50	9,50	5,00	5,00
México	10,9	13,7	13,0	12,4	7,50	8,25	4,50	4,50
Perú	3,0	3,1	3,15	3,20	5,00	6,50	2,00	2,00
Venezuela	2,2	2,2	2,7	3,5	11,70	17,60	16,00	14,50

## Interesados dirigirse a:

Pedro de Valdivia 100, piso 14, Santiago

T: 6338700

F: 6792600

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

### Servicio de Estudios Económicos:

#### Director:

José Luis Escrivá

#### Economistas Jefe:

España y Europa: Rafael Doménech - [r.domenech@grupobbva.com](mailto:r.domenech@grupobbva.com)

España: Miguel Cardoso - [miguel.cardoso@grupobbva.com](mailto:miguel.cardoso@grupobbva.com)

Europa: Miguel Jiménez - [mjimenezg@grupobbva.com](mailto:mjimenezg@grupobbva.com)

EE.UU. y México: Jorge Sicilia - [j.sicilia@bbva.bancomer.com](mailto:j.sicilia@bbva.bancomer.com)

EE.UU.: Nathaniel Karp - [nathaniel.karp@compassbank.com](mailto:nathaniel.karp@compassbank.com)

México: Adolfo Albo - [a.albo@bbva.bancomer.com](mailto:a.albo@bbva.bancomer.com)

Análisis Macroeconómico México: Julián Cubero - [juan.cubero@bbva.bancomer.com](mailto:juan.cubero@bbva.bancomer.com)

Escenarios Financieros Económicos: Mayte Ledo - [teresa.ledo@grupobbva.com](mailto:teresa.ledo@grupobbva.com)

Análisis Sectorial: Ana Rubio - [arubio@grupobbva.com](mailto:arubio@grupobbva.com)

Escenarios Financieros: Daniel Navia - [daniel.navia@grupobbva.com](mailto:daniel.navia@grupobbva.com)

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido - [giovanni.diplacido@grupobbva.com](mailto:giovanni.diplacido@grupobbva.com)

Tendencias Globales: David Tuesta - [david.tuesta@grupobbva.com](mailto:david.tuesta@grupobbva.com)

Economía Emergentes: Alicia García-Herrero - [alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk](mailto:alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk)

Análisis Transversal: Sonsoles Castillo - [s.castillo@grupobbva.com](mailto:s.castillo@grupobbva.com)

América del Sur: Joaquín Vial - [jvial@bbva.cl](mailto:jvial@bbva.cl)

Argentina y Uruguay: gloria Sorensen - [gsorensen@bancofrances.com.ar](mailto:gsorensen@bancofrances.com.ar)

Chile:

Colombia: Juana Téllez - [juana.tellez@bbva.com.co](mailto:juana.tellez@bbva.com.co)

Perú: Hugo Perea - [hperea@grupobbva.com.pe](mailto:hperea@grupobbva.com.pe)

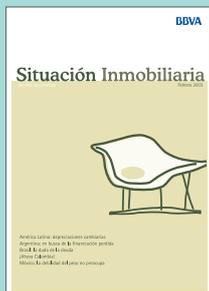
Venezuela: Oswaldo López - [oswaldo\\_lopez@provincial.com](mailto:oswaldo_lopez@provincial.com)

#### Asia:

China: Li-Lan Liu - [lliu@bbva.com.hk](mailto:lliu@bbva.com.hk)

No China Asia: Ya-Lan Liu - [yalan@bbva.com.hk](mailto:yalan@bbva.com.hk)

## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA y se entrega sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de nueva información o de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA, sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta, invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.

Este documento se provee sólo a contrapartidas de mercado y a inversores especializados quienes deben tomar sus propias decisiones de inversión. Cualquier opinión, estimación, predicción o recomendación aquí contenida y las inversiones a las que se refieren pueden no ser adecuadas para inversionistas por su específica posición financiera u objetivos de inversión. Los inversionistas no especializados que, no obstante lo anterior, tengan acceso al presente documento deberán obtener, respecto de inversiones concretas, asesoramiento específico y especializado. BBVA no acepta ningún tipo de responsabilidad por pérdidas, directas o indirectas, como consecuencia del uso de este informe. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de BBVA.