

# Situación

Servicio de Estudios

Segundo Trimestre 2005



Editorial

Panorama Internacional: ¿Sigue la buena racha 2005?

Panorama Macroeconómico: Camino despejado

Panorama Financiero: Inflación reducida y bajas tasas de interés a favor de la actividad

Estudio Especial: El sistema de pensiones chileno

# Índice

Fecha de cierre: 28 de marzo de 2005.

**Editorial** 2

**1. Panorama Internacional:** 3  
¿Sigue la buena racha en 2005?

**2. Panorama Macroeconómico:** 11  
Camino despejado

**3. Panorama Financiero:** 16  
Inflación reducida y bajas tasas de interés siguen favoreciendo la actividad

**4. Estudio Especial:** 21  
Sistema de Pensiones Chileno

**5. Tablas de Indicadores y Proyecciones** 27 y 28

**Recuadros**

¿Por qué preocupan tanto los déficit en Estados Unidos? 10  
¿Por qué cambió tanto la cifra de Cuenta Corriente en 2004? 15  
Petróleo: China siempre China 20

## Servicio de Estudios Económicos

### Director del Área:

José Luis Escrivá

### Subdirector del Área:

David Taguas

### Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Javier Santiso

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Europa: Manuel Balmaseda

**Análisis Sectorial:** Carmen Hernansanz

**Escenarios Financieros:** Maite Ledo

## Han elaborado esta publicación:

### Economista Jefe:

Joaquín Vial Ruiz Tagle

jvial@bbva.cl

### Economistas:

Michele Favre Morel

Francisca Lira Domínguez

Michael Settels

mfavre@afprovida.cl

flira@bbva.cl

msettels@bbva.cl

Joaquín Vial

Gerente Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## Editorial

### Petróleo, tasas de interés y desafíos para el Banco Central

El precio del petróleo ha sido un gran aliado de muchos bancos centrales en el último tiempo: cuando se temía que la expansión de la demanda interna estaba empezando a crecer a tasas insostenibles, las alzas del petróleo contuvieron esa expansión, incluso más allá de lo deseable en Europa y Japón. Como esos países han experimentado simultáneamente una revaluación de sus monedas, el ajuste ha sido sin inflación. En Estados Unidos la situación ha sido algo más complicada, ya que se ha combinado la devaluación del dólar con el alza del petróleo para reactivar la inflación, y ello ha forzado a la Reserva Federal a asumir una postura más agresiva en las alzas de tasas de interés.

En Chile las alzas del petróleo han afectado el ingreso disponible de las familias en momentos en que las expectativas son muy auspiciosas, lo que ha mantenido acotada la expansión de la demanda interna. Gracias a ello el Banco Central ha podido subir gradualmente y sin urgencias la tasa de política monetaria.

Mirando hacia adelante el camino se ve un poco más complejo: hay coincidencia en que el precio del petróleo seguirá alto en 2005, pero también en que debería bajar desde sus niveles actuales en el curso del año. Cuando ello ocurra tendremos un aumento en el poder de compra que dará un impulso adicional a la demanda interna. Por eso el Banco Central ha hecho bien al aumentar las tasas de interés. En este escenario se necesitarán tasas de interés reales positivas, y en la medida que estemos más cerca de ellas el ajuste será menos brusco.

En los meses que vienen, cuando las tasas de interés pasen claramente a niveles reales positivos, el Banco Central deberá tomar en cuenta dos cambios recientes que impactan en la potencia de la política monetaria: el traslado de créditos hipotecarios de largo plazo a tasas fijas a créditos con tasas variables, y el desacoplamiento de las tasas largas en U.F. de las tasas nominales, originado en la escasez de oferta de deuda de largo plazo en U.F.

En relación al primer tema, el cambio ha sido muy rápido y significativo: hoy una elevada proporción de los créditos hipotecarios están pactados con tasas de interés flotantes, que se mueven al ritmo de las tasas de mediano plazo (1-2 años). De esta forma, y al menos en un tramo del alza de las tasas de interés, ellas afectarán directamente el ingreso disponible de las familias, impactando el consumo. Será importante cuantificar y vigilar este efecto para evitar sobreajustes monetarios.

En lo que concierne al segundo, hay evidencia de que la escasez de papeles de deuda de largo plazo indexados en UF está afectando el nivel de las tasas de interés largas, que permanecen a niveles muy bajos, a pesar de las alzas en la tasa de política monetaria y los aumentos en las tasas de interés internacionales. El fisco tiene superávit, por lo que no emite deuda interna, el Banco Central protege su balance por lo que no aumenta los cupos en sus licitaciones de papeles en UF, y el mercado de letras hipotecarias se está reduciendo. Las emisiones de bonos de empresas no alcanzan a compensar todo lo anterior. Como las AFP están topadas en sus límites de inversión en renta variable y en el extranjero, esta situación puede permanecer por un tiempo. Esto tiene dos efectos: por un lado abre espacios al arbitraje de tasas, induciendo salidas de capitales que debilitan al peso artificialmente, generando así más inflación de la necesaria, y, por otro, reducen la capacidad de la TPM para afectar las tasas de largo plazo.

Todo lo anterior plantea desafíos importantes a las autoridades económicas, de cara a un año que se vislumbra promisorio, pero en el que se debe cuidar que no se generen desequilibrios que interrumpan la trayectoria de crecimiento en 2006 o 2007.

# 1. Panorama Internacional: ¿Siguen la Buena Racha en 2005?

El año 2004 fue de crecimiento récord para la economía mundial. Mientras Estados Unidos creció por sobre su potencial, cerrando el año con un aumento del PIB de 4,4%, China continuó con una extraordinaria expansión económica de 9,5%, al mismo tiempo que la Unión Europea, mostró un crecimiento moderado, pero algo más alto que en años anteriores. La sincronía en el crecimiento de todos los bloques hizo aumentar la demanda por materias primas con su consiguiente incremento en precios. Los mayores precios de materias primas beneficiaron a Latinoamérica, exportador neto de éstas, que en su conjunto terminó creciendo a una tasa cercana a 6%, lo que no se observaba desde hace 20 años.

Para el año 2005 el panorama también se vislumbra auspicioso y las proyecciones apuntan a que será un año casi tan bueno como el que pasó, con proyecciones de crecimiento levemente más bajas que en 2004. Este moderado freno en el dinamismo estaría originado en los elevados precios del petróleo, a lo que se agrega la menor expansividad monetaria y fiscal prevista en EE. UU. y el descenso en el crecimiento chino. Si bien, los indicadores coyunturales de actividad hasta ahora conocidos para el primer trimestre del año 2005 son favorables, persisten inquietudes respecto de los efectos que el elevado precio del petróleo podría tener sobre la actividad y la inflación. Por otra parte, continúa siendo motivo de preocupación la evolución de las variables financieras en Estados Unidos, en atención al creciente déficit en Cuenta Corriente.

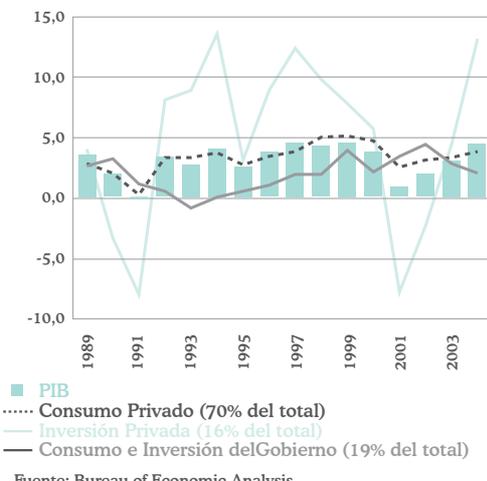
## Estados Unidos continuará siendo el centro de la noticia

Durante el año 2004 la economía norteamericana creció un 4,4%, la cifra más alta de los últimos ocho años. La expansión económica estuvo liderada por la demanda interna que registró una variación de 5,2%, con un crecimiento de la inversión de 13,2% (ver gráfico), a lo que se agrega una importante expansión del consumo de 3,8%. Ambos componentes se vieron favorecidos tanto por las bajas tasas de interés, que se encuentran en mínimos históricos, como por el mayor ingreso disponible asociado a las rebajas de impuestos. El importante crecimiento en la demanda se reflejó en un fuerte aumento de las importaciones, redundando en la ampliación del déficit en Cuenta Corriente, que cerró el año 2004, con 665.940 millones de dólares, equivalente a 5,7% del PIB.

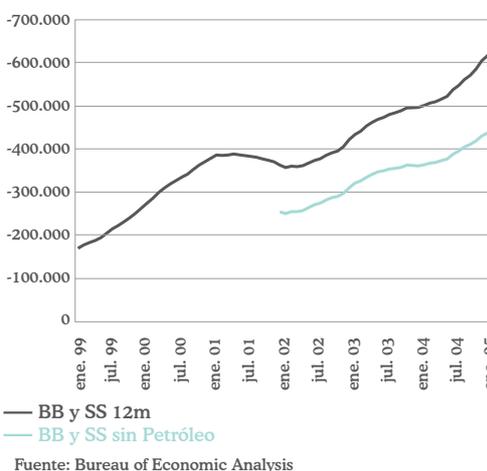
Para el año 2005 se espera una expansión del PIB en torno al 3,5% en el escenario base, algo menor que el año anterior, debido al alto precio del petróleo junto al menor impulso monetario y la extinción del estímulo fiscal proveniente de las rebajas de impuestos. En todo caso, los indicadores disponibles para los primeros meses del año indican que la actividad económica continúa firme. Especialmente importante ha sido la expansión del empleo, pues tras un dato que sorprendió al alza en febrero, las proyecciones futuras de creación de empleo se ajustaron hacia arriba, con su consiguiente efecto favorable sobre el consumo, que hasta la fecha prácticamente no ha perdido dinamismo a pesar de las alzas de tasas de interés que han dejado atrás sus niveles mínimos.

Actualmente la tasa de interés oficial se encuentra en 2,75% y las perspectivas apuntan a que ésta continúe con la senda alcista en lo que resta de 2005. El escenario base de BBVA proyecta que alcanzará a 4,0% en diciembre, mientras los mercados, que hasta hace poco esperaban subidas más pausadas, se han alineado con esta proyección, pues la inflación ha mostrado sorpresas al alza y las declaraciones de varios miembros de la FED han puesto más énfasis en ella. Lo anterior cobró más fuerza en la reunión de política monetaria de mediados de

### EE.UU: Evolución de producto y gasto



### EE.UU: Evolución del saldo en Cuenta Corriente



### EE.UU.: Tasa de interés oficial y de Largo Plazo. Evolución y proyecciones



Fuente: Fed y proyecciones BBVA

marzo, dado que en el comunicado se señaló que la actividad económica crece a un ritmo sólido (en circunstancias que en reuniones anteriores se hablaba de un ritmo moderado) y se indica que el poder de transmisión de precios es más evidente que antes. A esto, se agregó la sorpresa al alza que dieron las cifras de inflación publicadas al día siguiente, terminando por afianzar la perspectiva alcista de tasas. Las mayores presiones inflacionarias obedecen a los aumentos en los precios de las materias primas, de los energéticos y de los precios de las importaciones asociados a la debilidad del dólar, a lo que se suma un marginal incremento en los costos laborales.

En este contexto de expectativas de alza en la tasa oficial y de un posible sesgo al alza en la inflación, las tasas de interés de largo plazo (UST 10) han comenzado a dejar atrás los bajos niveles que mostraron en 2004. De hecho, éstas subieron en cerca de 50 pb durante el mes de marzo, hasta 4,6% y se espera continúen haciéndolo hasta cerrar el año con un 5,2% y el año 2006 en un nivel levemente mayor. Sin embargo, en un escenario de riesgo, el alza de tasas sería más abrupta en la medida que se acentúen las dudas respecto del financiamiento del déficit en Cuenta Corriente, con lo que la tasa a diez años podría llegar incluso al 7% al cierre de 2006. Cabe señalar, que tal como se explica en el recuadro referente al tema, a medida que pasa el tiempo, este escenario va adquiriendo una menor probabilidad.

En el último trimestre del año 2004, la moneda norteamericana mostró una depreciación rápida pero controlada, permaneciendo en el rango considerado como escenario base por la mayoría de los agentes. Este movimiento habría respondido a la ampliación del Déficit Comercial a medida que transcurría el año y a la ausencia de las esperadas señales de reducción del Déficit Fiscal. Desde noviembre hasta ahora la moneda norteamericana ha mostrado importantes fluctuaciones, dejando ver su sensibilidad ante cualquier noticia inesperada, relacionada con movimientos en el Saldo Comercial y también en la Cuenta de Capitales, que ha comenzado a ser vigilada de cerca por un número creciente de analistas. Los últimos datos conocidos de flujos de fondos corresponden al mes de enero, y dejan ver que las Entradas Netas en Cartera siguen siendo suficientes para cubrir el abultado Déficit por Cuenta Corriente. Sin embargo, la composición de esos flujos podría comenzar a ser motivo de preocupación, pues se observa que los asiáticos estarían reduciendo su demanda por activos estadounidenses, especialmente de bonos del tesoro y no hay certidumbre respecto de qué inversores estarían sustituyéndolos. En todo caso, la procedencia de fondos desde Bermudas sugiere que podría tratarse de inversiones de muy corto plazo, lo que es especialmente delicado si se considera que el mayor déficit previsto para este año, cercano al 6% del PIB, exigirá flujos netos de cartera cada vez mayores.

Para lo que resta del año, se espera que los flujos de cartera comiencen a verse atraídos en la medida que se incremente el diferencial de tasas entre Estados Unidos y la Unión Europea, lo que ayudaría a mantener la moneda acotada. Mientras en Estados Unidos las tasas de interés de largo plazo han repuntado con fuerza en el último mes respondiendo a las mayores presiones inflacionarias, en la Unión Europea se ha observado sólo un efecto de arrastre, pues ni la actividad ni la inflación han sorprendido al alza.

Con todo esto, el Servicio de Estudios de BBVA proyecta que el dólar permanecería en los niveles actuales durante 2005 y mostraría una depreciación bastante moderada en un escenario de riesgo.

### Europa a ritmo cansino

A diferencia de la economía norteamericana, en la Unión Europea (UEM) los resultados de variables claves han sorprendido a la baja, específicamente en lo que se refiere al crecimiento del PIB y la inflación.

Gran decepción causó el crecimiento del último trimestre 2004. El producto se expandió apenas 0,2% respecto al trimestre anterior, la mitad de lo que esperaba el mercado. Esto se debe a contracciones de la actividad en algunos países, especialmente Alemania (responsable de un tercio del PIB total), que nadie había esperado. Con eso 2004 terminó con un crecimiento de 2,0%, en el rango inferior de las expectativas. Sin embargo, su composición en los últimos tres meses del año pasado parece bastante positiva por un repunte en el consumo (+0,5% trimestral vs. 0,1% en 2005.III) y por la solidez de la inversión, que siguió creciendo a la misma tasa que en el trimestre anterior (0,6%). A eso se agrega, que los primeros indicadores del año actual, tales como las ventas minoristas o la producción industrial, también apuntan a una evolución favorable y pensamos que la actividad se seguirá recuperando paulatinamente. Con esto proyectamos un crecimiento modesto en 2005 de 1,9%. Estas cifras, si bien son positivas, no representan un aporte significativo para la reducción de los desequilibrios globales, especialmente del Déficit Externo de los Estados Unidos.

La otra variable cuyos últimos resultados sorprendieron a la baja es la inflación. A pesar de los altos precios del petróleo, ha caído hasta el techo de la meta de inflación del BCE de 2% (1,9% en enero y 2,1% en febrero) mientras en diciembre de 2004 todavía rondaba 2,4%. No se anticipa ningún repunte (incluso en un escenario con precios energéticos altos durante todo 2005) por lo que una inflación por debajo de 2% está prácticamente asegurada para el año completo. La razón detrás de esta tendencia bajista es la desaparición de presiones inflacionarias a raíz de aumentos de impuestos específicos en 2004 y la fuerza del euro que ayuda a amortiguar los efectos de los precios energéticos sobre la variación del IPC.

Tomando en cuenta estos últimos resultados, los mercados ya tienen descontado que el Banco Central Europeo (BCE) no subirá las tasas de interés antes de la segunda mitad del año. BBVA incluso no espera un alza antes de noviembre y proyecta que termine el año en 2,5% (50 pb superior al nivel actual). Por su parte, el reciente repunte de las tasas largas no se atribuye a factores internos sino más bien a un efecto de arrastre debido al aumento de las mismas en EE.UU., puesto que no hay un cambio en los fundamentos económicos. Hasta fin de año se espera un aumento adicional de las tasas largas alrededor de 50 pb, parecido al aumento de las tasas cortas (siguiendo la tasa de referencia del BCE).

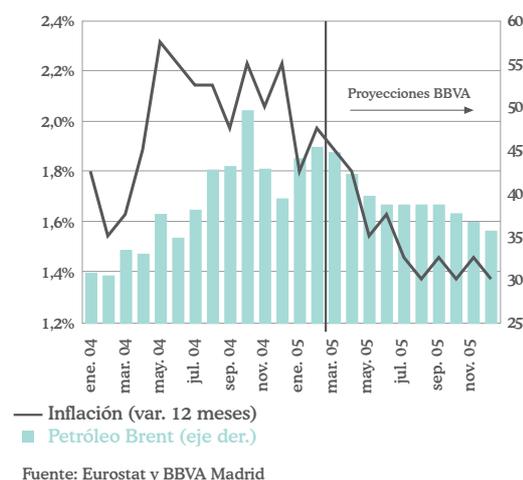
### Japón: ¿despertará en 2005?

El desempeño económico de Japón en 2004 llevó a los analistas de la euforia a la depresión. Recordemos que la economía terminó 2003 creciendo a tasas muy elevadas, las que a comienzos de 2004 mantuvieron la tendencia y ya se pensaba en el despegue definitivo de la economía después de más de una década de recesiones y estancamiento. Hasta la mitad del año, antes de conocer las cifras del segundo trimestre, se pensó que el crecimiento de 2004 incluso podría superar el 4%.

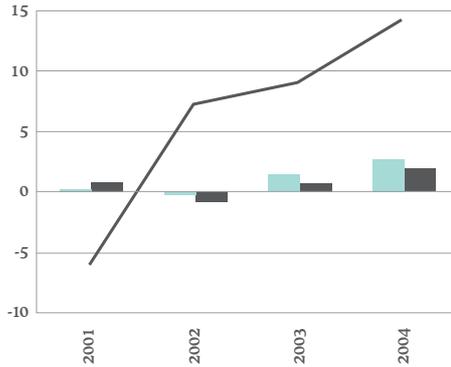
Pero el balde de agua fría no tardó en llegar. Como sabemos hoy, tanto el segundo como el tercer trimestre trajeron una contracción de la economía de 0,3% (respecto al trimestre anterior). Sin embargo, esta recaída fue transitoria y la economía ya se estabilizó en el último trimestre con una expansión mínima de 0,1% trimestral. Con eso, el crecimiento del año llegó a 2,7%, bastante por debajo de lo que se pensó en los momentos de la euforia, pero casi el doble que el año anterior (1,4%).

Cabe preguntarse el por qué de la caída a partir del segundo trimestre: Hay que tener en mente que la recuperación japonesa se basaba en una fuerte expansión de las exportaciones cuyo crecimiento empezó

### UEM: Inflación bajo control



**Japón: Evolución del PIB y sus componentes**  
(variación en 12 meses)



— Exportaciones  
■ PIB  
■ Demanda Interna

Fuente: ESRI Cabinet Office, Gov. of Japan

a moderarse durante 2004. Muchos lo asocian a una desaceleración de la demanda desde China que explica gran parte del crecimiento de las exportaciones japonesas (de hecho Japón es el único de los países desarrollados grandes que tiene un superávit comercial con China) y a la apreciación del yen frente al dólar que se inició en los tiempos de la euforia. Sin embargo, más importante parece la recuperación de las importaciones que tornaron negativo el aporte al crecimiento trimestral de las exportaciones netas (reales) a partir del segundo trimestre. Otro factor fue la renovada debilidad del consumo después de una fase de fortaleza al final de 2003 e inicio del año pasado. A eso se agrega un cambio del método de cálculo del PIB (cambio del método "año base" a "año base encadenado"). Sólo este último efecto resta un punto porcentual al crecimiento anual, o sea según el método "antiguo" el crecimiento de Japón habría sido considerablemente mayor.

Por último interesan las perspectivas para 2005. Las autoridades japonesas insisten en que la reciente debilidad de la economía es un fenómeno pasajero (soft patch) y que la economía se encuentra en una senda de recuperación sostenida y de crecimiento moderado. La estabilización de la economía en el último trimestre y primeros indicadores para 2005 dan esperanzas en este sentido. Mucho dependerá de la demanda interna y en especial del consumo. El aumento en el dinamismo de las importaciones indica una mayor demanda interna que hasta ahora no se manifiesta en las cifras. Dada la importancia de sus socios asiáticos, a Japón le interesa una mayor flexibilidad de las monedas asiáticas frente el dólar, puesto que hasta ahora el yen es la única moneda de esta zona que tiene que absorber la depreciación de esta divisa. Asumiendo que no haya sorpresas negativas por parte de la demanda externa (por ejemplo una desaceleración brusca de la economía china) y que los consumidores se vuelven más propensos a gastar, se debería alejar cada vez más el fantasma de la recesión y lograr un crecimiento alrededor de 2%. Las bases de la economía están mucho mejor hoy que hace sólo pocos años atrás por los avances en el saneamiento del sistema financiero. En todo caso, Japón sigue vulnerable a una mayor depreciación del dólar y a altos precios del petróleo, por lo que la reactivación no se puede dar por descontada.

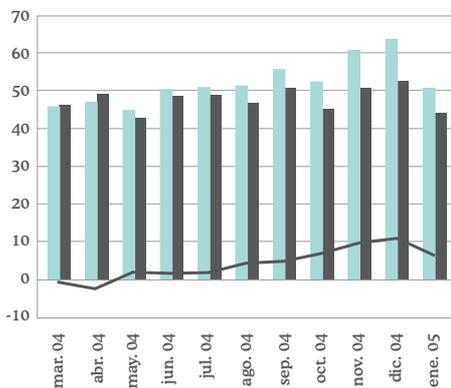
**En todo caso, el dragón chino sigue muy activo**

La economía China fue centro de atención durante el año 2004 principalmente por su alto crecimiento, que se tradujo en un aumento de la demanda, especialmente de materias primas, con su consecuente aumento en los precios de ellas. Las expectativas de crecimiento para el año 2004 apuntaban a cifras en torno a 9% y la cifra oficial fue de 9,5%. A pesar de esta sorpresa positiva, para el año 2005 se estima que la economía china se desacelerará a una tasa entre 8% y 8,5%.

Las cifras publicadas de los dos primeros meses del año muestran que esta desaceleración es efectiva, aunque los datos deben ser tomadas con cautela debido a que el gobierno publica las cifras de los dos primeros meses juntos. La Balanza Comercial durante enero registró un superávit de US\$ 6.500 millones y en febrero de US\$ 4.600 millones, con una clara disminución de las importaciones, lo que lleva a pensar que están dando frutos las medidas impuestas por el gobierno para desacelerar la demanda interna.

El comportamiento de los precios ha sido tranquilizador y es la principal razón por la cual han disminuido los temores de un ajuste abrupto en China. El crecimiento del IPC del mes de enero de este año fue de 1,9%, considerablemente inferior al 2,4% de diciembre, y a pesar que se espera un aumento de los precios durante febrero debido al feriado de Año Nuevo Lunar, éste debería ser pequeño y temporal. Así, se estima que la inflación alcanzará un 3,0% a fines de 2005, un punto porcentual menos que la inflación del año 2004.

**China: Balanza comercial**  
(miles de millones de US\$)



— Balanza Comercial  
■ Exportaciones  
■ Importaciones

Fuente: Reuters

### Latinoamérica siguiendo la buena estrella

Latinoamérica terminó el año 2004 con un crecimiento agregado récord de 6,0%, caracterizado por un aumento en las tasas de crecimiento en todos los países, a excepción de Haití. Esta expansión fue posible gracias a la mejora en los términos de intercambio, dado por las subidas de precios internacionales de materias primas, que representaron en 2004 el 31% de los envíos totales de la región (45% si se excluye México). Este fenómeno permitió una mejora en la Cuenta Corriente en la mayoría de los países, aliviando las presiones sobre la Balanza de Pagos que presentaban algunos países como Brasil. La inflación, por su parte, logró mantenerse acotada, a pesar de la recuperación en la demanda interna en la mayoría de los países y de las alzas en el precio del petróleo. Al cumplimiento de las metas habría ayudado la apreciación de las respectivas monedas en muchos países, ocasionadas por la mayor confianza de los inversionistas, la depreciación del dólar a nivel global y la favorable evolución de las cuentas externas.

Gracias a esto, durante 2004, muchos de los países obtuvieron una mejora en su rating de riesgo soberano por parte de las agencias, entre los que destacan Chile y México dentro de la categoría de países con grado de inversión y Brasil y Venezuela en los de grado de especulación.

Las bajas tasas de interés a nivel internacional se conjugaron favorablemente con los aspectos anteriormente descritos, redundando en una caída de los spreads de riesgo país, que se ubicaron a niveles mínimos históricos.

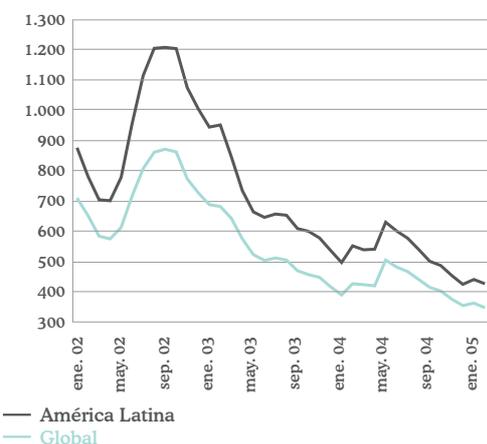
Esperamos que en 2005 las tasas de crecimiento sean algo más moderadas que en 2004, aunque estarán apoyadas en los mismos factores que sustentaron el crecimiento en el año previo. Lo anterior, considerando que los procesos eleccionarios que comenzarán a fines de año en la región, no tendrían mayor impacto en la evolución de las variables financieras -como ocurrió con Brasil en 2002- pues la mayoría de los gobiernos han dado muestras de moderación y los mercados debieran haber incorporado el no cumplimiento de pronósticos pesimistas en el proceso anterior. Por otra parte, se prevé que el ajuste financiero asociado al alza en las tasas norteamericanas sea limitado, en particular si se considera que la situación de la región es más favorable que en episodios similares anteriores. En este contexto, el escenario de mayor riesgo se asocia a que la FED realice sus alzas de tasas en forma rápida y abrupta, lo que tal como se explica anteriormente, tendría baja probabilidad de ocurrencia.

### Brasil seguirá creciendo aunque más lento

Para 2005 se espera un crecimiento de 3,7%, bastante más moderado que el 5,2% logrado en 2004, pues se ha comenzado a estrechar la holgura existente entre PIB y PIB potencial. De hecho, en los dos primeros meses del año ya se evidencia una desaceleración en la actividad económica al tiempo que las presiones inflacionarias están aumentando, acumulando una variación en doce meses de 6,7% a febrero. En lo que va de 2005, el Banco Central ha subido la tasa de interés oficial en todas sus reuniones mensuales, para pasar de 17,75% (fin de 2004) a 19,25% (marzo de 2005). Se espera que esta política se atenúe a lo largo del año gracias a la desaceleración económica prevista, con lo que la tasa oficial podría rebajarse hasta en 125p.b. en lo que resta del año, lo que sería consistente con nuestra proyección de inflación de 5,7%.

Brasil terminó el año 2004 con un saldo en Cuenta Corriente récord, que contrasta con fuertes déficits históricos, cuya necesidad de cobertura generaba dependencia de la Inversión Extranjera Directa o de préstamos provenientes desde el exterior. El superávit corriente récord de 2004,

### Latinoamérica: Spread de riesgo país



Fuente: Banco Central de Chile

### Brasil: Saldo Balanza Comercial y Cuenta Corriente

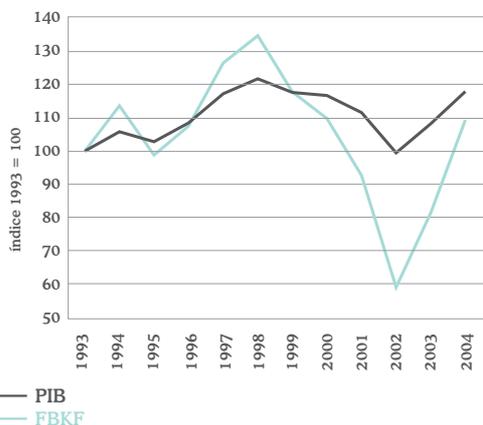


Fuente: Banco Central de Brasil

se atribuye principalmente a la solidez de la Balanza Comercial, que terminó 2004 con un saldo de US\$ 33.690 millones y se logró gracias al importante crecimiento de las exportaciones (32% en el año) y al relativo retraso en el crecimiento de las importaciones. Las cuentas externas han permanecido sólidas en lo que va de 2005, dando un sustento adicional a la moneda, que esperamos se mantenga a niveles de US\$ 2,9 por real.

Los riesgos internos siguen muy acotados y el mayor riesgo sigue estando asociado a variables externas, en especial a una fuerte caída de la liquidez internacional, asociada a un alza brusca de las tasas de interés en EE. UU. Lo anterior se traduciría en una salida de capitales que redundarían en una depreciación de la moneda y/o alza en las tasas de interés locales, afectando negativamente la sostenibilidad de la deuda pública. El principal atenuante de este riesgo es su baja probabilidad de ocurrencia y la favorable posición en las cuentas externas que presenta el país.

### Argentina: Evolución del PIB y de la inversión



Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

### Argentina: continúa el crecimiento por ahora

Volteando la mirada hacia la economía argentina, el exitoso canje de la deuda privada en default es lo que más llamó la atención en los últimos meses. Además sorprendió la economía real con un crecimiento inesperadamente alto de 9,0% en 2004. Con eso no sólo se superó el crecimiento del año 2003 (de 8,8%) sino también las expectativas al inicio de 2004 que se situaban entre 6% y 7%. Crucial en este desempeño ha sido la fuerza del consumo que aceleró su expansión hasta 9,4% (desde 8,2% en 2003). Si bien el avance del país, después de su caída estrepitosa del 2002 es impresionante, hay que mantener en mente que sigue en un proceso de recuperación. A pesar de haber crecido por dos años seguidos cerca de 9%, el nivel del PIB apenas se está acercando a los niveles del año 1998 (último año antes de entrar en recesión). Más evidente es esto en el caso de la inversión que le falta mucho para recorrer para regresar a los niveles precrisis.

En el canje de la deuda, Argentina también logró un éxito que al inicio del proceso no parecía asegurado<sup>1</sup> pero que igualmente tiene que ser visto en perspectiva. Al final, 76% de los acreedores privados aceptaron la oferta de recibir cerca de 35% del monto adeudado en forma de nuevos bonos a largo plazo. A pesar del enorme recorte en la carga de la deuda, ésta sigue representando más que 70% del PIB calculada en la forma más favorable para Argentina<sup>2</sup>. Esta cifra sigue siendo preocupante y más para un país con la reputación de Argentina. En términos de flujos, el país enfrentará compromisos anuales de cerca de 15 mil millones de dólares por varios años, que requerirán un sustancial superávit fiscal permanente (no menor a 3%) y un acuerdo con el FMI para refinanciar la mayor parte de la deuda con los organismos financieros internacionales. Hay que dejar en claro que es prácticamente imposible que el país honre su compromiso sin tal acuerdo, salvo que genere un superávit fiscal permanente mayor a 5% o 6% del PIB.

Las perspectivas para el año actual siguen siendo buenas, a pesar de que esta vez sí se espera una moderación del crecimiento. BBVA Banco Francés proyecta una expansión anual de 7% (que se reduciría hasta 4,5% en 2006). La brecha del producto sigue siendo negativa y a pesar de que algunos sectores ya están trabajando a capacidad plena, existe espacio para crecer por este concepto. El factor más restrictivo por el lado de la oferta es la disponibilidad de energía que, en lo fundamental, es un problema de desalineamiento del precio

<sup>1</sup> De hecho, a mediados de diciembre 2004, al renunciar un banco organizador importante del proceso, ya se pensaba en el fracaso de la operación antes de haberse iniciado.  
<sup>2</sup> Esto significa calculando la deuda en default que se quedó fuera del acuerdo bajo las mismas condiciones de éste. Si se contabilizan bajo sus condiciones iniciales, la relación Deuda/PIB es superior a 80%.

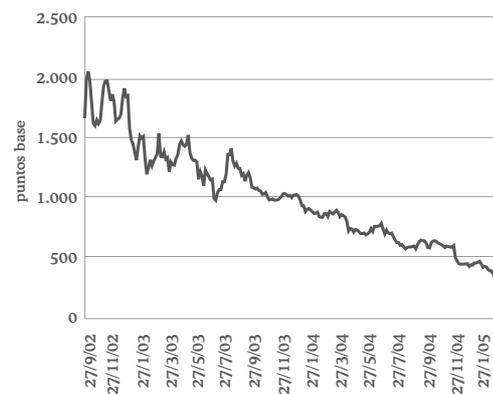
relativo del gas natural. Este se ha mantenido artificialmente bajo (menor que en los mercados internacionales y con respecto a combustibles alternativos) por razones políticas, por lo que su uso en la producción energética (y como combustible de automóviles) ha crecido en forma desproporcionada, mientras faltan los incentivos para invertir en su extracción. Por ahora las autoridades no parecen dispuestas a liberar los precios y prefieren medidas administrativas para paliar la escasez: restricción de exportaciones (hacia Chile y Uruguay), importación de combustibles desde Bolivia y Venezuela<sup>3</sup>, incentivos al ahorro de energía con "premios y castigos" por tiempo limitado y ajustes parciales de precios a nivel mayorista.

Del exitoso canje de la deuda no se esperan importantes efectos inmediatos. En reacción a la noticia los spread de Argentina no muestran aún cambios importantes. Éstos ya habían empezado a descender a mitad del año pasado<sup>4</sup> y no se observa una entrada masiva de capitales por el hecho de haber llegado a un acuerdo con los acreedores. La deuda Argentina siguió más bien el comportamiento de los spreads de otros países como Brasil, incluso encareciéndose algo en las últimas semanas. El ordenamiento de la situación es muy importante para posibilitar el renovado acceso a los mercados de capitales internacionales lo que podría ser necesario para la inversión, que por ahora se financia en gran medida con fondos propios de las empresas.

Más importante por el momento será un acuerdo con el FMI. Éste va a exigir un plan para el tratamiento de la deuda que sigue en default (más de 20 mil millones de dólares) y avances en el ajuste de los precios de los servicios regulados (aparte de la energía y del gas, existen problemas similares en precios relativos con el agua, alcantarillado etc.). La solución de los conflictos tarifarios con las empresas privadas además es deseable, ya que el estilo muy confrontacional y la discrecionalidad usada por el gobierno en este ámbito, causa mucha incertidumbre entre todo tipo de potenciales inversionistas extranjeros.

### Argentina: Spread de la deuda "performing"

(Bono "Boden 12" en US\$)



— Spread Boden 12

Fuente: Ministerio de Economía y Producción

<sup>3</sup> Estas últimas dos medidas tienen un costo en términos del superávit comercial y fiscal ya que se importa el combustible a precios del mercado mundial, subsidiando después su uso interno por el cobro de los precios locales reducidos.

<sup>4</sup> El spread sobre la "nueva deuda" emitido después del default en 2001 y que se está honrando. Indicadores de riesgo país como el EMBI que incluyen la deuda en default muestran spreads superior a 5000 puntos, sin embargo son poco representativos.

## ¿Por qué preocupan tanto los déficit en Estados Unidos?

Un tema de preocupación recurrente en los últimos meses ha sido el de los desequilibrios presentes en la economía norteamericana. Ellos normalmente se resumen en dos cifras de déficit que se citan regularmente: un déficit fiscal de US \$ 400 mil millones (billones norteamericanos) o 3,6% del PIB, y otro en Cuenta Corriente de US 665 mil millones o 5,7% del PIB. Todo déficit es el reflejo de que "alguien" está gastando más allá de sus ingresos. En el primer caso es el gobierno y en el segundo, es el conjunto de toda la economía de un país. Esto no es malo de por sí y, por ejemplo, se tiende a aceptar que en períodos de recesión, un gobierno tenga un déficit que ayude a compensar la caída del gasto privado, amortiguando así los costos de un proceso de ajuste. Sin embargo, cuando un déficit es persistente, esto implica que "otro" está financiando en forma más o menos continua ese exceso de gasto. El problema es que un 3,6% o un 5,6% de déficit en un país como Estados Unidos es una cantidad muy grande para el mundo y no es fácil acomodar flujos de ese tamaño.

En relación al déficit fiscal, cabe señalar que no es tan grande cuando se le compara con los que se observan en otros países como Alemania o Japón, que además presentan niveles de deuda pública que son mucho más altos en relación al PIB que los norteamericanos. La diferencia, que es la razón por la cual uno se preocupa por Estados Unidos y no por los otros países mencionados, es que las tasas de ahorro de Alemania y Japón son mucho más elevadas, de manera que los propios residentes financian el déficit fiscal local e incluso les quedan ahorros como para financiar parte del déficit norteamericano. Esto no ocurre en Estados Unidos, donde el ahorro es muy bajo y el país en su conjunto tiene un déficit con el resto del mundo, de manera que depende de la voluntad de inversionistas foráneos para financiar su déficit fiscal. A diferencia de lo que ocurre cuando un residente financia a su propio gobierno, cuando es un extranjero el que lo hace debe tomar en cuenta el riesgo cambiario y, por ende, las expectativas sobre el valor del dólar juegan un rol clave en la determinación del precio que hay que pagar para persuadir a los extranjeros para que compren Bonos del Tesoro norteamericano.

La dependencia del financiamiento externo es lo que hace especial el caso del déficit fiscal norteamericano y cualitativamente distinto del de otros países como los antes mencionados. De hecho, a partir de 1995 una proporción mayoritaria del financiamiento del déficit público de Estados Unidos ha provenido del exterior. La novedad de los últimos años ha consistido en que paulatinamente ha cambiado también la naturaleza de los financistas externos, con una fuerte disminución de los inversionistas privados y un rol creciente de los bancos centrales. La situación ha llegado a un punto en que se habla de un nuevo arreglo financiero internacional, en que el patrón-dólar es sostenido por los bancos centrales asiáticos que mantienen elevadas y crecientes reservas internacionales en dólares, frente a un déficit en cuenta corriente norteamericano que es creciente y bordea lo insostenible.

Por cierto, Estados Unidos se ha beneficiado mucho del hecho que el dólar es el medio internacional de pagos más aceptado y, por ende, no ha habido un gran cuestionamiento a que las reservas se inviertan en dólares. Sin embargo, la propia supervivencia del patrón-dólar ha comenzado a estar en tela de juicio. El temor que existe es que si los bancos asiáticos dejan de acumular reservas en dólares, el precio de éste va a caer a un punto en que las carteras de activos en dólares (públicas y privadas) serán transferidas a otras monedas, provocando una caída desastrosa en el dólar y llevando, de hecho, al sistema financiero internacional a un sistema basado en varias monedas. No es de sorprender entonces que en todos los casos en que autoridades económicas o políticas en China, Corea o Japón han insinuado la posibilidad de reducir el flujo de compras de dólares, ello ha provocado caídas importantes en el dólar. Un escenario de ajuste abrupto, como el descrito anteriormente, iría acompañado de fuertes alzas en las tasas de interés en dólares, con consecuencias muy negativas para los países emergentes altamente endeudados y, probablemente, precipitaría un ajuste recesivo en Estados Unidos con repercusiones globales.

¿Cuán probable es un escenario como el anterior? Si no hay ningún cambio en la política fiscal norteamericana, un escenario de este tipo sería casi inevitable. Sin embargo, antes de correr a vender los dólares, vale la pena preguntarse por qué no ha ocurrido ya. La respuesta que parece más convincente es que los mercados esperan un cambio en las políticas en Estados Unidos y que en los meses venideros se realicen ajustes fiscales que permitan restablecer una situación más tranquilizadora en el mediano plazo. Incluso si uno tiene dudas respecto de la voluntad política actual del Presidente Bush para impulsar un ajuste de este tipo, resulta tranquilizador pensar que en la eventualidad de una crisis, basta con una decisión consensuada entre unas pocas personas para dar la señal que permitiría calmar los mercados, por lo que lo más probable es que de haber una crisis, ésta será más corta y menos profunda de lo que sugiere la extrapolación de las tendencias.

En el corto plazo, sin embargo, mientras no se den señales claras de corrección de rumbos, persista el debate sobre necesidades adicionales de financiamiento público para pagar por la reforma de la Seguridad Social, y los déficits en Cuenta Corriente sigan creciendo mes tras mes, el dólar continuará debilitándose y la economía se acercará cada vez más al umbral de un ajuste abrupto en las paridades cambiarias.

**Joaquín Vial**  
Gerente Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## 2. Panorama Macroeconómico: Camino Despejado

### 2004: Sorpresas positivas hasta el final

A estas alturas el partido del 2004 está jugado y estamos conociendo sus resultados finales. En realidad no cambia mucho el análisis del desempeño de la economía chilena con respecto a la revisión exhaustiva hecha en la última edición de esta publicación, con la salvedad de que la economía -como tantas veces antes durante el año- volvió a sorprender positivamente con una aceleración adicional en la recta final. En noviembre y diciembre logró un crecimiento de 8,0% y 7,8% respectivamente (medido por la variación del IMACEC), dejando la expansión del último trimestre del año en 7,3% y la del año completo en 6,1%.

Este resultado, el mejor crecimiento anual desde el año 1996, resultó de una gradual aceleración de la economía a través del año, la cual se apoyaba inicialmente en la fuerte demanda por nuestras exportaciones, gracias a la fuerza de la economía global, con aumentos tanto en precios como cantidades. Esta mejora del sector exportador hizo un importante aporte al ingreso nacional, que se vio reflejado en mayores utilidades de las empresas y en un fuerte aumento de los ingresos fiscales provenientes del cobre. En este contexto, la demanda interna comenzó a hacer un aporte cada vez mayor al crecimiento, destacándose la inversión que aumentó a un ritmo mayor a 15% y 20% en el tercer y cuarto trimestre respectivamente, dejando la expansión para el año completo en 12,7%. Pero también la recuperación del resto de la demanda interna ha sido muy importante, su crecimiento se estableció por sobre 7% en la segunda mitad del año (después de 5,5% en el primer semestre).

La recuperación más tardía de este último componente es normal, ya que está asociada a la mejora del empleo, que es el indicador que reacciona con mayor rezago en la etapa inicial de un ciclo expansivo. Este último aumentó su crecimiento en forma continuada desde julio 2004 (0,4%), terminando el año en 3,3%. El crecimiento del empleo asalariado, que es más significativo para el desarrollo de la demanda interna, incluso fue superior, acelerando su crecimiento hasta 3,4% en diciembre. El hecho (además muy comentado en los medios de comunicación) que al mismo tiempo el desempleo también haya ido en ascenso no es contradictorio con lo anteriormente dicho, ya que dicho aumento responde a un crecimiento aún mayor de la fuerza de trabajo en el mismo período. Aparentemente, las mejores posibilidades de encontrar trabajo indujeron a muchas personas, especialmente mujeres, a buscar empleo, por lo que la tasa de desocupación no ha reflejado hasta ahora la mejoría en el mercado de trabajo.

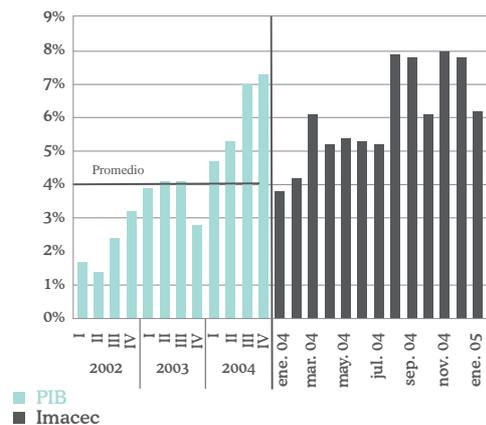
Mientras tanto las exportaciones tampoco se dejaron estar: en la segunda mitad del año aumentaron aún más su ritmo de crecimiento, alcanzando el 15,7% y 15,5% en el tercer y cuarto trimestre respectivamente, ayudado por un Tipo de Cambio Real que se mantuvo en niveles muy competitivos durante todo 2004<sup>5</sup>. Sin embargo, el despertar de la demanda interna también ocasionó el despegue de las importaciones que (en términos reales) casi doblaron su ritmo de crecimiento a partir del tercer trimestre (desde un crecimiento de 13% en el primer semestre a una expansión de 24% en la segunda mitad del año), razón por la cual el aporte del sector externo al crecimiento se tornó negativo a partir de este momento.

<sup>5</sup> La apreciación nominal frente el dólar no fue mayor o incluso menor que la de monedas de países que son competidores de Chile en materia de las exportaciones. Por otro lado, la baja inflación en Chile evitó presiones sobre la competitividad por este lado. En la edición actual de la publicación "Latin Watch" del BBVA se discute más a fondo la determinación del Tipo de Cambio Real en los países de América Latina.

Michael Settels

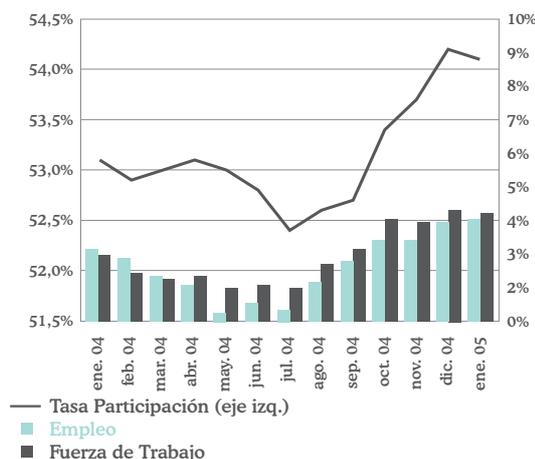
Economista Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

### Evolución del PIB: Crecimiento trimestral y mensual (variación en 12 meses)



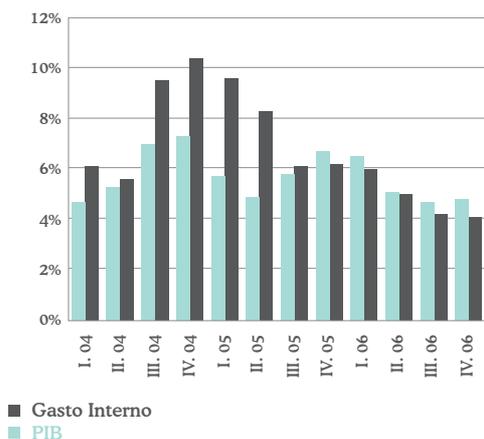
Fuente: Banco Central de Chile y SE BBVA Chile

### Evolución del mercado laboral



Fuente: INE

### Proyecciones de crecimiento (variación en 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile y SE BBVA Chile

Una cierta sorpresa ha sido el resultado de la Cuenta Corriente para 2004. Ésta terminó el año con un superávit de 1.389 millones de dólares (1,5% del PIB) lo que en sí es destacable ya que no hay precedentes de superávit por lo menos en los últimos 25 años<sup>6</sup>. No obstante es mucho menor que el resultado previsto durante el año cercano a 3%. La explicación de esta sorpresa se debe a ajustes en la contabilización de las utilidades de las empresas y se discute en mayor profundidad en el recuadro adjunto.

### 2005: Otro año bueno

El panorama para la economía chilena para 2005 (y probablemente más allá) sigue siendo promisorio. En nuestro escenario base para la economía mundial se proyecta un año más con alto crecimiento global (cerca de 4%), aunque algo menor que en 2004. En este escenario hay aumentos en las tasas de interés, pero ellos son graduales y moderados, y el dólar se mantiene dentro de un rango que no sobrepasa el nivel de US\$ 1,37 por euro. Lo anterior permite anticipar que la demanda por las exportaciones seguirá creciendo, pero a un ritmo más pausado, y que los precios de las materias primas se mantendrán en niveles altos, aunque con tendencia a bajar a medida que el año transcurra. En 2005 el menor protagonismo de las exportaciones en el crecimiento será compensado por el dinamismo de la demanda interna, que empezó a acelerar en la segunda mitad de 2004 y será el principal impulsor del crecimiento de la economía chilena este año. Tal cambio se reflejará también en la composición del crecimiento, donde sectores como la construcción, el comercio, la energía y las telecomunicaciones, más ligadas a la demanda interna, ganarán mayor importancia, consolidando la recuperación del empleo.

Por su parte, la Cuenta Corriente regresará a niveles deficitarios en 2005, lo que se debe en parte a un ajuste moderado a la baja en el precio del cobre (esperamos un precio promedio para el año de \$ 1,20 la libra) y, por otra, al fuerte aumento que ya estamos observando en las importaciones. Tomando en cuenta estos factores, prevemos un déficit de 1% del PIB para 2005, una magnitud perfectamente manejable para la economía chilena. En una simulación (discutida más detalladamente en la siguiente sección) llegamos a la conclusión que una mayor caída en el precio del cobre (específicamente hasta 93 cts./libra) no llevaría al déficit externo a niveles críticos respecto del PIB. Creemos que el Tipo de Cambio, tanto real como nominal, se mantendrá estable, fluctuando cerca de sus niveles actuales debido al probable flujo de capitales hacia Chile (en especial en forma de inversión directa) y a la inflación bien controlada que, a pesar del alto precio del petróleo, no superará el centro de la meta de inflación del Banco Central (de 3%) en todo este año.

En la medida que no se tema una aceleración peligrosa de la inflación, el Banco Central podrá mantener su política monetaria de normalización pausada de las tasas de interés, que se inició a finales del año pasado, lo que limitará apreciaciones cambiarias adicionales.

### ¿Y los riesgos?

Aquí hay que distinguir los riesgos de origen externo y los domésticos. Los primeros siguen siendo los mismos que se vienen discutiendo desde el año pasado, asociados al elevado y volátil precio del petróleo y a los déficit fiscal y externo de EE. UU.. Al persistir estos últimos<sup>7</sup> crece el peligro que disminuya la disposición de los inversionistas internacionales a financiar el déficit externo con la consecuente subida

<sup>6</sup> Con la excepción del año 1999 en el cual también hubo un superávit en cuenta corriente, sin embargo mínimo de 0,1%, que se debió además a la falta de flujos de capitales para financiar un déficit y por lo tanto fue un ajuste más bien forzado.

<sup>7</sup> Hasta ahora no se ve un esfuerzo decisivo por reducirlos significativamente por parte de la reelegida administración Bush, al contrario las cifras más recientes del déficit externo mantienen la senda alcista.

de tasas de interés (largas) y depreciación acelerada y (posiblemente) masiva del dólar. Si la combinación de altos precios del petróleo (y de otros insumos) junto a la depreciación de la moneda estadounidense se traspasara a los precios al consumidor, la FED tendría que ajustar más agresivamente su tasa de referencia de política monetaria. El resultado sería un escenario con un ajuste brusco en las tasas de interés (con posibles sobre reacciones de los mercados), que afectarían el crecimiento mundial. En Chile se manifestaría primero en una reducción de la demanda externa y una reducción más pronunciada en el precio del cobre. Segundo en el traspaso de las mayores tasas de interés al costo de financiamiento local que afectarían la demanda interna.

Sin embargo, hay que destacar que hoy la economía chilena parece mucho mejor preparada para enfrentar tales shocks externos habiendo, tanto el sector público como privado, utilizado el positivo entorno externo para mejorar la composición y cantidad de su endeudamiento externo. Esto último se ha visto reflejado en spreads de riesgo históricamente bajos. Haciendo un paralelo con épocas anteriores, un empeoramiento del escenario financiero internacional podría tener un efecto limitado en Chile, al igual como ocurrió en 1995 a propósito de la crisis mexicana ("tequilazo"), que pasó casi desapercibida. En la medida, eso sí, que se vea afectada la actividad económica en Estados Unidos ello tendrá impacto en la actividad exportadora y en la confianza empresarial, con efectos adversos sobre la inversión. Aparte de eso, el consecuente respeto a la regla del superávit fiscal estructural amortigua el impacto de una mayor caída de los términos de intercambio (en especial en el precio del cobre) sobre la demanda interna. En total, estimamos que el escenario externo adverso podría restarle entre 1 y 2 puntos porcentuales al crecimiento chileno.

Con respecto a los riesgos domésticos queremos enfocar nuestro interés en algo que el Banco Central llama el "cierre de brechas más rápido de lo previsto" y que podría resultar en un sobre calentamiento de la economía en el peor de los casos. Poner énfasis en ello podría parecer algo exagerado después de un año con un superávit en la Cuenta Corriente sin precedentes y tasas de desempleo que han venido en aumento y superiores a las de mediados de los años noventa. Tampoco nosotros lo consideramos un problema inminente, pero sí como algo a lo cual se debería estar atento. El análisis un poco más detallado de variables tan relevantes como el mercado laboral o la cuenta corriente, dan alguna pista desde dónde podría aparecer algún tipo de dificultad a pesar de las holguras presentes.

Hay que destacar primero, que la economía después del fuerte crecimiento en 2004 ya se encuentra cerca de su PIB de tendencia y que la brecha de producto (según nuestro escenario base) será positiva, pero pequeña, en 2005 y 2006. Si bien su magnitud estará lejos de las alcanzadas a mediados de la década pasada (cuando la economía crecía a un ritmo superior a 7% anual), la economía tampoco sigue contando con tanta capacidad ociosa como para permitir un crecimiento acelerado, por tiempo prolongado, sin ejercer presiones sobre los precios.

La opinión pública con respecto al mercado laboral de los últimos meses se centra en que las tasas de desempleo superan, desde abril 2004, las cifras del año anterior. Sin embargo, detrás de estas cifras se esconde un desarrollo mucho más benigno: como ya describimos en la retrospectiva al año 2004, la creación de empleo se ha acelerado significativamente en los últimos meses, alcanzando tasas por sobre 3% en la actualidad. Es además destacable que el aumento más fuerte viene por parte del empleo asalariado (creciendo por sobre 4% en el primer mes de 2005) que se asocia al empleo más formal y otorga una mayor sensación de seguridad laboral, lo que representa un respaldo importante a la demanda interna. El aumento del desempleo radica en

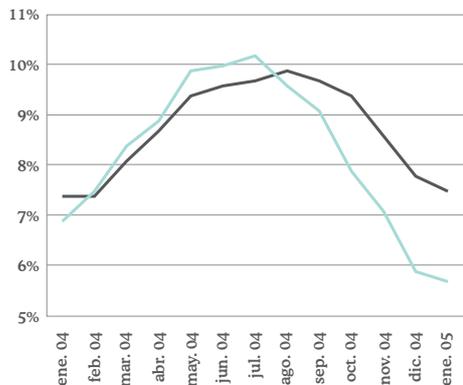
### Evolución de la deuda externa (% del PIB)



— Largo Plazo  
■ Corto Plazo

Fuente: Banco Central de Chile

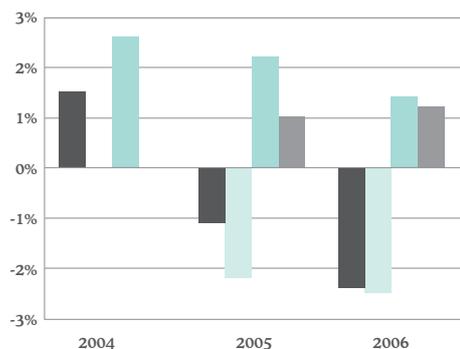
Tasa de desempleo: Observada y calculada con tasa de participación constante



— Observada  
— Con Tasas Participación 2003

Fuente: INE y SE BBVA Chile

Proyección de saldo externo y fiscal a distintos precios del cobre (% del PIB)



■ Cuenta Corriente Base  
■ Cuenta Corriente PCU 93  
■ Balance Gobierno Base  
■ Balance Gobierno PCU 93

Fuente: BCCh, DIPRES y SE BBVA Chile

la subida de la fuerza de trabajo, que crece aún más rápido que el empleo. Detrás de este aumento hay un aumento generalizado de la tasa de participación, en especial de las mujeres que alcanza máximos históricos. Haciendo un ejercicio simple para mostrar el efecto del aumento en la fuerza de trabajo, llegamos a la conclusión, que en enero 2005 (último mes con datos disponibles) la tasa de desempleo habría sido apenas de 5,7%, si se hubiesen mantenido las tasas de participación en los mismos niveles del año pasado. En otras palabras, el aumento "extra" de la cantidad de gente buscando trabajo explica casi dos puntos porcentuales de las tasas de desocupación. En todo caso, esto no es algo sorprendente. En ocasiones similares en que la economía creció poco por mucho tiempo (a comienzos de los 80, por ejemplo) también fuimos testigos de un fenómeno parecido y la explicación es sencilla: cuando hay pocas oportunidades de empleo muchos jóvenes y mujeres postergan su entrada al mercado laboral, extienden períodos de estudio o se dedican a labores en el hogar. Una vez que la situación del mercado laboral se normaliza, ellos comienzan a buscar trabajo, lo que incide en tasas de desempleo altas que se prolongan por bastante tiempo durante la recuperación.

El favorable desarrollo del mercado laboral es uno de los fundamentos que llevará a crecer la demanda interna por encima del producto. ¿Dónde está entonces el riesgo de sobrecalentamiento? No está próximo, pero de todas maneras esperamos que en los meses venideros se estabilicen las tasas de participación, comience a caer el desempleo y poco a poco empiece a surgir presión salarial. En todo caso, incluso en este escenario la fuerza de trabajo seguiría aumentando a la velocidad a la cual crece la población mayor a 15 años (actualmente cerca de 1,6%).

Si hubiese un problema de recalentamiento de la economía, la primera variable que lo reflejaría sería la Cuenta Corriente. En la medida que la demanda interna sea demasiado pujante y la expansión del PIB esté limitada por factores de oferta, por definición, el déficit externo tendría que crecer. Si bien por ahora la situación se ve bastante holgada, vale la pena hacer un ejercicio simple para ver qué pasa en situaciones más adversas. Así en un escenario alternativo cuya única alteración sea un cambio en el precio del cobre hasta el nivel de 93\$/libra (el precio de largo plazo asumido para el cálculo del balance fiscal estructural), este déficit en 2005 alcanzaría 2,2% del PIB. Es un resultado bastante tranquilizador puesto que incluso con una caída bastante pronunciada en el precio del cobre (US \$1,22 vs. US \$ 0,93) la Cuenta Corriente se mantiene en un rango absolutamente manejable.

Finalizando este artículo hay que recordar que existen otros riesgos del tipo doméstico: primero las elecciones a finales del año. Si bien siempre tienen el potencial de crear incertidumbre, no se esperan mayores efectos hacia la economía real. Otro problema podría ser el abastecimiento energético por la posible falta de gas proveniente de Argentina. Si bien creció la capacidad de generación hidráulica, el crecimiento de la demanda es aún mayor. Aunque es difícil proyectar con exactitud lo que va a ocurrir, ya que inciden factores como la pluviometría, no esperamos cortes masivos de abastecimiento eléctrico en 2005. Incluso en 2006, si la situación se agravara, ello se reflejaría más en los precios de la energía que en interrupciones en el abastecimiento, por lo que el efecto sería menos disruptivo.

## ¿Por qué cambió tanto la cifra de cuenta corriente en 2004? ¿Cómo afectan estos cambios a nuestra comprensión del panorama externo del país?

Una de las pocas sorpresas en la información económica de cierre del año 2004 fue la importante revisión de las cifras de Cuenta Corriente que terminaron con un saldo positivo de US \$ 1390 millones, en vez de cifras del orden de US \$ 2000 millones o más, que se barajaban después que se dio a conocer la primera estimación de los tres primeros trimestres del año. Más allá de lo anecdótico del episodio, nos parece importante detenerse brevemente a comentar este hecho porque las revisiones tienen un efecto importante en la evaluación de lo que efectivamente sucedió en 2004, especialmente en lo que respecta a los movimientos financieros y su eventual impacto en el valor del dólar en el mercado local.

### Cuenta corriente acumulada primeros tres trimestres 2004 (millones de dólares)

	estimación parcial 2004 T3	estimación de cierre 2004	Variación
Cuenta corriente	2268.2	1227.4	-1040.8
Bienes y servicios	6510.2	6386.3	-123.9
Renta	-4915.2	-5951.8	-1036.6
Renta procedente de la IED	-4302.4	-5371.5	-1069.1
Transferencias	673.3	792.9	119.6
Cuenta Financiera	-1776.1	-474.2	1301.9
Inversión Directa	4365.7	5578.7	1213.0
Utilidades reinvertidas	3448.3	4520.0	1071.7
Inversión de Cartera	-3043.8	-2848.3	195.5
Otros	-3098.0	-3204.6	-106.6

Fuente: Boletines Mensuales Banco Central, enero y febrero 2005

Como se puede apreciar en el cuadro comparativo adjunto, los ajustes tienen su origen en una reestimación de las cifras de rentas de las Inversiones Extranjeras en Chile (utilidades remesadas) y tiene un importante efecto de contrapartida en un aumento equivalente en las utilidades reinvertidas en el país, de forma que el balance total no se ve afectado. Lo paradójico de este caso es que un aumento en el precio del cobre, que se ve reflejado en mayores exportaciones que se registran de inmediato sin grandes errores, afecta también las utilidades de las empresas extranjeras que explotan cobre, cuyas utilidades deben ser estimadas y sus usos extrapolados hasta que llegue información definitiva a nivel de cada empresa. La razón de estos cambios es simple: El Banco Central no tiene información directa de las utilidades e inversiones de las empresas extranjeras en Chile, al menos no con la misma oportunidad que las cifras de comercio exterior, y debe estimarlas. Nótese que si estas empresas fuesen sociedades anónimas tendrían que publicar sus FECU regularmente y eso facilitaría enormemente la tarea del sistema estadístico nacional. Las cifras definitivas se conocen con bastante rezago, una vez que dicha institución recibe los resultados de encuestas realizadas a las principales empresas que operan en estos mercados. De hecho, junto a la revisión de las cifras de los tres primeros trimestres de 2004, hubo también ajustes muy importantes de los datos de 2002 y 2003.

Desde el punto de vista de los efectos macroeconómicos de estas revisiones hay dos aspectos sobre los que vale la pena detenerse:

1. Un saldo positivo menor en Cuenta Corriente implica que el país exportó menos ahorros al resto del mundo que lo que pensábamos antes. Las cifras sugieren que ello ocurrió porque se invirtió más en Chile de lo supuesto anteriormente.
2. La Inversión Extranjera Directa fue mayor que lo que pensábamos y se podría deducir que hay un gran volumen de recursos que empresas mineras están invirtiendo en Chile.

Queda una duda sin embargo, que esperamos que se despeje en los meses venideros: ¿Es efectivo que la IED en minería esté aumentando para llegar a cifras del orden de varios miles de millones de dólares? Sabemos que hay ampliaciones en marcha y varios proyectos nuevos de gran significación, pero son cifras de otros órdenes de magnitud. En cambio, es muy posible que se esté cometiendo otro error en la estimación, y que cuando aparezcan las cifras definitivas descubramos que se han contabilizando inversiones de cartera (posiblemente muchas de ellas fuera de Chile) como inversión extranjera directa en Chile.

Mirando hacia el futuro, es importante destacar que esta revisión a la baja de la Cuenta Corriente no cambia las percepciones de holgura externa: si el precio del cobre baja en el futuro, bajarán también las utilidades de las empresas mineras, y con ello las rentas de inversiones en Chile.

Joaquín Vial

Gerente Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

**Francisca Lira**

Economista Senior Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile.

### 3. Panorama Financiero: Inflación reducida y bajas tasas de interés siguen favoreciendo la actividad

Desde fines de 2004 y en los primeros meses de 2005, tanto la inflación como las tasas de interés de corto plazo han dejado atrás sus niveles mínimos, volviendo con lentitud a la normalidad. Estos factores impulsaron la demanda interna en 2004 y se espera que continúen haciéndolo en 2005, toda vez que se esperan subidas moderadas, para ambas variables.

La franca recuperación de la actividad económica, en particular de la demanda interna, sumada a una trayectoria de inflación total y subyacente que dejan atrás los niveles mínimos, han llevado al Banco Central a aplicar alzas en la tasa oficial a partir del mes de septiembre, fecha a partir de la cual el interés oficial ha crecido en 100 puntos base, con alzas mensuales (sucesivas o no) de 25 pb cada una. Actualmente existe consenso de que éste es sólo el comienzo de la senda alcista de tasas y el Banco Central ha sido explícito en ratificarlo. En todo caso, la senda prevista sería bastante pausada y suave, terminando el año 2005 con una tasa de referencia todavía muy por debajo de su nivel neutral. De hecho, en el escenario base las alzas de tasas estarían lejos de constituir una amenaza a la demanda interna, que se proyecta como el motor del crecimiento en 2005.

Este escenario financiero de tasas históricamente bajas, sumado al alto crecimiento de la actividad, en particular de la demanda interna, se reflejó en un importante crecimiento de las colocaciones bancarias que terminaron 2004 con una expansión interanual de 10,4% real, con expansiones superiores al 16% en los segmentos consumo y vivienda y una importante recuperación en los créditos a empresas. A pesar del aumento en el volumen de colocaciones, y las mejoras en los indicadores de riesgo, las utilidades de la banca subieron menos que en años anteriores, a causa de la mayor competencia imperante en el sector y la baja inflación. Lo anterior se reflejó en un crecimiento relativamente moderado en el PIB sectorial financiero y empresarial, que en 2004 se incrementó un 5,9%.

#### No hay riesgos inflacionarios a la vista

Tras haber superado el piso de la banda recién a partir de noviembre de 2004, la inflación en 12 meses alcanza a febrero de 2005 una variación de 2,2% y la inflación subyacente (IPCX) de 1,7%. Por su parte, el componente de inflación más depurado, denominado IPCX1 por el Banco Central de Chile,7 mostró un crecimiento mensual de 0,25% en febrero, reflejando que los componentes de alimentos elaborados y bienes industriales (excepto energía) retoman sus niveles inflacionarios normales. Con esto, la inflación así medida acumula un crecimiento interanual de 1,5%, con una importante aceleración en los últimos cuatro meses. Sin embargo, ésta todavía no alcanza el piso del rango meta, y se compara con un promedio en torno al 2,5% que se registraba en años inflacionarios normales.

A pesar de que hay evidencias de que los componentes más estructurales de la inflación se han comenzado a acelerar en los últimos meses, esto no debiera alentar temores de presiones inflacionarias en 2005. De hecho, todas las estimaciones apuntan a que el año 2005 será un año de inflación moderada, aún cuando el petróleo permanezca en los altos niveles actuales. En efecto, el Banco Central de Chile en su Informe de Política Monetaria del mes de enero, rebajó la proyección de inflación para este año desde el 3,0% previsto en septiembre hasta un cierre anual de 2,0% (2,0 % como promedio), aún suponiendo un precio promedio para el petróleo más alto de 39 dólares por barril (antes

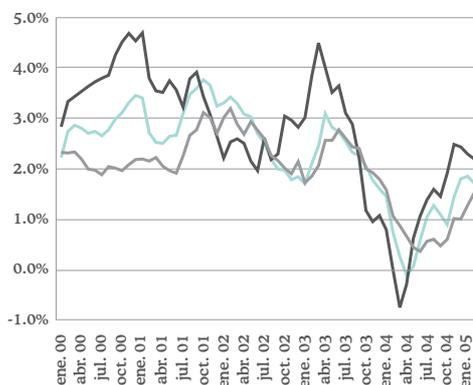
#### Evolución de colocaciones bancarias



— Colocaciones Consumo  
— Colocaciones Totales  
— Colocaciones para Vivienda  
..... Colocaciones Comerciales

Fuente: Superintendencia de Bancos

#### Evolución de la trayectoria de inflación según distintas medidas



— IPC  
— IPC X  
— IPC X1

Fuente: Banco Central de Chile

US\$ 34/b). La previsión corregida del Banco Central es levemente inferior a la de nuestro modelo de inflación, pues trabajando con un precio de petróleo similar (US\$ 41/b), se proyecta una inflación de 2,7% a diciembre (2,3% como promedio), la que sube hasta 3,1% (2,4% en promedio) al suponer que el precio del crudo se mantiene en niveles de US\$ 45 por barril en lo que resta de este año, de acuerdo a la trayectoria ilustrada en el gráfico adjunto. Ahí se observa que, en ambos casos la inflación promedio se ubica cerca del centro del rango meta presentando registros hacia mediados de 2006 que se aproximan al techo de la banda.

Tanto la trayectoria del escenario base, como la del escenario alternativo, consideran registros inflacionarios mensuales elevados para los meses que vienen. El mes de marzo sería especialmente alto, puesto que a las subidas de precios estacionales, impulsadas principalmente por el componente servicios, se agregan las alzas previstas en tarifas reguladas. Se proyecta una importante subida en los combustibles, dadas por el mayor precio del petróleo y un tipo de cambio más elevado. Queda pendiente además un alza de tarifas de microbuses, que se estima sería de \$20 y se aplicaría a mediados de abril, impulsando al alza la variación del IPC de abril y mayo.

### Tasas de Interés todavía lejos de su nivel neutral

Ante el escenario de inflación volviendo a rangos normales y evidencias cada vez más sólidas de aceleración de la demanda interna, el Banco Central ha aplicado sucesivas alzas de tasas a partir del mes de septiembre del año pasado, cuando la TPM estaba en 1,75%. Actualmente la tasa nominal es de 2,75%, con una inflación en 12 meses de 2,2% a febrero, lo que constituye un incremento muy moderado en la tasa real, la que ha pasado desde niveles negativos a un nivel inferior a 1,0%. Nuestras proyecciones base se alinean con una trayectoria alcista bastante moderada, aunque más agresiva que lo que están descontando los mercados al cierre de este informe. En el gráfico adjunto se muestra la curva Forward que se deriva de la estructura de tasas de interés a distintos plazos, comparada con nuestras proyecciones. Ahí se observa que mientras los mercados están descontando alzas de 100 puntos base para lo que resta de 2005 y 100 pb en 2006, nosotros esperamos que el año 2005 termine con una tasa oficial de 4,25% y 2006 con 5,25%. A este respecto, vale la pena mencionar que en su IPOM de enero, el Banco Central, señaló explícitamente que como supuesto de trabajo estaban considerando "una trayectoria para la tasa de política monetaria que aumenta a un ritmo levemente superior que el implícito en los precios de activos durante las últimas dos semanas". Tanto esta declaración, como las alzas inesperadas por los mercados de 25 pb cada una, ocurrida en los meses de enero y febrero, se habría reflejado en que la trayectoria de tasas esperada por el mercado se desplazara 50 pb hacia arriba en un periodo de dos meses (ver gráfico).

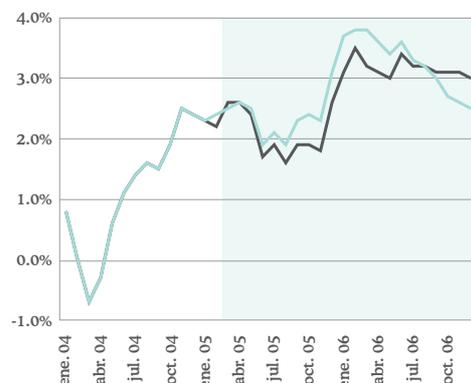
### ¿Por qué no suben las tasas largas?

Las tasas de interés de mediano y largo plazo, permanecieron acotadas - y a niveles históricamente bajos- en todo el año 2004 y en lo que va transcurrido del primer trimestre de 2005 la tasa de referencia en UF (PRC 8) marca un promedio de 2,4%, similar al del último trimestre del año anterior.

Llama la atención que las tasas de largo plazo no hayan respondido a las alzas en las tasas oficiales en Chile ni a las alzas de tasas de largo plazo en EE.UU. que han cobrado fuerza desde comienzos de marzo, en particular considerando que en ambos casos las perspectivas son evidentemente alcistas.

Una de las explicaciones a la resistencia al alza de las tasas largas reales es la escasez de papeles de largo plazo indexados a la Unidad

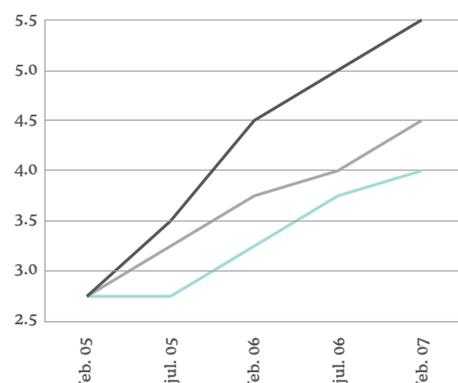
### Proyecciones de inflación ante distintos escenarios del precio del petróleo



— Precio Petróleo Promedio 2005 US\$ 39/barril  
— Precio Petróleo Promedio 2005 US\$ 45/barril

Fuente: Proyecciones BBVA

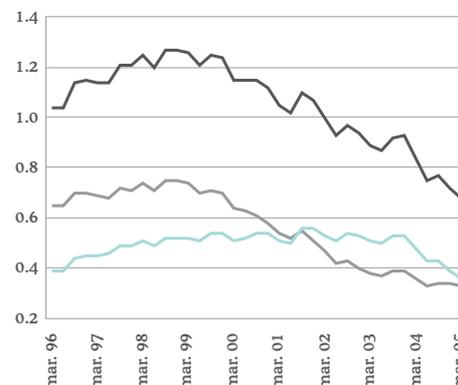
### Expectativas de alza en TPM: Mercados y BBVA



— BBVA (1)  
— Mercado (marzo 05)  
— Mercado (enero 05)

Fuente: BBVA

### Evolución de papeles largos a PIB



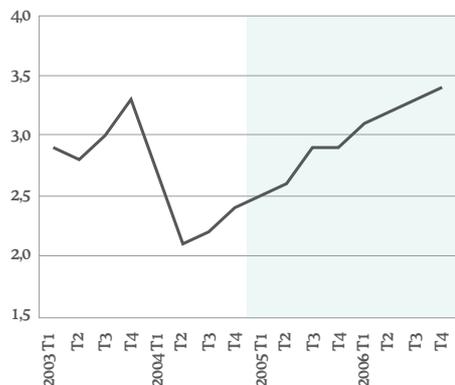
— PLP/PIB  
— Papeles Banco Central + BTU/PIB  
— Letras Hipotecarias/PIB

Fuente: Banco Central de Chile

de Fomento<sup>8</sup>. Si se observa la evolución del stock de instrumentos de deuda con estas características (papeles del Banco Central a Largo Plazo en UF, más Letras Hipotecarias, más Instrumentos de deuda de Tesorería) se observa un claro descenso en los últimos años. En efecto, estos pasaron de constituir más del 127% del PIB en 1997 hasta una estimación del 68% del PIB al primer trimestre de 2005, explicado tanto por la evolución de los papeles de Largo Plazo emitidos por el Banco Central como por las letras hipotecarias, pues los nuevos créditos o renegociaciones hipotecarias se han financiado con otro tipo de instrumentos. A pesar de que en los últimos años ha habido un aumento importante de las emisiones de bonos en UF por parte de empresas privadas, éstas no habrían sido suficientes como para aumentar el stock de papeles de largo plazo en UF. De hecho, desde el año 2000 hasta ahora, las empresas locales, excepto bancos, han emitido el equivalente al 10% del stock de papeles del Banco Central registrado a febrero de 2005.

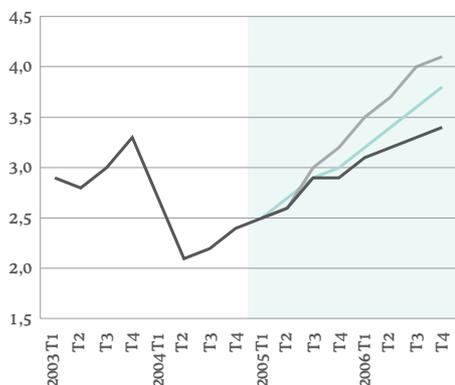
Estimaciones econométricas realizadas con series trimestrales desde 1996 en adelante, arrojan que la disponibilidad de instrumentos de largo plazo indexados a la UF resulta significativa en la determinación de las tasas de interés real en dicha clase de papeles, y muestra un parámetro robusto en la totalidad de los modelos con que hemos trabajado, lo que deja las proyecciones de tasas de interés de largo plazo en UF muy dependientes del comportamiento futuro de dicha variable. Lo anterior sugiere que el Banco Central tendría un rol en la determinación de las tasas de interés de largo plazo en UF que va más allá de los movimientos que realice en la tasa oficial.

Proyecciones PRC 8 en escenario base



Fuente: Servicio de Estudios de BBVA

Proyecciones PRC 8 en escenarios de alternativos



— Escenario Base  
 — Ajuste Fuerte en Chile  
 — Ajuste Fuerte en EE.UU.

Fuente: Servicio de Estudios de BBVA

La trayectoria prevista para la tasa de interés oficial ya descrita, sumada al alza de tasas prevista en EE.UU -según se detalla en el escenario internacional (sección 1)- dan una base sólida para proyectar una tendencia alcista en las tasas de largo plazo domésticas. Si suponemos que los papeles de largo plazo en proporción al PIB se mantienen a los niveles actuales, la tasa de interés de los PRC 8 cerraría el año 2005 al nivel de 2,8%, y subiría en 40 pb adicionales a lo largo de 2006. (ver gráfico). Si nos ponemos en un caso más extremo y suponemos que la proporción de papeles de largo plazo a PIB continúa disminuyendo en el horizonte de proyección a un ritmo similar al que lo ha hecho hasta ahora, la trayectoria de tasas sería todavía más plana, cerrando este año con apenas 2,5% y el año 2006 a un nivel moderadamente mayor.

Llama la atención, que aún en presencia del ciclo alcista de tasas que se ha comenzado a hacer evidente en Estados Unidos para las tasas a todos los plazos y en Chile para las tasas de más corto plazo, se proyecten tasas reales creciendo tan lentamente. Esto es especialmente favorable en un entorno en que la demanda interna continuará creciendo fuerte, con lo que la inversión y el consumo podrían financiarse a tasas bajas. Sin embargo, los sesgos apuntan hacia que las tasas puedan subir con más rapidez e intensidad que lo indicado en el escenario base, en caso que se materialicen los escenarios de riesgo en Estados Unidos o Chile.

Tal como se explica en la sección de Entorno Internacional, el escenario de riesgo más probable es la de un ajuste financiero más acelerado en EE.UU., con una tasa Fed subiendo en cerca de 100 pb por sobre lo contemplado en el escenario base y en el que la tasa de largo plazo (UST 10) cerraría el año 2005 y 2006 a un nivel de 5,6% y 7,0%, respectivamente (cerca de 120 pb por sobre el escenario base en 2005). Con esto, la tasa de interés doméstica de largo plazo (PRC8) sube hasta niveles de 3,6% al cierre de 2006.

<sup>8</sup> Aparte de la escasa oferta de papeles, a partir de marzo ha influido también el incremento en la demanda por papeles indexados, impulsado por las mayores perspectivas de inflación para los meses venideros

En caso que se diera el escenario de ajuste brusco para la economía chilena por sobrecalentamiento de la economía, al que se hizo referencia en la sección Panorama Macroeconómico, la tasa de interés oficial subiría más rápidamente tanto en 2005 como en 2006, cerrando este año con un nivel de 5,0% y 8,0%, respectivamente, lo que impulsaría a los PRC 8 a niveles de 3,2% al cierre de este año y 4,1% en el próximo.

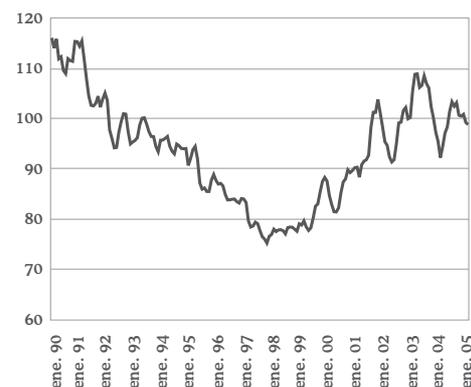
### Tipo de cambio al vaivén de monedas internacionales

Durante 2004, la trayectoria del tipo de cambio estuvo determinada por los mercados financieros internacionales, dejando en un segundo plano el Superávit Comercial y Corriente. En la primera parte de 2004 se observó una importante salida de capitales hacia el exterior, explicado por las mayores rentabilidades relativas que obtenían los fondos fuera del país. Hacia fin del año 2004 y comienzos de 2005, se aminoró el efecto de diferencial de tasas de interés y la moneda local se comenzó a apreciar en conjunto con otras monedas latinoamericanas y el euro, reflejando la depreciación del dólar a nivel internacional.

Este fenómeno se viene observando desde 2003 y se ha traducido en que la moneda local ha permanecido estable respecto del euro y de otras monedas desde esa fecha en adelante. Este hecho suaviza los efectos que para el sector exportador o importador, podrían tener movimientos de la moneda, toda vez que el flujo de comercio con Estados Unidos es sólo una fracción del total y el resto se lleva a cabo con países cuyas monedas han seguido una trayectoria similar a la nuestra. Lo anterior se refleja en un Tipo de Cambio Real que permaneció bastante estable a lo largo del año y supera con creces el nivel observado a mediados de la década de los 90, en que hubo importantes ingresos de capitales hacia el país. En efecto, entre los meses de agosto y febrero la moneda doméstica disminuyó en un 10%, y tal como se aprecia en el gráfico adjunto, el tipo de cambio real disminuyó apenas un 4% en el periodo.

Hacia el futuro pensamos que el tipo de cambio debiera permanecer fluctuando en torno a niveles similares a los que se observan en la actualidad. Sin embargo, existen riesgos no simétricos que apuntan a la posibilidad de nuevas revaluaciones del peso respecto del dólar, asociadas a una mayor debilidad de esta última moneda en los mercados internacionales y a la posibilidad de que monedas de países emergentes importantes, como Brasil, por ejemplo, se aprecien también en 2005.

### Evolución del tipo de cambio real



Fuente: Banco Central de Chile

## Petróleo: China siempre China

El principal foco de atención de los participantes en el mercado petrolero en la actualidad es sin duda China. Cualquier declaración o nuevo dato sobre el consumo energético y la evolución económica de ese país bastan para perturbar los precios del petróleo. China se ha convertido en el segundo importador de crudo después de Estados Unidos y durante el año 2004 sus importaciones de crudo registraron un aumento del 34,8%. Sin embargo, las importaciones chinas sólo representan el 34% de la demanda de los Estados Unidos y el equivalente al 30% de los requerimientos de crudo importado de ese país, por lo que cabe preguntarse ¿porqué tienen un mayor impacto sobre los precios del petróleo las noticias sobre China que las referidas a Estados Unidos?, y en particular, ¿por qué no se han percibido presiones a la baja sobre el precio del petróleo dada las perspectivas actuales del consumo energético estadounidense?.

Los inventarios de productos petroleros estadounidenses han venido recuperándose hasta el punto en que puede afirmarse que Estados Unidos esta hoy bien abastecido. Los inventarios de gasolina están un 5% por encima del nivel máximo de los últimos cinco años, mientras que el stock de crudos supera en 16% al que se mantenía en abril del año pasado. Estos inventarios, los de gasolina y crudo, son los relevantes de cara a los próximos dos trimestres (primavera y verano), y en lo que va de año los mismos se han incrementado en un promedio de 375 mil barriles diarios. El resto de los productos, destilados y propano, debido al fuerte invierno, entran a la primavera en el nivel más alto de los últimos cinco años (propano) y cerca del nivel mínimo de los últimos cinco años (destilados). A pesar de estas buenas noticias respecto a los inventarios y a la reducción prevista en el ritmo de crecimiento de esta economía en 2005 (lo que reducirá el ritmo de incremento de la demanda de petróleo estadounidense a 1,6%, casi la mitad que la del año previo), el mercado ha seguido dominado por el temor a la escasez impulsando así los precios a niveles record.

Pero la pasión del mercado petrolero por el devenir chino, no sólo ha restado protagonismo a la economía estadounidense sino también a la OPEP. Los precios alcanzaron niveles históricos máximos el miércoles 16 de marzo, coincidiendo con la inesperada decisión del Consejo de Ministros de la OPEP de incrementar las cuotas de producción del cartel en un total de 500.000 barriles diarios y autorizar al Presidente de la organización a aprobar (previa consulta telefónica con los restantes ministros) un nuevo incremento de la producción antes de junio (fecha de la próxima reunión ministerial) en 500.000 barriles de mantenerse los altos niveles de precios.

La explicación de este rol estelar cobrado por China en el mercado petrolero obedece al hecho de que en los últimos cinco años el 75% del incremento de la demanda que se ha generado se ha debido a países emergentes y principalmente de China. Las perspectivas sobre el consumo energético chino no sólo están determinadas por el crecimiento de su economía, sino que obedece también a la decisión del Gobierno Chino de adquirir petróleo equivalente a 30.000 millones de dólares, para la construcción de reservas estratégicas. En tres o cinco años, planean que las reservas de China podrían llegar hasta los 30 días de consumo, y hasta los 90 días en el año 2015, lo que representará unos 550 millones de barriles. Dados estos elementos, el mercado percibe un gran potencial de crecimiento adicional de la demanda petrolera china, que ya representa un 35% del crecimiento que se espera para este año, con un incremento de las necesidades de crudo importado por el orden del 20%. Sin embargo, el mercado parece estar sobre-estimando este potencial en lo que respecta al corto plazo, dado que la probabilidad de que el Gobierno Chino pueda comenzar a construir de manera agresiva este stock de inventarios en el corto plazo es baja, en virtud de que los requerimientos de infraestructura que conlleva esta estrategia imponen severas limitaciones a su ejecución en el corto plazo, aunque claramente constituya un elemento a vigilar de cara a los próximos años.

## Primavera atenuará las presiones

Descontando que el crecimiento de la demanda de crudo importado chino no será superior al 20%, el mercado se aproxima a la Primavera mejor abastecido que los últimos tres años y con reservas de mejor calidad, lo que hará que, ante la caída estacional de la demanda de productos propia de este período, se entre a la "temporada de manejo" del verano con un elevado nivel de inventarios de gasolina y crudos que permitirán que se produzca un ajuste a la baja en los niveles de precios, que estimamos se ubique en torno al 8,7% en el segundo trimestre en términos promedio. Sin embargo, los temores que mantienen muchos participantes en el mercado de un sorpresivo incremento en la demanda china se ha constituido un factor alcista, que nos conduce a una revisión de nuestro escenario anterior, que se traduce en un alza de 9% en el precio del Brent que pronosticábamos en nuestro escenario previo, para una media en 2005 de 40,6 dólares por barril.

s/b	Escenario Base		s/b	Escenario Base	
	WTI	Brent		WTI	Brent
2003:I	33,9	31,3	2005:III	42,7	39,1
2003:II	30,0	27,0	2005:IV	41,0	37,5
2003:III	31,0	28,6	2006:I	39,3	35,6
2003:IV	29,9	28,5	2006:II	38,9	36,3
2004:I	35,2	31,8	2006:III	38,3	36,7
2004:II	38,4	35,5	2006:IV	37,4	36,9
2004:III	44,1	41,7	2003	31,2	28,9
2004:IV	47,1	45,3	2004	41,2	38,6
2005:I	49,0	44,8	2005	44,3	40,6
2005:II	44,5	40,9	2006	38,5	36,1

**Giovanni di Plácido**  
Economista Jefe  
BBVA Banco Provincial, Venezuela

## 4. Estudio Especial: El Sistema de Pensiones Chileno

Michele Favre

Economista Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile.

### Historia del Sistema de Pensiones chileno

Inicialmente el sistema previsional chileno era uno de reparto, en el que las cotizaciones de los trabajadores activos y la rentabilidad de las inversiones financiaban las pensiones de los pasivos. Sin embargo, en los años setenta y a pesar de que el sistema estaba lejos de alcanzar su madurez, ya presentaba déficit debido a la presión de grupos de interés que había provocado una "inflación de beneficios", que se potenciaba por graves deficiencias en la definición de inversiones. Además, existían problemas de equidad, derivados en parte de la existencia de numerosas instituciones previsionales<sup>9</sup>, en la que cada una entregaba distintos beneficios a sus afiliados, lo que hacía que el sistema fuera discriminatorio y tuviera recursos insuficientes. Tal como ha quedado en evidencia recientemente, una proporción mayoritaria de los beneficiarios de este sistema se concentraba en los dos quintiles de mayores ingresos. Debido a esto se hizo necesario implementar una reforma enfocada a mejorar estos aspectos.

Así en 1981 se crea un nuevo Sistema de Pensiones basado en la capitalización individual, y administrado por entidades privadas denominadas Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)<sup>10</sup>. Con esta reforma se separaron definitivamente los servicios otorgados por el área de salud del Sistema de Pensiones. El traspaso al sistema nuevo de los antiguos cotizantes fue voluntario, pero irreversible. Al mismo tiempo, los nuevos trabajadores sólo pueden ingresar al nuevo sistema, existiendo obligación de cotizar para los trabajadores dependientes. Quienes permanecieron en el antiguo sistema quedaron adscritos al Instituto de Normalización Previsional (INP) que fusionó las antiguas Cajas. La regulación del nuevo sistema quedó a cargo de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP). En el año 2003 los cotizantes activos del sistema antiguo correspondían a un 3% del total de ocupados, mientras que los cotizantes activos del sistema nuevo eran un 52,5% del total de ocupados.

El traspaso al sistema nuevo fue voluntario, y fue principalmente incentivado por dos motivos: la tasa de cotización del nuevo sistema es más baja que las del antiguo, lo que provocó un aumento del salario líquido, y por la emisión de Bonos de Reconocimiento (BR), con los que el Fisco reconoció los aportes realizados por los trabajadores en el antiguo sistema<sup>11</sup>. El nuevo sistema se inició con el traspaso de aproximadamente 1,4 millones de trabajadores desde el sistema antiguo, y a la fecha se han emitido algo más de 1 millón de bonos de reconocimiento (no todos los cotizantes del sistema antiguo tenían derecho al BR, ya que había que tener una cantidad mínima de aportes).

Los costos para el Estado de esta transición son principalmente tres: el déficit operacional, que surge al tener que pagar los beneficios a las personas que se mantuvieron en el antiguo sistema (este déficit es transitorio), el valor de los BR cuyo desembolso se realiza a momento en que el beneficiario se jubila (también transitorio), y las garantías de pensión mínima para quienes jubilan en el nuevo sistema y cuyos fondos acumulados no les permiten cubrir una pensión de dicho monto y tienen aportes por 20 años o más. Además representan un costo para el Estado las pensiones de las FF. AA. que se mantuvieron en un sistema de reparto y presentan un abultado déficit, y las pensiones asistenciales que se pagan a ancianos o discapacitados indigentes que no tienen otra pensión.

9 Las Instituciones Previsionales se denominaban Cajas y eran las encargadas de recolectar las cotizaciones y pagar los beneficios del sistema.

10 Éstas son sociedades que tienen como giro exclusivo la administración de los fondos de pensiones.

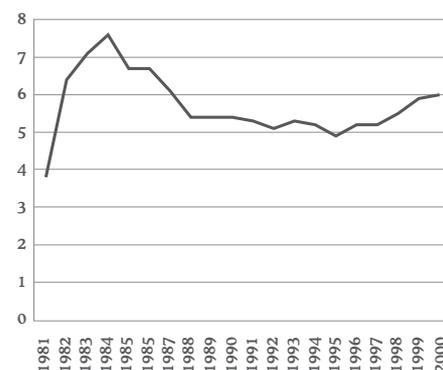
11 Requisitos para acceder al BR: registrar al menos 12 meses de cotizaciones en el antiguo sistema, correspondientes a remuneraciones devengadas dentro de los cinco años anteriores a noviembre de 1980 y que no hayan servido de base para una pensión ya obtenida, ó registrar cotizaciones por remuneraciones devengadas en el período de julio de 1979 a diciembre de 1982, que no hayan servido de base para una pensión ya obtenida.

### Información del Sistema de Pensiones 2003-2004

	2003		2004	
	INP	AFP	INP	AFP
Cotizantes	167.827	2.982.805	n.d.	3.036.987
Pensionados				
Vejez Anticipada	77.187	57.856	n.d.	84.851
Vejez	308.875	105.582	n.d.	137.541
Invalidez	130.469	28.346	n.d.	39.050
Otras (1)	308.309	104.767	n.d.	128.254
Ocupados	5.679.400		5.862.900	

(1) Corresponde a las pensiones por concepto de viudez, orfandad, montepío entre otras.  
Fuente: INP y SAFP

### Déficit previsional 1981-2000 (como % del PIB)



Fuente: "Aspectos Macroeconómicos del Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público del año 2002". DIPRES

## Requisitos para obtener una PASIS

Residencia mínima 3 años en el país.

No tener ingresos o de tenerlos que no sean menores a 50% de la pensión mínima.

Promedio del ingreso familiar no sea mayor a la pensión mínima.

Fuente: Instituto Nacional de Previsión

## Monto Pensiones Mínimas y PASIS

(a partir de diciembre de 2004)

	Pesos	US\$
PASIS	43.252,91	76
Pensión Mínima		
Menores de 70 años	77.076,54	135
Mayor 70 años, menor 75 años	84.277,26	148
75 años de edad y más	88.213,76	155

Fuente: Instituto Nacional de Previsión

## Diseño del sistema institucional en la actualidad

En el actual sistema de pensiones en Chile se encuentran presentes los tres "pilares" que tradicionalmente sirven de base para un sistema de prestaciones destinadas a cubrir necesidades de ingreso en la vejez o por invalidez. El primer pilar está conformado por todos los programas con financiamiento del Estado cuyo objetivo es transferir ingresos a los ancianos más pobres, mientras que los pilares dos y tres están enfocados en aliviar la imprevisión. A continuación se entrega una breve descripción de cada uno de estos pilares.

### 1. Primer Pilar: transferencias directas del fisco

Este pilar se financia principalmente con recursos del Estado y está compuesto por las Pensiones Asistenciales (PASIS) y la Pensión Mínima. Las PASIS consisten en un subsidio entregado a los ancianos más pobres que no cuentan con otra fuente de ingreso. Tiene como único fin aliviar la situación de indigentes y no se encuentra ligada a las contribuciones realizadas por las personas. Su monto se fija por ley, y cada año se asignan fondos en el presupuesto para cubrir un cierto número de cupos, que se distribuyen a nivel regional y se asignan por los gobiernos comunales. En Chile existe desde hace tiempo un sistema de monitoreo de la pobreza e indigencia que se gestiona a nivel comunal (Ficha CAS) que permite una buena focalización de estos aportes. A fines del año 2005 los beneficiarios de las PASIS alcanzarán 401.000 personas<sup>12</sup>.

La *Pensión Mínima* corresponde a un ingreso mínimo que garantiza el Estado a los jubilados que han hecho un número significativo de aportes (240 o más meses de cotización), una vez que estos agotan los fondos acumulados en sus cuentas individuales. La pensión mínima se focaliza en los ancianos pobres por vía indirecta, ya que depende de las cotizaciones aportadas al sistema. Si bien en la actualidad el número de personas cubierta por este beneficio es muy pequeño, debido a que todavía son muy pocas las personas jubiladas por vejez, se estima que en el futuro este beneficio debería alcanzar una magnitud considerable.

Dentro de este pilar se encuentran también las pensiones de las Fuerzas Armadas. Al quedar éstas exceptuadas de la reforma del sistema previsional, mantienen un sistema de reparto que utiliza una fórmula de beneficio basada en los años de servicio en la institución. En este sistema la pensión recibida depende de los años de cotización y del sueldo imponible en los últimos años de servicio. Dadas las particularidades de la profesión militar, los miembros de las FF. AA. tienen derecho a retirarse con una elevada pensión a los 20 años de servicio, lo que ha redundado en un severo desfinanciamiento del sistema.

### 2. Segundo Pilar: el ahorro obligatorio

Este segundo pilar corresponde al sistema contributivo de capitalización individual. Así, todo trabajador dependiente<sup>13</sup> debe inscribirse en una Administradora de Fondos de Pensiones (AFP) la cual administrará su cuenta individual de capitalización, donde el trabajador deberá, por ley, abonar un 10% de su remuneración mensual. Para los trabajadores independientes la afiliación al sistema es voluntaria. La AFP cobra una comisión adicional al 10% con el fin de solventar sus gastos, financiar la cobertura del Seguro de Invalidez y Sobrevivencia<sup>14</sup> y obtener una retribución.

<sup>12</sup> Valor estimado a diciembre de 2005. Fuente: Informe de Finanzas Públicas, Proyecto de Ley de Presupuestos del Sector Público para el año 2005. DIPRES.

<sup>13</sup> Corresponde a los trabajadores dependientes que hayan entrado al mercado laboral después de la reforma de pensiones y para los trabajadores antiguos que se hayan cambiado de sistema.

<sup>14</sup> Las AFP deben contratar con Compañías de Seguros de Vida un seguro de Invalidez y Sobrevivencia que cubra a los afiliados en caso de un siniestro.

Por otro lado los trabajadores deben cotizar obligatoriamente un 7% de su renta imponible para contratar un seguro de salud, el que puede ser tomado con el sistema público o privado (FONASA e ISAPRE respectivamente).

Para obtener una pensión por vejez los trabajadores deben tener 65 años si son hombres y 60 años si son mujeres<sup>15</sup>. Existe la posibilidad de obtener una pensión anticipada, siempre y cuando al momento de pensionarse se cumplan ciertos requisitos, principalmente se requiere que el monto de la pensión obtenida sea mayor o igual al 70% del promedio de las remuneraciones imponibles, y mayor o igual al 150% de la pensión mínima. Los trabajadores que decidan pensionarse deberán elegir una de las cuatro modalidades de pensión (Cuadro 3).

Los recursos acumulados en el Fondo de Pensiones en la actualidad alcanzan aproximadamente un 63,9% del PIB y han contribuido de manera muy significativa al crecimiento económico nacional y al desarrollo del mercado de capitales<sup>16</sup>. Por otra parte, las rentabilidades obtenidas por los fondos depositados en el sistema, han superado con creces las expectativas que se tenían al diseñar el sistema (10,3% real efectivo desde el año 1981), gracias a que han podido beneficiarse de la favorable evolución de la economía chilena desde fines de los ochenta, la que ha sido acompañada de una fuerte revalorización de los activos. Los recursos acumulados en el fondo de pensiones se encuentran resguardados por una severa regulación y están ampliamente diversificados como se puede apreciar en el Cuadro 4.

### 3. Tercer Pilar: contribuciones voluntarias

El tercer pilar usa incentivos fiscales al ahorro voluntario (exenciones tributarias o subsidios financiados con rentas generales) para inducir a los individuos a que ahorren voluntariamente para la vejez y contraten seguros.

El objetivo de este pilar, es generar incentivos para que cotizantes de rentas medias y altas hagan contribuciones que les permitan obtener tasas de reemplazo de los ingresos laborales por jubilación aceptables. Este pilar permite aumentar el ahorro previsional por sobre el tope máximo mensual del ahorro obligatorio<sup>17</sup>. Está formado por el ahorro previsional voluntario (APV), éste puede materializarse a través de las cotizaciones voluntarias y de los depósitos convenidos. Los incentivos fiscales corresponden a exenciones tributarias del monto total ahorrado (con un máximo que depende del tipo de ahorro) de la base de cálculo del Impuesto a la Renta. Pueden participar de este pilar todos los trabajadores dependientes afiliados a una AFP y los trabajadores independientes que se encuentren realizando cotizaciones regulares.

### Algunos desafíos del sistema de pensiones en Chile

El nuevo sistema de pensiones chileno mejoró muchas de las falencias del sistema antiguo. Sin embargo con el paso de los años han venido apareciendo algunos problemas que harían necesario algunos ajustes para aumentar su eficiencia y aumentar el nivel de previsión. A continuación se hace un análisis de las principales ámbitos de mejora en el sistema de pensiones, así como de algunas propuestas<sup>18</sup>.

<sup>15</sup> La legislación no obliga al trabajador a pensionarse una vez cumplida esa edad.

<sup>16</sup> Para un análisis más profundo de la contribución económica del Sistema de Pensiones ver Vial y Favre en "Latinwach Segundo Trimestre 2005", BBVA.

<sup>17</sup> La contribución al fondo de capitalización individual tiene como un tope máximo de 60 UF mensuales, lo que equivale a US\$ 1800 mensuales.

<sup>18</sup> Ver Taguas y Vidal en "Latinwach Segundo Trimestre 2005" BBVA, para un análisis de las principales propuestas para reformar los sistemas de pensiones en América Latina.

### Modalidades de Pensión

Características	Retiro Programado (RP)	Rentas Vitalicias (RV)	R. Temporal con RV Diferida	R.V. Inmediata con retiro Programado
Administración	AFP	Cía. Seguro	AFP + Cía. Seguro	AFP - Cía. Seguro
Posibilidad cambio Modalidad	Siempre	No	Solo anticipar RVD	R.V: No R.P: Siempre
Propiedad de los fondos	Afiliado	Cía. Seguro	RP: Afiliado RVD: Cía. Seguro	RP: Afiliado RVD: Cía. Seguro
Monto pensión	Variable	Constante	Variable + Constante	Variable + Constante
Derecho acceso a garantía estatal Herencia	Sí	Sí	Sí	Sí
	Sí	No	No	No

Fuente: SAFF

### Diversificación por instrumento de los activos de Fondos de Pensiones

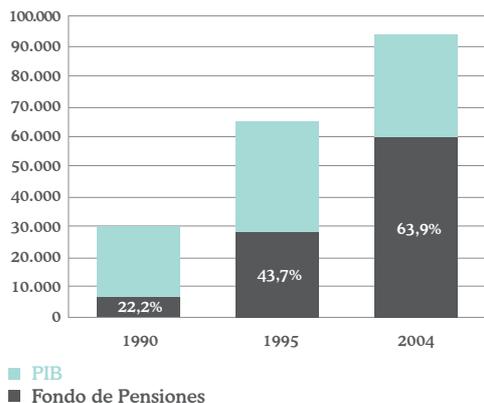
(% del total de activos a febrero 2005)

Fondo	Estatal	SECTORES			Disponible
		Financiero	Empresas Activo	Extranjero	
A	5,14	14,94	22,19	57,37	0,37
B	12,04	25,30	25,57	37,04	0,05
C	18,54	30,83	25,37	25,14	0,12
D	30,49	36,04	19,79	13,57	0,11
E	47,88	31,24	13,57	7,14	0,18

Fuente: SAFF

## Fondos de Pensiones y PIB

(en millones de US\$ y % PIB)



Fuente: Taguas y Vidal (2004) y elaboración propia con datos de SAFF

1. *Aumentar la cobertura previsional*: la cobertura actual del sistema de pensiones (medida como la razón entre cotizantes y ocupados) es de 61%<sup>19</sup>. Si se analiza la composición de esta cifra encontramos que un 97% de los trabajadores dependientes está cubierto, sin embargo sólo lo está un 7,7% de los independientes. Para aumentar las cotizaciones de este sector hay que encontrar mecanismos que aminoren los incentivos a no cotizar. Un ejemplo de esto es el diseño de los subsidios de salud, el que es otorgado a las personas que son declaradas como indigentes, lo que genera incentivos a subdeclarar ingresos y a no cotizar en el sistema previsional. También se pueden extender los beneficios tributarios que tienen los trabajadores dependientes a todos los independientes, el más importante de estos beneficios consiste en descontar de la renta imponible para fines tributarios, el monto que ingresa a la cuenta de capitalización individual. Otra forma es extender la obligatoriedad de la cotización a los independientes. La mayor dificultad en este ámbito es el control del cumplimiento, para lo cual se podría requerir apoyo del Servicio de Impuestos Internos, como ocurre en otros países, donde se le exige al trabajador independiente cotizar en el sistema de pensiones en el momento en que declara sus impuestos.

También preocupa, desde el punto de vista de la cobertura, el que muchos trabajadores no van a alcanzar a enterar el número de cotizaciones que se requieren para poder acceder a una pensión mínima, debido a los todavía elevados niveles de informalidad y alta rotación del mercado laboral chileno. Esto dejaría a un número grande de trabajadores pobres con una cobertura pensional muy limitada.

Es importante también buscar medidas que incentiven la cotización, como por ejemplo fomentar el APV a través de un subsidio a las personas que por su renta quedan exentas del beneficio tributario (rentas de los tramos inferiores del impuesto a la renta).

2. *Mejorar la eficiencia y calidad de los servicios previsionales*: a pesar que en esta materia se han realizado perfeccionamientos, aún existen procesos operativos que se podrían mejorar con el fin de reducir costos y mejorar la calidad del servicio, en este sentido es importante mejorar la eficiencia en los procesos operacionales y de inversiones que rigen a la industria. Un ejemplo de esto es potenciar la recaudación electrónica, cuyos principales beneficios son un menor costo para las AFP y los empleadores, y aumentar la calidad de la información.

3. *Perfeccionamiento en área de inversión*: Dado el tamaño que ha alcanzado el Fondo de Pensiones existe el riesgo de que los precios de algunos activos comiencen a verse distorsionados por la falta de alternativas de inversión. Esto es particularmente preocupante en el caso de las acciones. Hasta el momento la mejor opción ha sido ampliar los márgenes de inversión en el extranjero, los que actualmente se encuentran en el límite que permite la ley. Una reforma en esta área, que flexibilice los límites de inversión en el extranjero y los límites de inversión por emisor, ayudaría a preservar altas tasas de rentabilidad y evitar distorsiones en el mercado financiero local.

4. *Costos de administración de los fondos*: Desde los inicios del sistema ha existido preocupación por los costos de administración de los fondos, los cuales serían mayores en comparación con otros administradores de fondos. Ello se debe, en parte, a que las comisiones de los otros administradores se basan en comisiones sobre los fondos invertidos, mientras que en las AFP las comisiones (variables) se calculan como una proporción de la renta imponible, lo que dificulta la comparación. Un estudio reciente de la Asociación de AFP muestra que cuando se

<sup>19</sup> Cifra a diciembre de 2004

expresan las comisiones como porcentaje del fondo administrado, ellas alcanzan a 0,63%, cifra que se compara muy favorablemente con alternativas como los Fondos Mutuos nacionales (2,3%), los de Estados Unidos (1,38%) y de las cuentas de ahorro provisional 401-k de los Estados Unidos (1,46%). Por otra parte, las comisiones cobradas en Chile son las más bajas entre las que imperan en países que han adoptado sistemas de capitalización individual, con excepción de Bolivia.

Los costos de comercialización fueron muy elevados en el pasado, como consecuencia de las campañas para producir traspasos de cotizantes entre AFPs, esta situación se ha controlado, aunque resulta cuestionable la eficiencia de las medidas para lograrlo. Desde 1997 a la fecha las comisiones han bajado alrededor de 0,5% del ingreso imponible mensual, en parte gracias a la baja en los gastos de comercialización.

Por último, cabe mencionar que la comisión cubre también el costo de la prima del seguro de invalidez y sobrevivencia, cuyo costo ha crecido a un ritmo muy elevado en los últimos años. En 1997 éste representaba un 0,58% de la renta promedio, para el año 2003 había aumentado a 0,97%<sup>20</sup>.

*5. Incentivar el rol de asesor previsional:* con la maduración del sistema y del mercado financiero aumenta la importancia del rol de las AFP como asesores provisionales. Es decir las AFP deben asesorar a sus clientes de acuerdo a sus necesidades previsionales entregándole mayor información para que éste pueda tomar sus decisiones de la forma más eficiente.

---

<sup>20</sup> Fuente: Departamento de Estudios Asociación de AFP.

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	3,0	4,4	3,6	3,2	1,9	3,4	2,5	2,7
UEM	0,5	1,8	1,9	2,4	2,0	2,4	1,5	1,9
Japón	1,4	2,7	1,5	3,0	-0,4	0,2	0,0	0,3

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	23/3/05	juni-05	dici-05	dici-06	23/3/05	juni-05	dici-05	dici-06
EE.UU.	2,75	3,25	4,00	5,00	1,31			
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,50	3,75	1,30	1,30	1,35	1,30
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	106	104	100	100

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	7,0	4,5	3,7	6,1	10,9	7,1
Brasil	0,5	5,2	3,7	3,0	9,3	7,6	6,0	4,5
Chile	3,7	6,1	5,8	5,3	1,1	2,4	2,6	3,1
Colombia	3,8	4,1	3,8	3,0	6,5	5,5	5,2	4,7
México	1,4	4,4	4,2	4,0	4,0	5,2	4,0	3,9
Perú	3,8	5,1	4,4	4,0	2,5	3,5	2,3	2,5
Uruguay	2,5	11,0	4,0	n.d.	10,2	9,0	8,5	n.d.
Venezuela	-7,7	17,3	3,9	2,3	27,1	19,2	22,4	26,4
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>1,7</b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,6</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>6,6</b>	<b>5,7</b>

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina <sup>2</sup>	0,5	2,6	1,8	1,5	6,3	2,1	0,3	0,0
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	0,7	0,0
Chile	0,1	2,6	2,2	1,4	-1,5	1,5	-1,1	-2,2
Colombia	-2,7	-1,2	-2,7	-2,4	-1,5	-1,3	-1,9	-2,8
México	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-1,5	-1,3	-2,0	-2,1
Perú	-1,9	-1,1	-1,1	-1,0	-1,8	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-2,9	-2,5	n.d.	1,7	0,4	0,6	n.d.
Venezuela <sup>2</sup>	-5,1	-3,1	-3,5	-5,0	10,3	13,6	11,1	7,3
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,7</b>

<sup>1</sup> Media de los 8 países mencionados; <sup>2</sup> Gobierno Central.

	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% fin de período)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,98	3,00	3,21	3,8	3,1	5,5	7,1
Brasil	2,89	2,72	2,9	3,20	16,5	17,8	18,0	16,5
Chile	603	576	575	575	2,3	2,5	3,8	5,3
Colombia	2778	2390	2676	2810	7,9	7,7	7,7	8,0
México	11,24	11,15	11,80	12,20	6,0	8,7	9,5	9,6
Perú	3,46	3,28	3,30	3,35	2,5	3,0	3,8	5,0
Uruguay	29,34	27,30	29,00	n.d.	4,0	n.d.	n.d.	n.d.
Venezuela	1600	1920	2150	2580	15,1	14,8	12,8	13,6

Actividad Económica (variación %)	2003			2004			2004p			2005			2006					
	I	II	III	I	II	III	I	II	III	I	II	III	I	II	III	IV		
PIB	3,7	6,1	5,8	5,3	7,0	7,3	4,7	5,3	7,0	7,3	5,7	4,9	5,8	6,7	6,5	5,1	4,7	4,8
Gasto Interno	4,8	7,9	7,5	5,6	9,5	10,4	6,1	8,3	9,5	10,4	9,6	8,3	6,1	6,2	6,0	5,0	4,2	4,1
FBKF	5,7	12,7	10,9	7,9	15,6	20,6	6,3	7,9	15,6	20,6	14,0	12,0	10,0	8,0	6,0	6,0	5,0	5,0
(como % del PIB)	(23,7)	(25,2)	(25,5)	(23,5)	(24,3)	(27,8)	(23,5)	(24,3)	(25,0)	(27,8)	(25,0)	(26,2)	(25,6)	(25,2)	(24,9)	(26,5)	(25,6)	(25,3)
Resto Demanda Interna	4,5	6,4	6,4	4,9	7,6	7,1	6,0	4,9	7,6	7,1	8,1	7,1	4,8	5,6	5,9	4,7	3,9	3,7
Exportaciones	5,9	12,8	6,2	8,8	11,4	15,5	8,8	11,4	15,7	15,5	6,4	5,9	6,3	6,3	6,3	5,8	6,3	6,2
Importaciones	9,5	18,6	11,1	13,6	12,5	24,8	13,6	12,5	23,0	24,8	17,7	16,1	7,0	4,9	4,9	5,5	4,7	4,2
Ingreso Nacional	3,6	8,6	5,4	6,7	8,3	9,7	6,7	8,3	9,7	9,7	9,1	5,9	1,9	4,6	4,1	3,6	4,2	4,3
Deflactor del PIB (var. %)	5,5	6,6	0,4	6,0	7,8	5,5	6,0	7,8	7,0	5,5	5,6	-0,9	-3,9	1,3	-2,6	-1,1	0,4	0,2
CUENTA CORRIENTE (MM US\$)	-1.102	1.390	-1.112	688	787	162	688	787	-248	162	728	76	-1354	-563	53	-480	-1416	-557
como % del PIB	-1,5	1,5	-1,1	2,495	2,606	2,107	2,495	2,606	1,811	2,107	2,652	2,014	684	1,125	1,405	933	100	614
BALANZA COMERCIAL	3.522	9.019	6.475	2.495	2.606	1.811	2.495	2.606	1.811	2.107	2.652	2.014	684	1.125	1.405	933	100	614
<b>DETALLE COMERCIO EXTERIOR</b>																		
(Millones de US\$)																		
Exportaciones (FOB)	21.524	32.025	33.303	7.484	7.927	8.681	7.484	7.927	7.933	8.681	9.134	8.659	7.583	7.927	8.311	8.182	7.644	8.062
Cobre	7.766	14.358	13.113	3.112	3.660	4.063	3.112	3.660	3.524	4.063	3.805	3.608	2.776	2.925	2.696	2.923	2.567	2.732
No Cobre	13.758	17.666	20.190	4.372	4.267	4.618	4.372	4.267	4.409	4.618	5.329	5.051	4.808	5.002	5.616	5.259	5.077	5.330
Importaciones (CIF)	19.381	24.871	29.004	5.404	5.730	6.624	5.404	5.730	6.624	7.113	7.010	7.168	7.443	7.382	7.460	7.812	8.143	8.051
Bienes de Consumo	3.145	3.958	4.557	870	882	1.093	870	882	1.112	1.093	1.083	1.078	1.091	1.306	1.244	1.247	1.174	1.365
Bienes Intermedios	10.956	14.384	16.390	3.187	3.221	4.154	3.187	3.221	3.823	4.154	4.049	3.980	4.315	4.046	4.143	4.190	4.639	4.409
Combustibles	3.100	4.397	4.510	991	926	1.316	991	926	1.163	1.316	1.221	1.024	1.158	1.107	1.044	954	1.193	1.175
Bienes de Capital	3.652	4.684	5.687	967	1.137	1.424	967	1.137	1.156	1.424	1.363	1.460	1.365	1.499	1.479	1.622	1.554	1.663
<b>OTROS INDICADORES</b>																		
PIB en millones de US\$ (corr.)	73.374	94.169	104.343	23.178	22.995	25.147	23.178	22.995	22.849	25.147	26.181	26.769	25.053	26.339	27.131	27.773	26.270	27.517
PIB per Cápita en US\$ (corr.)	4.652	5.902	6.466	6.663			6.663											
Resultado Fiscal Presupuestario (% del PIB)	0,1	2,6	2,2	0,0	0,5	2,3	0,0	0,5	1,5	2,3	2,4	2,5	2,0	2,2	3,3	3,2	3,2	3,2
Tasa de Inflación (% promedio período)	2,8	1,1	2,3	0,0	0,5	2,3	0,0	0,5	1,5	2,3	2,4	2,5	2,0	2,2	3,3	3,2	3,2	3,2
Tasa de Inflación (% a diciembre)	1,1	2,4	2,6	3,1			3,1											
Tipo de Cambio Nominal (prom. período)	691	610	576	587	629	593	587	629	628	593	578	575	575	575	576	576	577	578
Tipo de Cambio Nominal (fin año)	603	576	575	575			575											
Tasa de Interés de Pol. Monetaria	2,7	1,9	3,3	1,8	1,8	2,1	1,8	1,8	1,8	2,1	2,8	3,1	3,5	3,8	4,4	4,8	5,1	5,3
Tasa de Interés (PRC 8)	2,9	2,3	2,5	2,7	2,2	2,2	2,7	2,2	2,1	2,2	2,4	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	3,1	3,2
Precio Cobre (c/lb, prom.)	81	130	122	124	127	140	124	127	129	140	148	125	110	105	103	100	98	95
Precio Petróleo (Brent US\$/Barril, prom.)	29	38	42	32	35	44	32	35	42	44	47	45	39	37	36	36	36	36

p= proyectado

## Interesados dirigirse a:

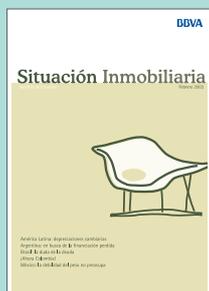
Pedro de Valdivia 100, piso 14, Santiago

T: 6791854

F: 6792810

www.bbva.cl

## 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 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.