

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 1/Nro. 3 - Tercer Trimestre 2005



Editorial

Panorama Internacional

Panorama Macroeconómico

Panorama Financiero

Estudio Especial: El mercado del crédito en Chile

# Índice

Fecha de cierre: 5 de julio de 2005.

Editorial	2
1. Panorama Internacional	3
2. Panorama Macroeconómico	9
3. Panorama Financiero	14
4. Estudio Especial: El Mercado del Crédito en Chile	17
5. Tablas de Indicadores y Proyecciones	24
Recuadros Aumento de límites legales de crédito: una medida oportuna	23

## Han elaborado esta publicación:

### Economista Jefe:

Joaquín Vial Ruiz Tagle

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

### Economistas:

Michele Favre Morel  
Francisca Lira Domínguez  
Michael Settels

[mfavre@afpprovida.cl](mailto:mfavre@afpprovida.cl)  
[flira@bbva.cl](mailto:flira@bbva.cl)  
[msettels@bbva.cl](mailto:msettels@bbva.cl)

**Joaquín Vial**

Gerente Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## Editorial: los peligros del “Match Point”

Posiblemente una de las razones por las que el tenis resulta tan apasionante es porque el resultado no se define hasta que termina el partido. Son muchos los casos en que un jugador aparentemente vencido saca fuerzas de flaqueza y después de superar un “match point”, se recupera y termina ganando. Cuando esto ocurre generalmente coincide con una “pérdida de concentración” o exceso de confianza de quién parecía el ganador seguro; las distracciones pueden ser fatales, incluso cuando parece que el partido ya está ganado.

La metáfora del tenis es aplicable a la política económica (y por qué no, también a la política sin apellidos). Traemos esto a colación porque notamos una cierta sensación de “partido ganado” en relación a la inflación que todavía no es preocupante, pero podría serlo en el futuro. Por un lado vemos que varios índices apuntan a una moderada aceleración de la inflación, la que ha sido confirmada en los datos económicos dados a conocer días atrás por el INE. Además de los aumentos en nuestras proyecciones de inflación hacia el futuro, incluida la inflación subyacente, vemos también una significativa aceleración de los salarios y el precio del petróleo se resiste a caer, quedándose en niveles superiores a \$ 50 el barril. El aumento de la inflación es todavía muy modesto y no pone en peligro el cumplimiento de las metas del Banco Central, pero ciertamente deja menos grados de libertad hacia el futuro, en momentos en que la demanda interna sigue creciendo a un ritmo vigoroso.

¿Por qué la sensación de partido ganado a la que aludíamos antes? Hay dos síntomas recientes que son preocupantes. Por un lado, el Banco Central optó por mantener constante la tasa de política monetaria en su última reunión, si bien las expectativas del mercado se inclinaban más bien hacia un alza. Con esto no queremos decir que el Banco Central deba seguir a los analistas, pero si está preocupado por reducir la expansividad de la política monetaria, habría sido prudente aprovechar la oportunidad para subir la tasa, en un momento en que ello no habría constituido una sorpresa para los mercados.

Pero no sólo el Banco Central ha dejado pasar una oportunidad, el Gobierno y el Congreso han ido más lejos y han aprobado un aumento del salario mínimo que está muy por encima del ritmo al que están creciendo los salarios. Es cierto que el efecto más serio de esta medida es sobre las posibilidades de empleo de los trabajadores menos calificados y de los jóvenes sin experiencia que están entrando a la fuerza de trabajo, pero no se puede descartar algún efecto inflacionario.

En todo caso, todavía estamos en ventaja en este eterno partido contra la inflación. La credibilidad de nuestros principales jugadores no está en duda, a pesar de estas “distracciones” mencionadas, pero para no dejar escapar el partido en el último minuto, es necesario que vuelvan a jugar con los dientes apretados, dispuestos a entregarlo todo en los meses que vienen que no serán fáciles: todo apunta a que el ciclo económico norteamericano y el chileno están comenzando a tomar caminos divergentes, lo que tornará más incómoda la posición de las autoridades monetarias en Chile. Colaboración y compromiso de las autoridades de ambos costados de la Plaza de la Constitución con el control de la inflación serán esenciales en los meses que vienen.

# 1. Panorama Internacional

## Los que tenían que desacelerar lo están haciendo, y a un ritmo adecuado

Los datos que muestran la evolución de la economía internacional dan cuenta de un proceso de desaceleración gradual, con inflación contenida dentro de los márgenes aceptables para las autoridades mundiales de las regiones más importantes. Esta es una buena noticia, después del fuerte crecimiento logrado en 2004, que amenazaba con despertar presiones inflacionarias, por largo tiempo dormidas, y con ello, desencadenar un proceso de alzas abruptas de tasas de interés.

Los mayores focos de preocupación eran China y Estados Unidos y en ambos el tema era el mismo: crecimiento por encima de la capacidad potencial de la economía. La evidencia disponible apunta a una desaceleración gradual, especialmente en Estados Unidos, lo que asegura que no habrá ajustes abruptos. Esta desaceleración, sin embargo, mantiene un moderado impulso al crecimiento económico mundial, en momentos en que Europa y Japón no muestran señales de una reactivación significativa.

Por otra parte, la inflación ha dado claras señales de moderarse, a pesar de las fuertes alzas del petróleo. En el caso de China, la inflación medida por el IPC ha pasado de 5,3% anual a mediados del año pasado, a niveles en torno a 1,9% en los últimos meses. En el caso de Estados Unidos, donde se cuenta con indicadores de inflación más sofisticados, hemos visto que la inflación medida por el IPC se ha estabilizado en torno a 2,7% anual, después de haber fluctuado cerca de 3,5% desde fines de 2004 hasta abril pasado, y la medida equivalente de inflación subyacente se ubica en 2,2%, ambas cifras plenamente compatibles con los objetivos de la Reserva Federal.

En estas circunstancias, las expectativas de los mercados financieros respecto de la evolución de las tasas de interés en Estados Unidos se han venido moderando, lo que se ha reflejado directamente en las tasas de interés de mercado.

## Pero los que tenían que cobrar impulso, parecen haber tropezado...

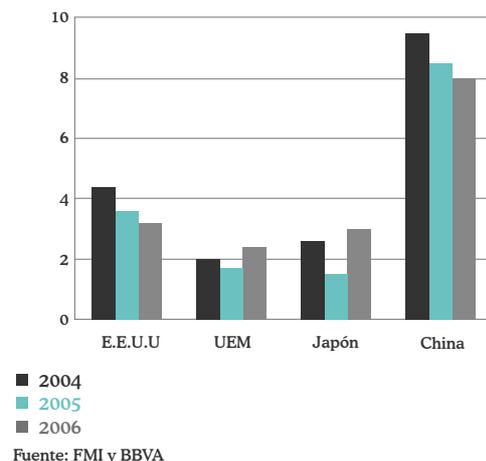
A pesar de las noticias tranquilizadoras que provienen de los países que mostraban un crecimiento potencialmente desestabilizador, no todo ha funcionado a la perfección, ya que un ajuste global ordenado requiere que otro grupo de países económicamente grandes asuma el liderazgo en términos de crecimiento. Esto es importante por dos razones. Por una parte los países en desarrollo necesitan un factor dinamizador de la economía mundial para poder sostener su proceso de crecimiento y, por otra, los agudos desequilibrios de la economía norteamericana a los que nos hemos referido en ocasiones anteriores (déficit comercial y fiscal) no se van a eliminar en forma ordenada si no hay un mayor empuje de la demanda del resto del mundo por productos norteamericanos. Parte de ese efecto se logra con una devaluación del dólar, pero otra parte muy importante depende del dinamismo de la demanda en Europa y Japón.

Depreciación del dólar hemos tenido - incluso después del rebote de las últimas semanas - llegando incluso al punto de poner muy nerviosos a los mercados financieros. Pero todavía no se ve una reactivación sólida de la demanda en Europa y Japón.

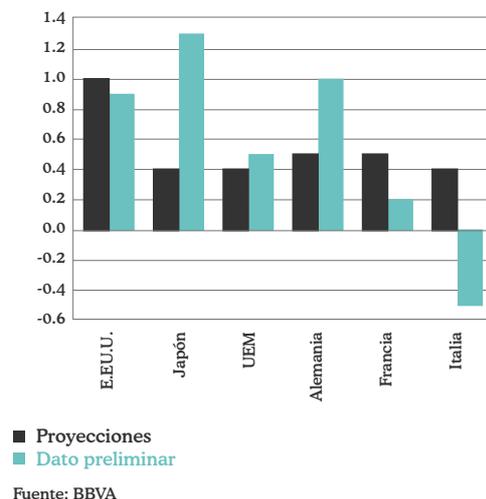
En relación a Europa cabe mencionar que los datos pintan un cuadro algo confuso: mientras los indicadores de confianza empresarial y expectativas son unánimemente pesimistas, posiblemente muy influidos por las alzas en los precios de los combustibles, los indicadores reales de actividad son más ambiguos: mientras ellos indican que la producción

## Proyecciones de crecimiento para las principales economías

Tasas anuales de crecimiento del PIB



## Estimaciones de crecimiento para el primer trimestre de 2005



y el consumo se debilitan en Francia e Italia (país que está técnicamente en una recesión), las cifras para Alemania muestran un crecimiento inesperado en la actividad industrial y en las exportaciones. Es más, los datos más recientes incluso sugieren la posibilidad de que la recesión en Italia podría estar llegando a su término. Todavía es muy temprano y la evidencia demasiado fragmentaria como para anunciar el inicio de una recuperación del crecimiento en Europa, pero hoy podemos afirmar que esa posibilidad existe, algo que no era en absoluto evidente hace unas pocas semanas atrás.

Donde las noticias son inequívocamente positivas es en el frente inflacionario: las tasas de inflación europeas se han ubicado sólidamente dentro del rango-meta del BCE, a pesar de las alzas en los precios del petróleo. Esto, unido a la debilidad de la actividad económica en la región, ha permitido que se comience a especular con la posibilidad de una baja en las tasas de interés oficiales de dicho banco. Esto es todavía una posición minoritaria, pero el consenso de los analistas y el propio Servicio de Estudios de BBVA han revisado sus proyecciones de tasas de interés, postergando hasta el primer semestre de 2006 el inicio del ciclo de alzas de tasas oficiales en la zona euro.

La actual coyuntura, con un euro debilitado a raíz del deterioro del ambiente político en Europa después del rechazo a la constitución de la UE en Francia y Holanda, presenta algunas dificultades para la política monetaria europea y para el restablecimiento de trayectorias sostenibles en el déficit externo de Estados Unidos. Respecto de Europa, la pérdida de valor del euro, que es del orden de 10% en poco más de un mes, va a causar presiones inflacionarias, que se unen a precios del petróleo que se mantienen a niveles elevados, para hacer más difícil la decisión del BCE. Por otra parte, el choque de desconfianza en Europa, y en el euro en particular, tiene el serio inconveniente de mover el precio relativo del dólar en la dirección opuesta a la que se requiere para ir ajustando el déficit comercial de Estados Unidos, lo que plantea problemas para el ajuste estructural de mediano plazo que debe enfrentar la economía mundial.

Desde Japón las noticias que llegan son un poco más alentadoras: hay indicios de alguna recuperación en la actividad económica, que aún no se nota en cifras interanuales porque se las compara con un primer trimestre de altos niveles de actividad, pero que debieran quedar en evidencia a medida que esta recuperación se consolida y las cifras comiencen a compararse con un segundo semestre recesivo en dicho país.

**El impulso actual ha sido suficiente para mantener la presión sobre los precios de materias primas**

A pesar de la desaceleración de China y Estados Unidos y el pobre desempeño de Europa y Japón, los niveles de consumo de materias primas se han mantenido suficientemente elevados como para seguir ejerciendo una fuerte presión sobre sus precios. Ello se explica porque los márgenes de capacidad de producción disponible para atender incluso aumentos marginales en el consumo son virtualmente inexistentes.

El fenómeno anterior se ve reflejado muy claramente en el caso del petróleo. A diferencia de otros productos básicos en que el almacenamiento de inventarios es menos costoso, el mecanismo tradicional para enfrentar imprevistos en este mercado ha sido mantener capacidad productiva ociosa, disponible para entrar cada vez que se produzcan interrupciones de oferta. Históricamente esa capacidad ha estado ubicada en países miembros de la OPEP y el mercado ha operado normalmente con márgenes del orden de cuatro millones de barriles diarios de capacidad disponible. Esta situación cambió drásticamente en los últimos años, a raíz del fuerte aumento del consumo asociado al crecimiento económico global y, especialmente, al de China, país que presenta bajos índices de eficiencia en el uso de petróleo, de manera que cada punto de crecimiento chino impacta con más fuerza que un aumento equivalente en otras

**Proyecciones del precio del petróleo Brent**



Fuente: BBVA

regiones. Es así como el mercado ha llegado a operar con márgenes de capacidad disponible del orden de un millón de barriles diarios, los que además se concentran en la zona más inestable del Medio Oriente.

Las cifras que provienen del mercado norteamericano de combustibles, que es por lejos el más importante para la determinación del precio del petróleo y sus derivados, nos muestran que la situación de abastecimiento es normal y los inventarios han alcanzado los niveles más altos en lo que va corrido de la década, pero la incertidumbre antes mencionada mantiene a los actores en un estado de mucho nerviosismo que sostiene precios a niveles muy elevados, e incluso con una tendencia al alza. Parte de este fenómeno se explica también porque en algunos segmentos del mercado de subproductos (gasolinas especialmente) hay cuellos de botella adicionales en la capacidad de refinación, por lo que la situación de estrechez es más aguda de lo que indican las cifras de abastecimiento de crudo.

Cabe hacer notar que en el caso del petróleo esto también va acompañado por una preocupación de carácter más estructural, ya que muchos analistas piensan que el ritmo de aumento de reservas y desarrollo de capacidad productiva difícilmente va a ser capaz de satisfacer los requerimientos de grandes países en desarrollo que se espera crezcan aceleradamente en el futuro (China e India son los más importantes).

La evolución del precio del petróleo en el curso del año ha desafiado sistemáticamente las proyecciones que indicaban que éste iba a revertir la tendencia e iba a comenzar a descender suavemente en el curso del primer semestre. Esto no ha ocurrido y nuestra proyección actual es que el precio del petróleo sí va a comenzar a descender, pero ello no ocurrirá hasta bien avanzada la temporada de verano en el Hemisferio Norte, una vez que se disipen las incertidumbres sobre abastecimiento de gasolina en los Estados Unidos. Además el descenso será más gradual de lo que esperábamos hace sólo unos meses, por lo que los precios promedio son significativamente más elevados.

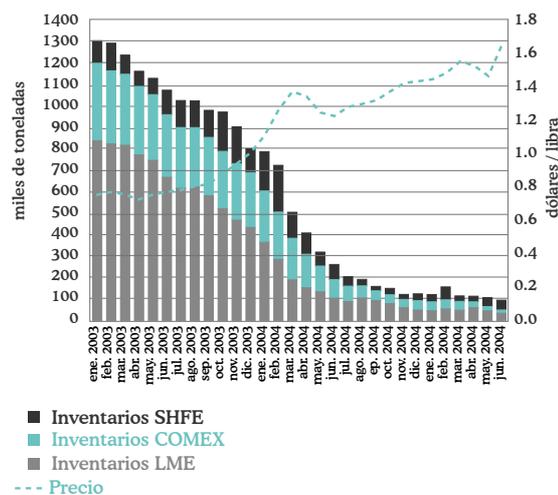
No todo son malas noticias en este frente y, de hecho, este cuadro está resultando altamente favorable para Chile, ya que las mismas fuerzas que han empujado al petróleo al alza, también están presionando en mercados como los del cobre y la celulosa.

En el caso del cobre se aprecia que el mercado sigue mostrando un déficit, especialmente a nivel de productos refinados, de manera que los inventarios registrados en las bolsas de metales han seguido cayendo, a pesar de encontrarse a niveles bajísimos. La información disponible indica que el consumo mundial de cobre sigue creciendo, aunque a un ritmo más pausado que el año pasado, pero diversos problemas en la producción en Perú, Chile y otros lugares, han significado que las proyecciones de crecimiento de la oferta no se hayan materializado en la magnitud esperada. Esto nos ha llevado a revisar las proyecciones de precio del cobre al alza, tanto para 2005 como 2006. Al igual que en el caso del petróleo, después de la absorción de la capacidad productiva disponible, la oferta reacciona con bastante retardo a la escasez actual, debido a que el desarrollo de nuevos yacimientos es un proceso lento que toma bastante tiempo, y que en la actual coyuntura se ve complicado por los bajos niveles de exploración en el último quinquenio.

### América Latina: se enfría, pero no se congela...

Después de un año excepcionalmente bueno, en que prácticamente todas las economías de la región crecieron y además fueron acelerando en el curso de 2004, la situación parece estar cambiando: tanto México como Brasil, las dos economías más grandes de la región, están mostrando claras señales de desaceleración en los últimos meses, inducida en parte por políticas monetarias más restrictivas para controlar la inflación. Por otra parte, tanto Argentina como Venezuela, que crecieron a tasas muy altas en 2004 gracias a la amplia disponibilidad de capacidad

### Evolución del precio y de los inventarios de cobre en bolsas de metales



Fuente: Cochilco, Bolsa de Shanghai.

ociosa, están encontrando limitaciones en su capacidad productiva y están enfrentando presiones inflacionarias. Si bien ha habido algunas sorpresas positivas en cuanto a crecimiento en Chile y Perú, el balance global para la región se está inclinando claramente hacia un crecimiento alto, pero menor al de 2004. Los bajos niveles de inversión de los años anteriores están pasando la cuenta a varios países, en un contexto en que el compromiso antiinflacionario de las autoridades políticas y monetarias es mucho más fuerte que en el pasado, de manera que ellas han comenzado a actuar antes de que la inflación se escape de su control.

En todo caso, el cuadro regional sigue siendo muy positivo: nuevamente todos los países de la región van a volver a crecer en 2005, la situación de las finanzas públicas sigue mejorando en casi todas partes y la región ha avanzado mucho en la reducción de su deuda externa. Las turbulencias políticas son una fuente de preocupación y desgraciadamente no se puede descartar que lo que ocurra en ese frente afecte la actividad económica, y en particular a la inversión privada, especialmente en países claves como Brasil y México, donde la incertidumbre ha aumentado en lo que va corrido del año.

### El ajuste internacional y el puzzle de las tasas de interés a largo plazo

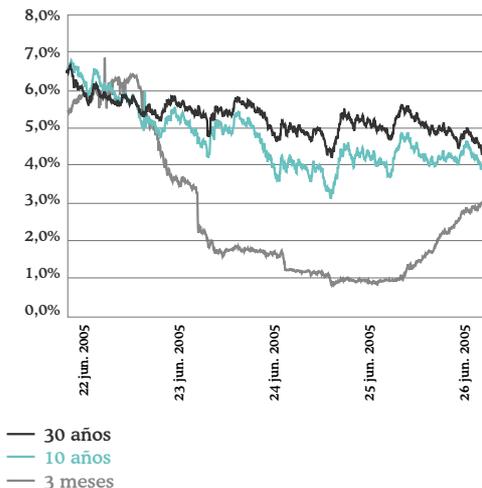
Un elemento que ha atraído fuertemente la atención en los últimos meses es el bajo nivel de las tasas de interés de largo plazo en el mundo. Días atrás el propio Alan Greenspan declaró ante el Congreso de los Estados Unidos que no tenía una respuesta satisfactoria para esto. Mal que mal, tenemos que los Estados Unidos presentan un déficit fiscal record, al igual que Japón y la mayoría de los países europeos. Si a ello agregamos que las perspectivas para los déficit de los sistemas de previsión y salud pública en la mayoría de estos países son muy negativas, la sensación que queda es que deberían faltar ahorros en el mundo y el capital debería encarecerse en el futuro.

Frente a esta situación, lo que cabría esperar es que las tasas de interés de largo plazo tiendan al alza. Sin embargo, nos encontramos exactamente en la situación opuesta: la Reserva Federal sube las tasas de interés a tres meses en Estados Unidos y las tasas de Interés de largo plazo bajan, en vez de subir.

Tal como se explica en el último informe trimestral Latin Watch del Servicio de Estudios de BBVA hay tres factores principales que están detrás de este fenómeno: por una parte hay un factor coyuntural asociado a expectativas de inflación más bajas y desaceleración en Estados Unidos. En segundo lugar, tenemos que la acumulación de reservas por parte de bancos centrales asiáticos ha generado demanda adicional por instrumentos de deuda de largo plazo. Finalmente tenemos una mayor abundancia de ahorros en el mundo en estos momentos y ellos tienen que ver con cambios estructurales muy profundos, asociados principalmente al fenómeno de la globalización y la relocalización de actividades industriales en el mundo. Este último es el tema que queremos profundizar en esta oportunidad, sin olvidar que los otros factores antes mencionados también juegan un rol importante, especialmente en el corto plazo.

La hipótesis que se describe a continuación parte de la constatación que el crecimiento de la actividad industrial se está concentrando fuertemente en Asia, en desmedro de países de costos más elevados, como Estados Unidos y Europa. La apertura de China y su integración a la OMC ha abierto los mercados internacionales a una fuente de abastecimiento de productos intensivos en mano de obra de muy bajo costo, lo que ha significado en los hechos una baja significativa de los precios internacionales de productos manufacturados de consumo masivo. Si bien el proceso vivido en China ha sido uno de los principales factores que ha desencadenado este proceso, éste no se limita

### Evolución de las tasas de interés libres de riesgo en EE.UU. para distintos plazos



Fuente: Diario Estrategia

exclusivamente a ese país. En resumen, la reasignación global del capital productivo en busca de oportunidades de bajar costos en un ambiente de fuerte competencia a nivel de mercados de bienes finales - otra consecuencia de la globalización - ha significado una ganancia de poder adquisitivo de los consumidores a escala mundial, al mismo tiempo que ha permitido compensar en parte el aumento de costos derivado de las alzas de los combustibles.

Sin estas bajas de costos habría sido casi imposible que se hubiera logrado una expansión económica mundial tan importante y prolongada, sin incurrir en presiones inflacionarias que habrían requerido de intervenciones fuertes de los bancos centrales.

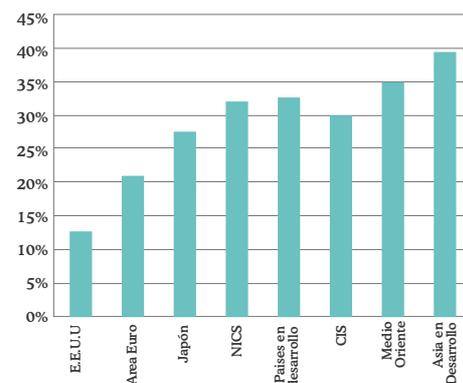
Este fenómeno, sin embargo, ha tenido algunas consecuencias insospechadas sobre el ahorro, que podemos dividir en dos partes: una directa derivada de las diferentes propensiones a ahorrar en los países; otra indirecta que surge de las dificultades para reciclar los excedentes de ahorro de los países petroleros y de otros productores de materias primas.

El canal directo surge del hecho de que los nuevos puestos de trabajo que se están creando en el sector manufacturero a nivel mundial se están creando en sociedades que tienen una mayor propensión a ahorrar que aquellos de donde proviene el capital, de manera que, por ejemplo, por cada dólar de ingreso que se "desplaza" desde Estados Unidos a China se generan algunos centavos de ahorro adicional a nivel global. Poniéndolo en términos menos caricaturescos, las zonas de mayor crecimiento económico en el mundo actual, tienen tasas de ahorro más altas y, por lo tanto, para una misma tasa de crecimiento económico mundial, ahora se genera un mayor flujo de ahorro global que antes. Una parte muy significativa de ese ahorro lo están captando los gobiernos y bancos centrales y podemos observar que ello se ha traducido en acumulación de reservas internacionales. Este canal "directo" tiene un carácter más permanente y debiera perdurar por algún tiempo, hasta que los consumidores asiáticos comiencen a mostrar un mayor apetito por gastar. Una apreciación del rembimbi y reformas estructurales que otorguen garantías de ingreso en la vejez más creíbles y extendidas que las actuales podrían contribuir a ese cambio de actitud.

El canal indirecto se origina en el hecho que países como China e India presentan un severo atraso en infraestructura y también en tecnologías que permiten un uso más eficiente de recursos tecnológicos, ya que sus economías han funcionado con precios muy distorsionados por mucho tiempo. Esto se traduce en que las tasas de utilización de materias primas por unidad de PIB son significativamente mayores que en los países más desarrollados. En la medida que la expansión de la actividad manufacturera mundial se concentra en estos países, ello implica que para una misma cantidad de productos finales, se necesitan más materias primas y energía. Es justamente en el caso de la energía donde este fenómeno es más evidente y donde el impacto ha sido más grande.

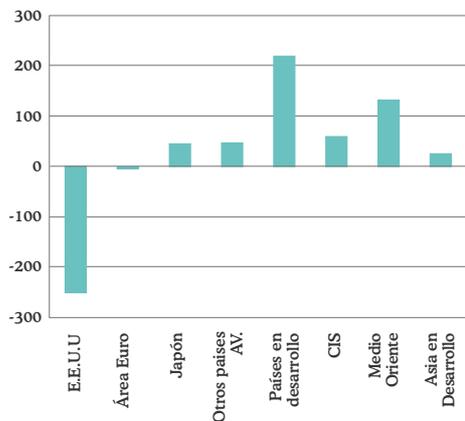
Cuando estos procesos perduran por varios años y ocurren con la intensidad que hemos visto en el último tiempo, esto tiene impactos significativos sobre los mercados de esas materias primas. El aumento en los precios del petróleo - y también del cobre - es otra de las consecuencias de la globalización y está generando efectos macroeconómicos que ya habíamos visto antes: los países productores de petróleo están acumulando abultados superávit fiscales y en cuenta corriente, lo que no es sino una manifestación de la dificultad de gastar el excedente petrolero en el corto plazo. Tal como ocurrió en los 70s, dicho excedente se está canalizando a los mercados financieros y es otro factor que ayuda a explicar los elevados niveles de ahorro a nivel mundial. La novedad en esta ocasión, es que los países petroleros no son los únicos en experimentar ganancias de términos de intercambio: buena parte de los países en desarrollo que son exportadores de materias primas también están pasando por procesos similares y, algo que es

Tasas de ahorro interno en diversos países y regiones (% del PIB)



Fuente: FMI

Cambio en el saldo en cuenta corriente entre 2005 y 2002 en países y regiones (miles de millones de dólares)



Fuente: FMI

realmente notable, vemos que estos países están reduciendo su deuda externa y aumentando sus tenencias de reservas: ellos también tienen dificultades para absorber y gastar en el corto plazo ingresos que reconocen como transitorios.

En este contexto no es de sorprender entonces que aparezca una gran abundancia de ahorros a nivel mundial, al punto que alcanza para financiar los cuantiosos déficit de Estados Unidos y mantener las tasas de interés de largo plazo a niveles muy bajos. Este análisis sugiere que esta situación va a durar por algún tiempo más, ya que hay factores de tipo más estructural que no van a desaparecer de la noche a la mañana. Pero también es evidente que no son cambios permanentes y los excesos de ahorro van a comenzar a desaparecer a medida que los países mejoren su capacidad de absorber mayores niveles de gasto sin generar desequilibrios internos.

El aspecto positivo de esta situación es que permite financiar los déficit de Estados Unidos, sin provocar un ajuste recesivo en la economía mundial. Lo negativo, es que en el intertanto se sigue acumulando una deuda pública y una deuda externa neta en dicho país que podría tornarse insostenible en un contexto de tasas de interés más altas. La buena noticia es que el alza de tasas de interés no parece inminente, lo que da tiempo para que se produzcan los ajustes requeridos, pero ese tiempo no es ilimitado y está corriendo muy rápido...

En el corto plazo esto plantea importantes dilemas a las autoridades económicas, especialmente de Europa y Asia. Parece evidente que en un escenario como este se requiere un mayor impulso de la demanda interna en Europa y, al mismo tiempo, que los países que más crecen en Asia, vuelquen una mayor proporción de su demanda hacia el exterior, donde hay más capacidad para atenderla sin generar presiones inflacionarias.

Para lo primero lo ideal sería una combinación de políticas económicas más expansivas en Europa, lo que tropieza con el ya abultado déficit fiscal que presentan casi todas las economías europeas. En consecuencia, el instrumento que quedaría disponible es una baja de tasas de interés en dicha región, y ya se ven signos de que el FMI comienza a presionar por ello. Para lo segundo la clave es una revaluación de las monedas asiáticas (no solo en China) y una eliminación de las trabas a las importaciones.

Desgraciadamente estas decisiones se han retrasado. En Europa recién está surgiendo evidencia convincente de que la inflación está en el rango aceptable para el BCE, pero la complejidad de su mecanismo de toma de decisiones casi asegura la inercia en su accionar. En Asia y China en particular, la práctica de mantener monedas subvaluadas para fomentar la industrialización se encuentra muy asentada, al igual que las trabas a las importaciones y, desgraciadamente, cuando existen excesos de ahorro la comunidad internacional tiene pocos mecanismos para inducir cambios de conducta.

En suma, existe un componente transitorio de ahorro a nivel global, asociado al reciclaje de las ganancias de términos de intercambio de países en desarrollo, que va a durar tanto como dure el ciclo positivo de alzas de materias primas, pero que debería comenzar a disminuir gradualmente desde el presente año. Existe un segundo componente de carácter más estructural, que obedece a las elevadas tasas de ahorro en los países de más rápido crecimiento, cuya resolución depende de los ajustes cambiarios en dichos países y de su eventual desaceleración. Incluso este último componente también tiene un carácter transitorio, ya que es muy difícil que el consumo se pueda mantener reprimido en economías cada vez más ricas e integradas a un sistema económico mundial de mercados libres. En consecuencia las tasas de interés reales de largo plazo van a volver a subir, acercándose más a sus niveles históricos, aunque no ocurrirá de inmediato y posiblemente sólo se dará en forma gradual.

## 2. Panorama Macroeconómico:

### Primer Trimestre: Tomando fuerza para (un poco) más

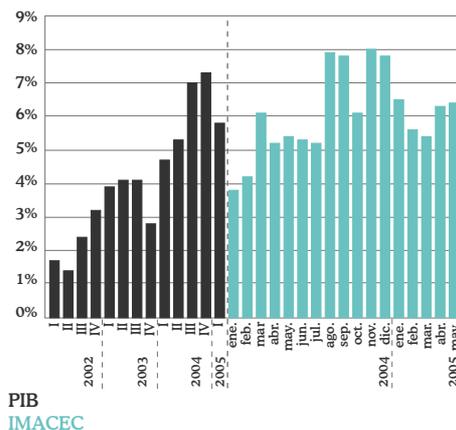
Cuando ya estábamos empezando a sentirnos un poco como a mitad de la década pasada con una economía creciendo por sobre 7% en el segundo semestre de 2004, los datos sobre crecimiento del primer trimestre del año actual de "sólo" 5,8% nos trajeron de vuelta a una realidad un poco más sobria. Sin embargo, no hay razones para buscar problemas donde no los hay: el desempeño económico del primer trimestre está totalmente en línea con la senda altamente expansiva que viene mostrando la economía chilena y que esperamos que perdure por lo menos durante el bienio 2005-06.

Tal como preveíamos, sigue aumentando el protagonismo de la demanda interna en el crecimiento, con una expansión de 10,9% en el primer trimestre, algo mayor que en el trimestre anterior (10,4%) y muy por encima del 7,9% del año pasado completo. Lo que sí sorprende es la aceleración en el crecimiento de la inversión, que aumenta más de 26% en el primer trimestre, después de haber empezado su despegue definitivo en la segunda mitad de 2004. Si separamos la inversión por sus componentes, se observa que no sólo la inversión en maquinaria y equipos está agrandando sus pasos (+45,4% en 2005T1) sino también, que el crecimiento de la Construcción está cobrando más fuerza (+13,6% en 2005T1 vs. 8,6% en 2004T4), mientras sus avances en trimestres anteriores eran relativamente más tímidos. Por su parte el consumo privado mantiene una sólida senda de expansión con un aumento de 6,2% en el primer trimestre 2005, destacando el crecimiento del consumo de bienes duraderos de 18%, una aceleración adicional tanto con respecto al promedio del año pasado (13,4%) como al trimestre anterior (14,1%).

Contrastando con este comportamiento de la Demanda Interna, se observa un aporte negativo del sector externo en 2005 T1. Es así como las exportaciones reales desaceleraron hasta 6,7% en el primer trimestre, lo que se compara con tasas de crecimiento por encima de 15% en los últimos dos trimestres del año pasado. Si bien la caída puede parecer bastante grande se encuentra dentro de lo esperado<sup>1</sup>, fenómeno que se observa en casi todos los rubros de las exportaciones de mayor importancia. El mejor ejemplo para ilustrar este punto es el comportamiento del cobre, cuyas exportaciones (reales) crecieron sólo 2,7% en el primer trimestre (respecto al mismo período del año anterior), cifra que se compara con el 24,3% del trimestre anterior y algo más de 16% en todo el año 2004<sup>2</sup>. En este contexto, la escalada del precio es más bien consecuencia de la dificultad de aumentar la producción y no la falta de voluntad de aprovechar los buenos precios.

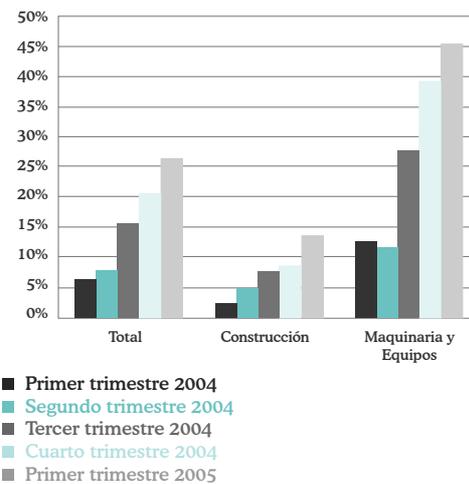
Las restricciones de capacidad que limitan una mayor expansión de la exportación de cobre, aplican en forma similar a otros productos de exportación importantes como la fruta, el vino, el salmón o la celulosa. Todos estos sectores crecieron a tasas elevadas en trimestres anteriores probablemente reduciendo sus capacidades ociosas. Además existen problemas puntuales en algunos sectores como es el caso de la celulosa, donde inversiones en capacidad adicional ya disponible se paralizaron en el primer trimestre evitando una mayor producción y exportación. Otro caso es la producción de Metanol que se concentra en el extremo sur de Chile y que sufre la falta de abastecimiento

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



Fuente: Banco Central de Chile y SE BBVA Chile

### Evolución de la inversión por sectores (variación en 12 meses)

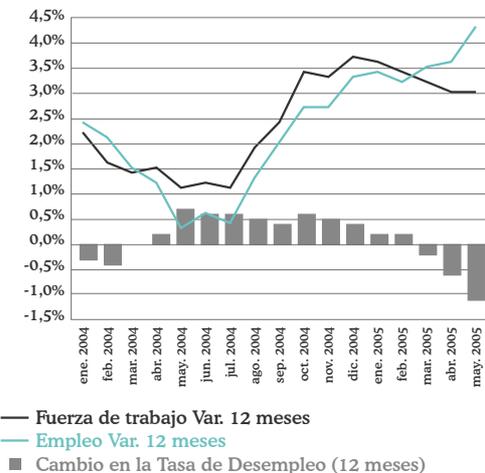


Fuente: Banco Central de Chile

<sup>1</sup> De hecho, las exportaciones reales crecieron levemente por encima de nuestra última proyección que fue de 6,4%. Sin embargo, al mismo tiempo el crecimiento de las importaciones superó en mayor medida nuestras expectativas por lo que el aporte negativo de las exportaciones netas sobre el crecimiento fue mayor que esperado.

<sup>2</sup> Se agrega además el hecho que las exportaciones del cobre de 2004 incluyeron ventas de inventarios de cobre acumulados en años anteriores cuando los precios se encontraban en niveles muy bajos. Lo anterior eleva la base de comparación.

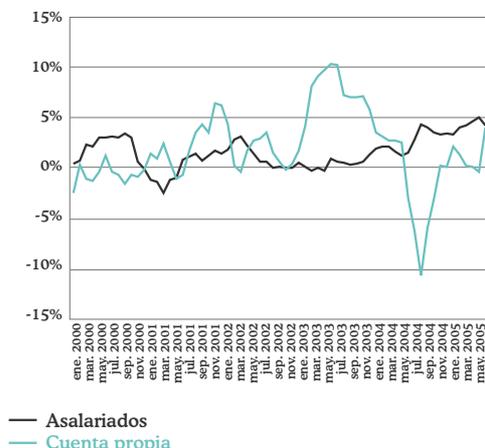
### Fuerza de trabajo, empleo y cambio en la tasa de desempleo



Fuente: INE

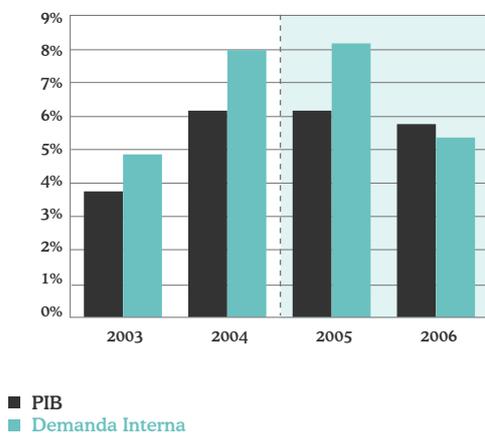
### Empleo por principales categorías ocupacionales

(variación en 12 meses)



Fuente: INE

### Proyecciones de crecimiento



Fuente: Banco Central de Chile y BBVA Chile

energético (específicamente gas desde Argentina). En tanto, las exportaciones cuyo crecimiento no se redujo en la primera parte del año son las "no tradicionales" como la producción de muebles por ejemplo<sup>3</sup>. Sin embargo, la importancia de este tipo de bienes en el total de las exportaciones sigue siendo reducida y no logra contrarrestar la desaceleración causada por las tradicionales.

Volteando la mirada hacia el mercado laboral, éste demuestra que es un espejo de la actividad económica y del crecimiento. El mayor protagonismo de la demanda interna se ha reflejado en la creación de nuevos puestos de trabajo que aumentan más fuerte en sectores ligados a ella, como lo son la construcción y el comercio. La mayor expansión se observa en el sector de la construcción donde el empleo creció casi 12% en el primer trimestre y ha mantenido este ritmo en los primeros dos meses del segundo (13,2% en abril y 10,1% en mayo). Por el lado del comercio, el empleo, después de haber disminuido por cuatro trimestres consecutivos desde 2003 T4, empezó a acelerar hacia finales de 2004, desde un tímido 0,4% (interanual) en agosto 2004 hasta un máximo de 7,0% en abril antes de moderarse un poco en mayo con 5,6%, impulsando en forma importante el empleo total. De hecho, los dos sectores mencionados por sí solos explican más de 2% de la tasa de crecimiento del empleo total de 4% acumulado hasta ahora en el segundo trimestre (abril y mayo). Por otro lado, en sectores en que la producción de los bienes exportados tiene mayor importancia, el crecimiento es más reducido o, incluso, se pierden puestos de trabajo (como en el caso del sector industrial por ejemplo).

Por el lado de la oferta de trabajo se observa finalmente algo que hemos pronosticado en ocasiones anteriores: una desaceleración del crecimiento de la fuerza de trabajo y un descenso (marcado) en la tasa del desempleo (en comparación interanual) desde marzo. En ese mes el empleo creció más que la fuerza de trabajo por primera vez en 11 meses. No es de sorprender que el fuerte y continuado crecimiento del empleo esté presionando los salarios al alza lo que se ha observado con mayor fuerza en marzo, abril y mayo cuando el crecimiento de las remuneraciones (nominales) superó 4% (en términos interanuales).

### 2005: otro año de crecimiento sólido

Todo indica que el año 2005 nuevamente será un muy buen año para la economía chilena al igual que 2006 (aunque dependerá en forma creciente del desempeño de la economía mundial). De hecho, con los antecedentes del primer semestre de 2005 revisamos levemente al alza nuestras proyecciones de crecimiento del PIB tanto para 2005 como 2006 hasta 6,1% y 5,7% respectivamente (antes 5,8% y 5,3%)<sup>4</sup>. En 2005, esto se explica por la mayor fuerza de la demanda interna (+8,1%) donde sobresale el aumento de 15,5% en el crecimiento de la inversión (antes 10,9%) la cual se concentra en el primer semestre (mayor a 23%) mientras se espera una moderación en la segunda mitad del año (alrededor de 10%). Creemos, no obstante, más allá de que el crecimiento de 2005 será muy parecido al del año pasado, que su composición cambiará hacia finales del año y hacia 2006, tal como indica la senda prevista de la inversión: se reducirá la importancia de la demanda interna y el aporte de las exportaciones netas volverá a ser (levemente) positivo (por ahora altamente negativo como vimos anteriormente). Estos dos factores no son independientes entre sí porque el menor dinamismo de la demanda interna causa una desaceleración de las importaciones. Las exportaciones, en tanto, mantendrán una senda expansiva más estable algo por encima de 6%.

<sup>3</sup> En general son rubros en los cuales el aumento de capacidad (a través de inversión adicional) es más rápido que en los sectores de las exportaciones "tradicionales". En el caso del cobre por ejemplo, decidir invertir en nueva capacidad hoy puede tomar hasta años en tener efecto.

<sup>4</sup> Para mayor detalle de las proyecciones mencionadas a continuación, recomendamos las tablas de resumen al final de esta publicación.

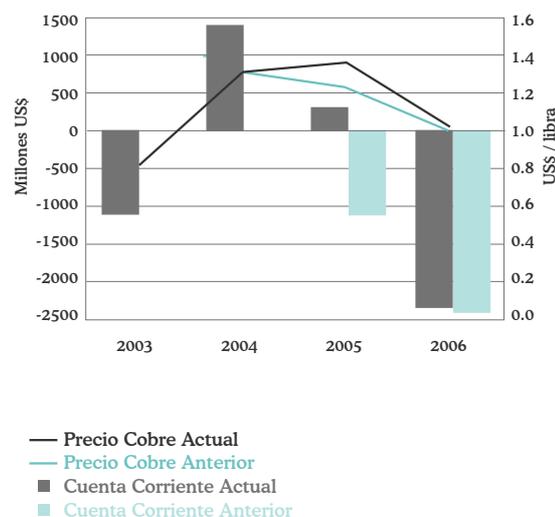
Una faceta nueva en nuestras proyecciones macroeconómicas es la incorporación de previsiones de Consumo Privado y Consumo de Gobierno que antes no eran posibles en frecuencia trimestral debido a la falta de datos<sup>5</sup>. Nuestra primera proyección del Consumo Privado es de 6,9% para 2005 y 5,7% para 2006. Creemos que el crecimiento del Consumo Privado seguirá acelerando por unos trimestres más, antes de empezar a moderarse también durante el año 2006. Esto no es sorprendente puesto que el consumo responde en forma rezagada a la recuperación económica junto a la evolución del empleo. Respecto del sector fiscal, en tanto, esperamos un superávit de 2,4% del PIB en 2005 gracias a la fuerza de la demanda interna por un lado y un mayor precio previsto del cobre (al cual nos referimos en más detalle más adelante) por el otro. Para 2006 prevemos que el superávit se reduzca hasta 1,2% del PIB dado el crecimiento más moderado y un precio del cobre proyectado menor.

Haber mencionado en el párrafo anterior el precio del cobre nos lleva a hablar de la Cuenta Corriente, a la cual no nos hemos referido hasta ahora. Ésta es la variable que más cambió con nuestras nuevas proyecciones, puesto que se corrigió desde un déficit de cerca de 1% del PIB en la proyección anterior hasta un pequeño superávit de 0,3% en la actual. Lo anterior se explica casi completamente por un mayor precio del cobre, cuyo valor supuesto se elevó a un promedio anual de 135 centavos del dólar por libra (c/lb) que se comparan con 122 c/lb anteriormente. Este nuevo supuesto implica un descenso importante del precio en la segunda mitad del año, después de haber promediado alrededor de 151 c/lb en el primer semestre. Por lo tanto, el mayor saldo en Cuenta Corriente en 2005 se origina en un mayor precio del cobre puesto que las proyecciones de las cantidades exportadas prácticamente no cambian. Se agrega además una leve revisión a la baja en la parte Renta de la Cuenta Corriente (alrededor de 400 millones de dólares). Ambos efectos compensan con creces mayores previsiones de las importaciones explicadas por el mayor impulso de la demanda interna descrito anteriormente y un supuesto para el precio del petróleo más elevado que el anterior. La mayor importancia de la evolución del precio del cobre para la economía chilena que la del precio del petróleo se refleja también en un alto aporte de los términos de intercambio al Ingreso Nacional. Para 2006 esperamos que el precio del cobre siga ajustándose a la baja, así que nuestra previsión actual de un promedio anual de 101 c/lb es sólo marginalmente mayor a la anterior (99 c/lb). En consecuencia prevemos un déficit en Cuenta Corriente cercano a 2% del PIB y una caída considerable en los términos intercambio en ese año.

### Los mayores cambios en el balance de riesgos son de origen local

Como siempre al preguntarse por los riesgos a los cuales está sujeta la economía chilena hay que tomar en cuenta los de origen externo e interno. Los riesgos externos han cambiado poco desde nuestra última revisión. Además parecen mantenerse controlados, al menos por el momento. En concreto, hace sólo semanas que los déficit fiscal y externo de los EE. UU. eran el tema dominante. Se temía una pérdida de la confianza de los inversionistas extranjeros (entre ellos bancos centrales de Asia) causando subidas abruptas y fuertes de las tasas de interés, combinadas con una depreciación fuerte del dólar. Este escenario que en ocasiones anteriores llamamos "ajuste desordenado", tendría consecuencias serias sobre la actividad económica no sólo de EE. UU. sino en la economía mundial en su conjunto, incluyendo Chile. No obstante, no hacía falta más que algunas turbulencias políticas en Europa para cambiar el enfoque de los mercados que ahora parecen

### Evolución de la cuenta corriente y el precio del cobre: proyección actual y anterior



Fuente: Banco Central de Chile y BBVA Chile

<sup>5</sup> La desagregación más fina disponible hasta finales del año pasado de las Cuentas Nacionales en forma trimestral sumaba el consumo privado, consumo de gobierno y la variación de existencias en un agregado llamado "Resto de la Demanda Interna".

ver con mucho menos preocupación la situación del "déficit gemelo": El dólar les parece nuevamente atractivo a los inversionistas y se apreció considerablemente desde los mínimos a los que cayó en la fase de preocupación aguda. Las tasas internacionales de largo plazo siguen muy bajas y no se vislumbra un escape hacia arriba. Tampoco el precio record del petróleo está produciendo presiones inflacionarias que podrían animar a la Reserva Federal a subir su tasa de referencia de la política monetaria más agresivamente. Si vemos hacia Europa, la discusión vira más bien alrededor de un posible recorte de tasas. Mientras tanto, la economía mundial se desacelera en forma gradual y dentro de lo previsto, efecto que está incorporado en nuestras proyecciones. Pero antes de caer en la complacencia hay que destacar que los riesgos siguen latentes, especialmente el del "déficit gemelo", y si se llega a concretar la pérdida de confianza mencionada anteriormente, rápidamente se acabaría la calma y brusca sería la escalada de las tasa de interés y la caída del dólar. Los efectos se harían sentir en Chile primero por un efecto directo en las tasas de interés internas (eventualmente potenciado por un aumento del riesgo país) y segundo a través de un menor crecimiento mundial que afectaría negativamente tanto a los volúmenes exportados como a los Términos de Intercambio (caída más pronunciada del precio del cobre).

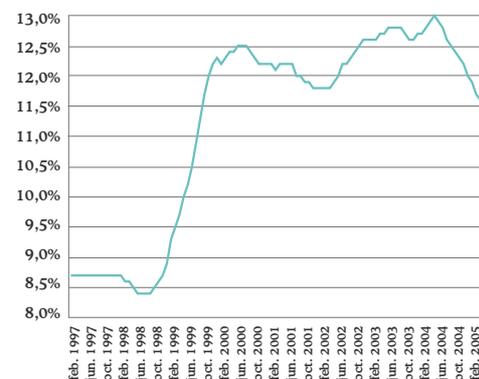
En cuanto a los riesgos internos, lo más significativo parece ser una posible aceleración de la inflación. Esta resultaría de una combinación de varios factores: primero el alto crecimiento del empleo junto a un menor aumento de la fuerza de trabajo que genera alzas en los salarios y, segundo, un precio del petróleo que se rehúsa a bajar. Tal como vimos en la parte inicial de este artículo el repunte de los salarios es algo que ya se está observando en los últimos meses (supera el 4% anual).

Aunque se modere el crecimiento de sectores intensivos en mano de obra como la construcción y el comercio durante la segunda mitad del año, el desempleo seguirá bajando, ya que la fuerza de trabajo debería llegar a un límite "natural" (y con eso su crecimiento disminuir progresivamente) en la medida que la cantidad de personas que no se ha incorporado al mercado laboral a un determinado nivel de salarios es cada vez menor. La demanda por trabajo y en consecuencia el empleo son mucho más flexibles tanto para aumentar mientras la economía sigue creciendo en forma robusta, como para bajar en el caso contrario. Mientras más crece la brecha entre la expansión de empleo y de la Fuerza de Trabajo de aquí en adelante, mayor será la presión sobre los salarios y por ende sobre la inflación, proceso que se debería vigilar cuidadosamente. Si a eso se agrega un precio de petróleo que alcanza nuevos máximos históricos, el peligro inflacionario no es despreciable. Nuestras últimas proyecciones de inflación que suponen un precio del petróleo (revisado al alza) de US \$ 49 promedio en 2005 y US \$ 44 en 2006, muestran una inflación con rumbo alcista. Es por esto que pensamos que la probabilidad de un escenario de alzas más bruscas de tasas de interés ha venido aumentando en los últimos meses.

Por otra parte, la cercanía de las elecciones de fin de año ha tenido efectos que pueden repercutir negativamente en el mediano plazo. Por un lado, se ha generado un activismo legislativo destinado a poner en la agenda pública temas emblemáticos que dejan en posiciones incómodas a los adversarios, sin dejar tiempo ni espacios para una discusión mesurada de las consecuencias de estos actos. La eliminación del 57 bis y la conformación de comisiones investigadores de contratos del MOP son dos ejemplos claros de ello. En la medida que vayan surgiendo otros temas y el gobierno sucumba a la tentación de legislar en función de las elecciones, se corre el riesgo de provocar daños más perdurables.

Por otra parte, se aprecia una cierta autocomplacencia que busca minimizar los efectos adversos de medidas supuestamente populares. El ejemplo más claro es el del reajuste del salario mínimo, que reincidió en la práctica de fijarlo por dos años, con alzas reales que están bastante por encima de lo que han sido las alzas recientes de los salarios reales promedio. Si bien el Banco Central ha descartado que esto tenga efectos inflacionarios - sería bueno que se diera a conocer el respaldo de estas afirmaciones - parece difícil disputar que ello dificultará aún más la reducción del desempleo entre los jóvenes. Cabe recordar que en 1998, cuando se aplicó una medida similar y la economía estaba creciendo fuerte, había cerca de ocho puntos porcentuales de diferencia entre la tasa de desocupación de los jóvenes y la tasa general. Hoy día esa diferencia supera los once puntos porcentuales.

### Diferencia entre la tasa de desempleo general y de los jóvenes (hasta 24 años)

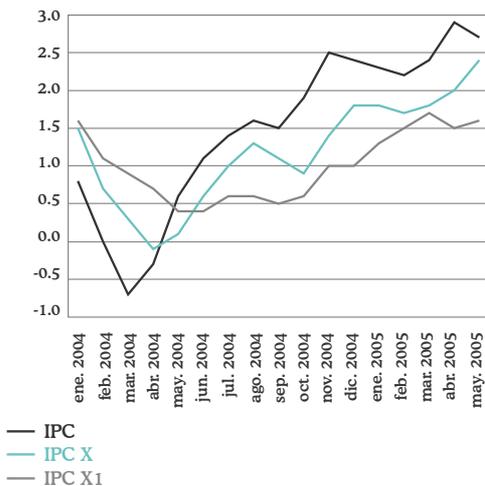


— Promedio móvil 12 meses

Fuente: INE

**Francisca Lira**  
Economista Senior Servicio de  
Estudios Económicos  
BBVA Chile.

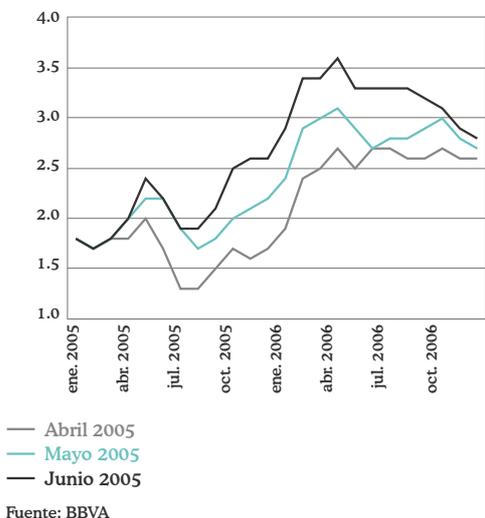
### Evolución de la inflación



### Trajectory of projected inflation



### Evolución de la inflación subyacente prevista



## 3. Panorama Financiero

### Inflación se acelera: petróleo y algo más

Los registros inflacionarios mensuales de los meses de abril y de mayo estuvieron en el rango alto de las expectativas, tanto en lo referente a inflación total como subyacente, elevando la inflación en doce meses hasta 2,7% y 2,4% respectivamente. Así, la inflación subyacente logró superar al piso de la banda después de 18 meses de estar por debajo del 2%. Si bien, los altos registros inflacionarios de los últimos meses estuvieron influidos por alzas en las tarifas reguladas, la trayectoria alcista también se ha reflejado en el componente más depurado (que además de combustibles y perecibles excluye otras tarifas reguladas, precios indizados y servicios financieros). De hecho este componente, denominado IPC X1 por el Banco Central, en lo que va del año 2005 ha registrado en promedio un incremento del 0,24% mensual comparable al centro del rango meta del Banco Central, en circunstancias que en 2004 marcó un promedio mensual de 0,08%.

En los últimos meses las proyecciones inflacionarias por parte de la totalidad de los agentes se han revisado hacia arriba. Sin ir más lejos, el mismo Banco Central en su Informe de Política Monetaria del mes de mayo, revisó bastante al alza su expectativa para diciembre de 2005 desde 2,0% hasta 2,8%, manteniendo prácticamente inalterada su proyección para 2006 en 3,0%. Un comportamiento similar exhibe la trayectoria prevista por el resto de los agentes, capturada en la encuesta de expectativas elaborada por el Banco Central de Chile. En efecto, la proyección promedio para diciembre de 2005 subió desde 2,4% en marzo hasta 2,9% en la encuesta de principios de junio.

Nuestra revisión al alza de la trayectoria inflacionaria ha sido más marcada que la del resto de los agentes, pues a la mayor inercia subyacente se agrega una nueva proyección del precio del petróleo en la que las caídas no serían tan rápidas ni tan abruptas como se pronosticaba algunos meses atrás. Tal como se observa en el gráfico adjunto, la trayectoria de inflación toma real fuerza a comienzos de 2006, incluso superando el techo de la banda en algunos meses del primer trimestre.

Es importante señalar que las proyecciones de inflación se han acelerado no sólo por los efectos que el mayor precio del petróleo tiene sobre los combustibles y otras tarifas reguladas, sino por la aceleración de los componentes subyacentes propiamente tales. En efecto, los componentes de alimentos elaborados y bienes industriales con excepción de energéticos dejan atrás los registros inflacionarios mensuales negativos. Por su parte, la trayectoria del componente servicios, excluyendo micros y metro, sigue tomando fuerza lo que se relaciona en gran parte a los aumentos salariales. Así, la trayectoria de inflación subyacente prevista se ha acelerado de manera importante en los últimos tres meses, tal como se muestra en el gráfico.

A pesar de que para los dos meses que vienen se esperan registros mensuales bastante moderados, la trayectoria cobraría mayor fuerza hacia el último trimestre del año, para cerrar 2005 con 3,4% y un promedio anual de 2,5%, apenas por sobre el 2,3% previsto por el Banco Central en su último IPOM. La aceleración más importante se produciría durante el año 2006, donde tanto la inflación total como la subyacente se proyectan centradas en la parte alta del rango meta. Si bien, la inflación total acumulada en doce meses se ubica justo en el centro del rango meta a diciembre de 2006, ésta supera el 4,0% del techo del rango meta en los meses de febrero y marzo.

La trayectoria de inflación recién descrita supone que la moneda se mantiene en torno a los niveles actuales. Sin embargo, tal como se detalla más adelante, el sesgo de esta proyección es hacia un tipo de

cambio más apreciado, considerando que en un escenario base se proyecta que el proceso de alza de tasas de interés de corto plazo sea más intenso en Chile que en EE. UU., lo que se traduciría en una mayor entrada neta de dólares al país, con la consiguiente valorización de la moneda doméstica.

### Tasas de interés de corto plazo seguirán creciendo con fuerza

La aceleración en las perspectivas de inflación sumada a la solidez que sigue mostrando la demanda en lo que va de 2005, se ha traducido en que los mercados descuentan ahora alzas más rápidas de tasas de interés, que hace unos meses atrás.

Lo anterior coincide con nuestras expectativas de alzas de 100 p. b. adicionales desde junio hasta fin de año, para cerrar el año 2005 con una tasa de 4,25%. Esto implica que de aquí a fin de año el Banco Central opere con dos subidas sucesivas de 25 p. b. y un descanso, con lo que lograría evitar aplicar alzas de 50 p. b., que podrían tener un efecto adverso sobre las expectativas. De cualquier forma, esta tasa (nominal) de 4,25% está bastante por debajo de la tasa de interés neutral, por lo que la tasa de política monetaria debería continuar subiendo, para cerrar 2006 con una tasa de 6,0%.

Aún cuando las perspectivas de inflación se han desplazado hacia arriba y la fuerza de la expansión de la demanda interna se consolida, el Banco Central de Chile no ha modificado su discurso referente a una subida pausada de tasas, argumentando que la evolución reciente de las variables clave se ajusta a las proyecciones realizadas en el último IPOM. De cualquier forma esta "desaceleración pausada" del impulso monetario todavía se adapta a nuestra trayectoria prevista en las alzas de tasas.

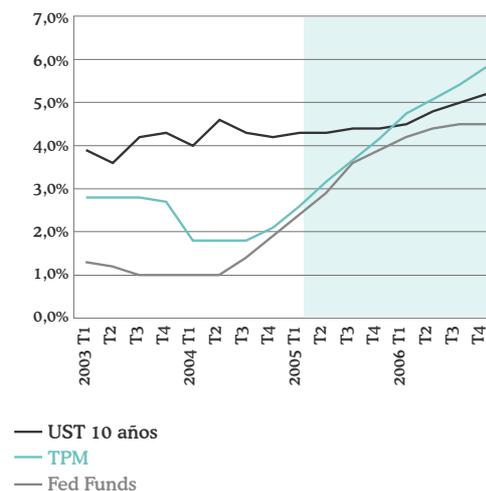
En lo que se refiere a escenarios de riesgos derivados de los mercados financieros, durante los últimos meses ha perdido fuerza la probabilidad de una subida abrupta en las tasas de interés internacionales, impulsada por un ajuste brusco en la economía de EE. UU. En cambio, comienza a surgir como el escenario de riesgos más relevante uno de carácter interno y generado por un sobrecalentamiento de la economía que llevaría a la aplicación de alzas más rápidas y de mayor magnitud en las tasas de interés. Este todavía no es el escenario base de proyección y, de ocurrir, difícilmente se materializaría antes de mediados de 2006, pero es un tema a vigilar con cuidado en los meses venideros.

### Las tasas de largo plazo siguen estancadas

Las tasas de largo plazo en UF continúan estancadas a niveles mínimos y los agentes han comenzado a incorporar una trayectoria alcista muy moderada para los próximos meses. En el número pasado de Situación Chile (abril 2005) se indicó que de acuerdo a estimaciones econométricas propias, el bajo nivel actual de tasas de largo plazo en UF se atribuiría al bajo stock de papeles reajustables existente en el mercado, lo que influyó de manera importante en nuestro pronóstico de alzas muy leves en las tasas de interés de largo plazo en un horizonte de 18 meses. Otros aspectos considerados fueron las tasas internacionales, también bajas, y la aceleración de las perspectivas de inflación.

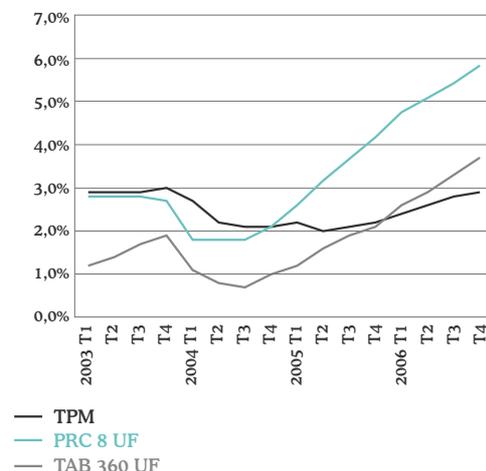
En su informe de política monetaria del mes de mayo, el Banco Central desestimó la importancia económica del escaso stock de papeles en UF, dando mayor peso a otros aspectos tales como las menores tasas internacionales de largo plazo y la aceleración de la inflación. En este contexto, y dado que no esperamos aumentos en la oferta de papeles de deuda interna de largo plazo, no hay factores que nos hagan cambiar nuestra proyección de tasas de interés. Tal como hemos mencionado en otras partes de este informe, no esperamos alzas bruscas de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos.

Tasas de Interés oficiales en Chile y Estados Unidos y tasas de largo plazo en EE.UU.



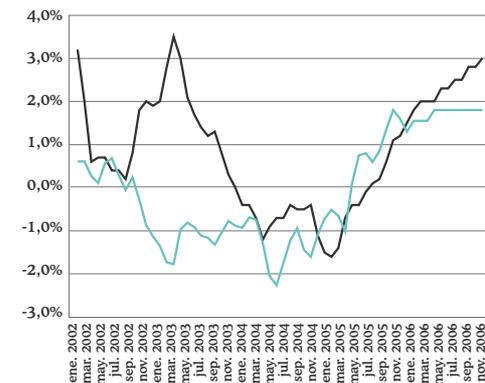
Fuente: BBVA

Proyecciones de tasas de interés en Chile



Fuente: BBVA

### Tasas de interés reales de corto plazo en Chile y EE UU



— FF EE. UU. real  
— TPM real

Fuente: BBVA

### Evolución del tipo de cambio real en Chile



— Promedio 1990-2004 = 93,5

Fuente: Banco Central de Chile

En una perspectiva de más largo plazo (2006 en adelante) las cosas van a cambiar. En el plano internacional, el componente transitorio del "exceso global de ahorro" va a comenzar a desaparecer, quedando sólo aquellos más estructurales cuyo ajuste es más gradual, de manera que cabe esperar el inicio de un proceso de alzas moderadas de las tasas de interés largas en el mundo a partir del segundo semestre del próximo año. La transmisión de esta tendencia al mercado local estará mediada por la evolución de la oferta de deuda interna de largo plazo, que tiene un fuerte componente exógeno, como es la oferta de títulos públicos (Banco Central y Tesorería). En este contexto el Banco Central deberá enfrentar la disyuntiva de no incrementar la oferta de títulos, para no aparecer interviniendo en las tasas de interés de largo plazo, vis a vis actuar para compensar el efecto expansivo sobre la demanda interna del "crowding in" provocado por el superávit fiscal. Un camino intermedio podría ser que las autoridades aprovecharan la coyuntura para reemplazar la deuda del Fisco con el Banco Central, que representa una anomalía cada vez más difícil de explicar, por deuda del Fisco con el sector privado.

### ¿Vienen tiempos difíciles para el dólar en Chile?

En los últimos meses el dólar ha fluctuado en un rango relativamente estrecho, en torno a los \$ 570 - 580, influenciado por la evolución del dólar en relación a otras monedas "grandes", como el euro, por ejemplo, y también por las posibilidades de arbitraje que se abren frente al mercado brasileño, pero con muy poco impacto de variables que tradicionalmente han sido determinantes en el mercado chileno, como el precio del cobre, por ejemplo. Esta situación podría comenzar a cambiar en los meses venideros, en la medida que comience a aparecer una brecha creciente entre las tasas de interés de corto plazo en Chile y aquellas en Estados Unidos. El origen de esta divergencia es que el ciclo económico ha comenzado a diferir en ambos países: Mientras Estados Unidos desacelera y la inflación se ubica en un rango que deja cómoda a la Reserva Federal, en Chile la demanda interna sigue creciendo con fuerza y comienzan a aparecer presiones inflacionarias que podrían incomodar al Banco Central, especialmente a comienzos de 2006.

En la medida que dicha situación sea percibida por los agentes económicos y que ella persista en el tiempo, la probabilidad de que el dólar vuelva a caer en Chile aumenta. Cabe destacar, sin embargo, que una apreciación moderada del peso (5-10%) no representa un peligro serio para la competitividad del sector transable, ya que el tipo de cambio real se encuentra hoy por encima de su promedio histórico. Por otra parte, una apreciación de esa magnitud debería ser suficiente para calmar las presiones inflacionarias en el corto plazo, incluso si ella le da un impulso adicional a la demanda interna que prolongue por algunos meses más la actual fase expansiva de la economía nacional.

## 4. Estudio Especial: El Mercado del Crédito en Chile

El desarrollo del sistema financiero en el país ha sido de gran envergadura en los últimos 20 años. Junto a la recuperación y posterior fortalecimiento de la banca tras la crisis de comienzos de los ochenta, han emergido los inversionistas institucionales que administran los Fondos de Pensiones e Inversiones en Seguros, los que han contribuido, entre otras cosas, a sustentar un fuerte desarrollo del mercado bursátil. En la tabla adjunta se observa la evolución de la profundidad financiera de los principales agentes, progreso que fue posible gracias a un entorno macroeconómico estable, apoyado en regulaciones específicas tendientes a garantizar la solvencia de las instituciones. En este contexto fue especialmente apreciable la confianza que se logró generar en el instrumento indexado a la inflación, denominado Unidad de Fomento (UF), pues permitió la sustentación de un mercado financiero de largo plazo, con la consiguiente profundización financiera, que actualmente ostenta niveles satisfactorios para la mayoría de las industrias que componen el sistema financiero chileno. De hecho, actualmente más de la mitad de los créditos otorgados por la banca están todavía en Unidades de Fomento, aún después de la nominalización de la tasa de política monetaria en agosto de 2001, que promovió la importancia de los saldos en moneda nominal (ver gráfico).

El stock de créditos intermediados por la industria bancaria alcanza en la actualidad cerca de 70% del PIB, superando con creces al resto de los países latinoamericanos y ubicándose a niveles comparables a los países más avanzados dentro de la categoría de los emergentes, a excepción de algunos países del sudeste asiático<sup>6</sup>. Por otra parte, es importante considerar que la banca no es el único oferente de créditos, toda vez que ésta compite con emisiones de títulos de deuda o endeudamiento externo en el segmento de empresas y con compañías especializadas en créditos hipotecarios o de consumo en el segmento personas.

La comparación internacional de indicadores de profundidad para la industria bancaria (crédito y depósitos a PIB), sumada al relativamente bajo endeudamiento que presentan las empresas en Chile, comparado con otros países de mayor desarrollo, indican que la industria bancaria y/o el mercado del crédito en general presentan todavía espacio para un mayor desarrollo.

### Evolución del Mercado del Crédito

Una vez superados los efectos directos de la crisis bancaria de comienzos de los 80, el crédito bancario ha mostrado un crecimiento sostenido, que promedia un 9,0% real anual en los últimos 12 años, pasando de constituir el 23% del PIB en 1990 hasta 66% del PIB en 2004. Si bien, la intermediación de recursos económicos fuera de la banca ha significado mayor competencia para ésta, también ha incrementado las oportunidades para la industria, que son difíciles de cuantificar en todas sus dimensiones, en un contexto de desarrollo del mercado de capitales como conjunto. A modo de referencia, cabe señalar que la demanda por letras hipotecarias generada por las AFP, -que pasó de 893.400 millones de pesos en 1990 hasta 2.229.900 millones de pesos en 2004 (ambos en moneda de 2004) fue un importante motor para el segmento hipotecario bancario que registró un crecimiento de 13% en el período. Por otra parte, una fracción importante de los Fondos de Pensiones y de Inversiones en Seguros, se encuentra invertido en depósitos bancarios o instrumentos de deuda emitidos por éstos. De hecho, el monto colocado en depósitos bancarios por los dos principales inversionistas institucionales, explica en la actualidad el 50% del total.

<sup>6</sup> Las mayores tasas de ahorro que caracterizan a los emergentes asiáticos, se reflejan en una mayor profundidad de la industria bancaria.

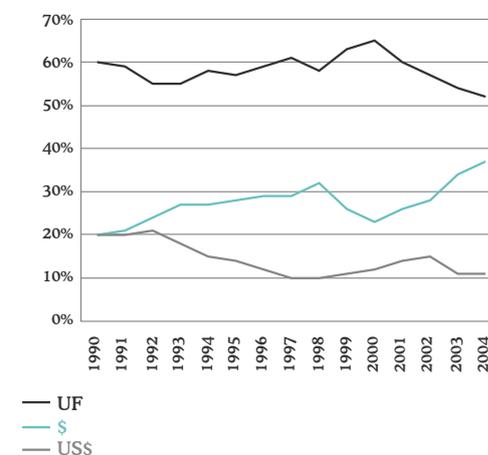
Francisca Lira  
Economista Senior Servicio de  
Estudios Económicos  
BBVA Chile.

### Profundidad financiera del mercado de capitales en Chile (% del PIB)

	1990	1995	2000
Crédito Bancario	52%	55%	69%
Fondo de Pensiones	23%	37%	51%
Inversiones en Seguros	7%	11%	19%
Gasto en Seguros	3%	3%	4%
Capitalización Bursátil	45%	114%	80%

Fuente: Banco Central de Chile, Superintendencia de AFP, Superintendencia de Valores y Seguros, FMI.

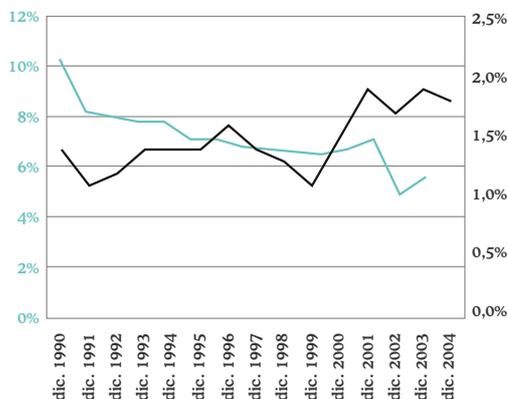
### Evolución del crédito bancario según monedas



Fuente: SBIF

### Evolución del spread bancario y utilidades

(% de colocaciones)

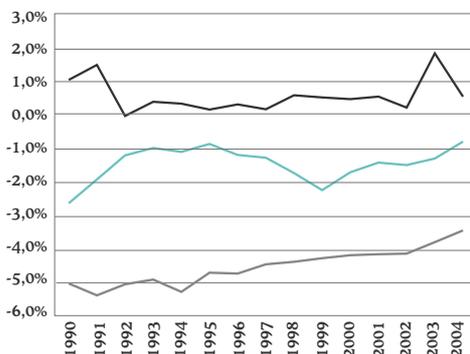


— Utilidad / Colocaciones (eje derecho)  
 — Spread / Colocaciones (eje izquierdo)

Fuente: SBIF

### Evolución de otros componentes de la utilidad

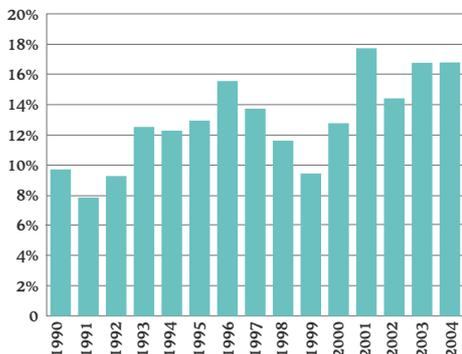
(% de colocaciones)



— Ut. dif. de Precio y dif. de Cambio  
 — Gastos de Apoyo Operacional  
 — Provisiones por Riesgo

Fuente: SBIF

### Evolución de rentabilidad sobre patrimonio (ROE)



■ ROE

Fuente: SBIF

Si bien el crecimiento de las colocaciones ya mencionado estuvo acompañado de una disminución de los spreads entre colocaciones y captaciones, reflejando la mayor competencia por la intermediación financiera ya descrita y entre las mismas instituciones bancarias<sup>7</sup>, las utilidades de la banca han subido un 14% promedio anual en los últimos 12 años, pasando desde MM\$ 171.267 en 1992 hasta MM\$ 664.630 en 2004 (ambas cifras expresadas en moneda de 2004). Esto ha sido posible gracias al mayor volumen de negocios, a la reducción paulatina del riesgo asociado a las colocaciones y a la mayor eficiencia de la banca. Esto último queda ilustrado en el gráfico, donde se observa que el Indicador de Gastos Operacionales a Colocaciones se ha reducido considerablemente en el período señalado, lo que es atribuible en buena parte al aprovechamiento de economías de escala derivadas de fusiones y adquisiciones y a cambios tecnológicos. Por su parte, los indicadores de riesgo de créditos, tales como la proporción de cartera vencida y provisiones sobre activos riesgosos muestran también una reducción significativa.

Sumado a la mayor competencia, la industria bancaria se ha debido adaptar al menor aporte de pasivos sin costo que entregan las cuentas corrientes a causa de la reducción de la inflación desde niveles de 25% a comienzos de los 90 hasta el nivel actual de 3%. Cabe mencionar que la remuneración de Cuentas Corrientes se autorizó recién a fines de 2001, y que en la práctica, casi no opera.

La concentración e internacionalización de la banca ocurrida en la segunda parte de los noventa se acompañó de una mayor capitalización de la banca local, lo que sumado a la reinversión de utilidades, permitió mantener un índice de adecuación de capital por sobre el 12% desde su implementación en 1997. A pesar de esta importante capitalización de la banca, la utilidad ha logrado aumentar más que proporcionalmente, redundando en un incremento de la rentabilidad a niveles récord, por sobre el 15% en los últimos tres años. En el gráfico adjunto, llama la atención la caída en rentabilidad de los años 1998 y 1999 explicada principalmente por el incremento en el Gasto en Provisiones asociada a la recesión que sufrió la economía en ese período.

### Organización de la industria del crédito

Si bien la industria bancaria continúa siendo el principal oferente de créditos para las distintas categorías de clientes, han aparecido competidores nuevos. A las distintas fuentes tradicionales de financiamiento para el segmento de grandes empresas, se han comenzado a agregar otros competidores para el de personas, aprovechando el fuerte incremento del endeudamiento que ha logrado sustentar este segmento. Los créditos a personas explican el 31% del total del crédito bancario, con una participación que prácticamente se duplicó en los últimos quince años, gracias al notable crecimiento de los créditos de consumo bancarios, a un promedio de 20% desde 1990 a la fecha. A esto hay que agregar los préstamos otorgados por compañías no bancarias (en especial casas comerciales y cajas de compensación) dedicadas al financiamiento de personas, tanto en el segmento de consumo como hipotecario, con participaciones sobre el total de créditos que se estiman en 38% y 15% respectivamente<sup>8</sup>.

Más de la mitad de los créditos a empresas están pactados con el segmento de empresas de tamaño muy grande, en cuyo financiamiento la banca compite con otras alternativas, tales como emisiones de títulos de deuda y endeudamiento externo. En el gráfico respectivo se entrega una aproximación del origen del stock de deuda de grandes

<sup>7</sup> El spread entre colocaciones y captaciones alcanza actualmente a 3%, similar al de países desarrollados.

<sup>8</sup> Fuente: Serie Técnica de Estudios, N°1. SBIF. Financiamiento de los Hogares en Chile, noviembre 2004.

corporaciones establecidas en Chile, donde se aprecia que cerca de la mitad proviene desde el exterior, proporción que crece más aún a medida que aumenta el tamaño de las empresas. Esto se atribuye a las favorables condiciones de financiamiento desde el exterior en cuanto a moneda y tasas de interés, a la importancia creciente de los conglomerados multinacionales en el país y a los límites que existen para la concentración de créditos bancarios en clientes individuales. La legislación bancaria vigente en Chile<sup>9</sup> impone un límite para otorgar préstamos a una empresa individual, equivalente al 5% del patrimonio efectivo del banco acreedor. Si bien la capitalización de la banca ha sido notable en la última década, esta normativa ha significado en la práctica una mayor restricción al endeudamiento bancario de las empresas. Esto debido a que las corporaciones han tendido a aumentar de tamaño y a concentrarse en grandes conglomerados, mientras que el mayor desarrollo del mercado de capitales en el país ha permitido mayores índices de endeudamiento para las compañías.

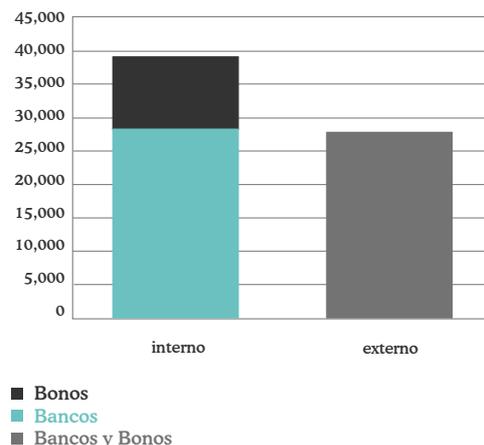
El proceso de consolidación de la industria que empezó a tomar forma a fines de los ochenta, se caracterizó por una mayor concentración dada por la vía de adquisiciones, fusiones y cierre de algunas instituciones. El número de bancos e instituciones financieras se redujo desde 40 en 1990 hasta las 26 existentes en la actualidad, donde las 5 instituciones más grandes concentran el 73% de las colocaciones (ver tabla). Este proceso de reorganización de la industria incluyó una mayor participación de bancos extranjeros, que ingresaron en su mayoría en la segunda parte de la década de los noventa, y concentran actualmente el 40% de las colocaciones totales de la banca. En los últimos tres años, se han entregado cinco nuevas licencias bancarias, destinadas principalmente a instituciones orientadas al segmento de consumo. Lo anterior fue posible gracias a la flexibilización de la normativa, ocurrida con las modificaciones a la ley general de bancos de 1997 y 2001.<sup>10</sup>

### Aspectos legales y regulaciones de la industria

Dentro del contexto de reformas económicas iniciadas a mediados de los 70, se inicia también el proceso de liberalización financiera, que incluye tanto la liberalización de la tasa de interés (que se materializó de manera parcial), como la libre entrada y salida de los privados a la banca y eliminación del control selectivo de créditos. Sin embargo, el rol de supervisión y de regulaciones a la banca resultó insuficiente, pues la importante crisis económica de 1982 gatillada por la abrupta alza de tasas de interés en EE.UU., redundó en la intervención de cuatro bancos y la quiebra de dos más.

En 1986 se aprobó la Ley General de Bancos, que recoge las lecciones aprendidas en la crisis anterior, introduciendo una serie de mecanismos regulatorios para la banca y compañías relacionadas, entre los que destacan: a) Regulación en cuanto a las actividades que pueden realizar los bancos, dejando para las filiales autorizadas las actividades anexas al negocio; b) Establecimiento de normativas específicas que apuntan a acotar y medir el riesgo del crédito. Se establece un límite de préstamos a un deudor individual, el cual no puede superar el 5% del capital y reservas del banco, restricción que se torna más estricta para créditos a empresas relacionadas al grupo controlador del banco. Sumado a lo anterior se establecen límites a la posición en distintas monedas, obligaciones de calce de plazos y exigencia de constituir provisiones por créditos riesgosos; c) También se legisla en relación a los pasivos

Fuentes de financiamiento para grandes corporaciones de Chile (a febrero de 2005, en millones de dólares)



Fuente: SBIF, Banco Central de Chile.  
 Nota: La deuda bancaria en Chile se refiere a empresas con deuda mayor a 5,5 millones de dólares. El stock de deuda en bonos corresponde al mantenido por AFP, Cias. de Seguros y Fondos Mutuos.

Concentración de la industria bancaria (participación sobre colocaciones totales)

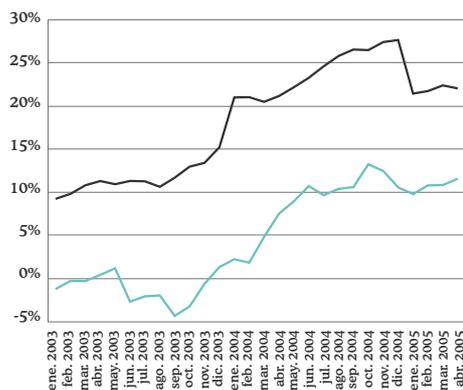
Santader-Chile	23%
De Chile	18%
Del Estado de Chile	13%
De Crédito e Inversiones	12%
Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	8%
<b>Subtotal</b>	<b>73%</b>

Fuente: SBIF

<sup>9</sup> Ley General de Bancos de 1986.

<sup>10</sup> Con la reforma a la ley de bancos de 1997, se flexibilizaron los requisitos para la obtención de una licencia eliminando la posibilidad de rechazar una licencia sin expresión de causa. La reforma de Mercado de Capitales I, aprobada a fines de 2001, rebajó a la mitad el monto requerido para la instalación de una nueva institución (desde 20 hasta 10 millones de dólares).

### Evolución de las colocaciones a empresas y personas (variación % 12 meses)



— Préstamos a Personas  
— Préstamos a Empresas

Fuente: SBIF

del sistema financiero, apuntando tanto a proteger a los ahorrantes como a evitar eventuales consecuencias de una "corrida bancaria". Los depósitos a la vista se encuentran garantizados en 100% y los bancos deben constituir una Reserva Técnica por aquéllos que excedan 2,5 veces el capital y reservas. También se incluye una garantía por sobre el 90% de los depósitos a plazo, con un tope cercano a los US\$ 4.000 por depositante.

En consideración a la estabilidad que demostró la industria desde fines de los 80 y a la mayor competencia asociada al desarrollo de otros agentes del mercado de capitales local, a fines de 1997 se aplicaron algunas reformas tendientes a liberalizar algunos aspectos de la Ley de Bancos de 1986. Específicamente, se permite la creación de nuevos negocios para los bancos, entre los que destacan los relacionados con operaciones internacionales, al tiempo que se elimina la exigencia de operar por la vía de filiales para la mayoría de las actividades complementarias al negocio bancario. En la regulación financiera, se modifica el requerimiento de exigencia de capital, desde el indicador de deuda a capital hacia activos ponderados por riesgo a capital, en línea con la normativa internacional.

Posteriormente se aplica la Reforma de Mercado de Capitales I, que comenzó a regir a partir de 2002. Si bien, no realiza cambios importantes en la industria bancaria, se destaca por incluir modificaciones en la Industria de Pensiones<sup>11</sup>, que desde la creación del sistema en 1981 prácticamente no había experimentado cambios, salvo en lo relacionado con límites de inversiones, lo que abrió una puerta para seguir impulsando modificaciones en esta industria.

La Reforma Mercado de Capitales II, en etapas finales de su tramitación legislativa, propone, entre otras cosas, ampliar los límites de crédito para un deudor individual desde 5% del patrimonio efectivo del banco hasta 10% de éste. Dada la evolución de la banca y del segmento empresarial, esta medida parece oportuna tal como se comenta en el respectivo recuadro.

### Situación Financiera del sistema bancario local: evolución reciente

A mediados de 2004, las colocaciones retomaron la fuerza que habían dejado atrás a fines de la década pasada, a causa de la crisis de liquidez, recesión en 1999 y bajo crecimiento económico hasta 2003. El crédito bancario viene creciendo a tasas superiores a dos dígitos desde abril de 2004, gracias a la recuperación del crecimiento económico que ha hecho que las empresas demanden más fondos para financiar un mayor nivel de ventas y proyectos de inversión. Además, la mayor confianza asociada a la recuperación del empleo se ha conjugado favorablemente con tasas de interés históricamente bajas, permitiendo impulsar a los créditos otorgados a personas, tanto en el segmento de consumo como hipotecario.

A pesar de los mayores volúmenes intermediados, la utilidad como proporción de las colocaciones ha tendido a disminuir en el margen, lo que se explica por las menores ganancias netas en intereses y por los peores resultados obtenidos en las inversiones financieras de la banca (mesa de dinero), que no alcanzaron a ser compensadas por la mejora del riesgo en la cartera de créditos. Los menores intereses ganados se explican por el alza de las tasas de interés de corto plazo

<sup>11</sup> Se crean cinco Fondos de Pensiones diferentes, de distinta composición de inversiones que pueden ser elegidos por los ahorrantes, hasta cierto límite de edad, de acuerdo a su preferencia por riesgo. Además se perfecciona la figura de Ahorro Provisional Voluntario (APV), permitiendo que éste pueda ser retirado por los ahorrantes, sin necesidad de esperar hasta la fecha de jubilación. Los fondos provenientes del APV podrán ser invertidos y administrados por Compañías de Seguros de Vida, Administradoras de Fondos Mutuos y Bancos.

que se observa desde septiembre de 2004 ya que el plazo promedio de los activos supera al de los pasivos. Desde fines de 2004, los indicadores de riesgo de créditos volvieron a ser comparables a los existentes en 1996, con una caída en las provisiones del ejercicio desde el 1,1% de las colocaciones a abril de 2004 hasta 0,7% a abril de 2005, mejora que también se reflejó en el indicador de cartera vencida sobre colocaciones. Lo anterior es especialmente favorable si se considera que la proporción de créditos de consumo -que en promedio son más riesgosos- es cuatro puntos porcentuales mayor que la existente a mediados de los noventa.<sup>12</sup>

No obstante el fuerte crecimiento de los activos de la banca, que no se reflejó en un crecimiento equivalente de las utilidades, el índice de adecuación de capital (IAC), pasó desde un nivel ya holgado hasta uno de 13,5% como promedio, con un índice que supera el 10% para cada una de las instituciones en forma individual. Lo anterior ha sido posible gracias al aumento patrimonial ocasionado por la reinversión de utilidades y a la emisión de bonos y acciones.

El financiamiento de los créditos hipotecarios con tasa variable que se viene aplicando hace algunos años, ha impulsado a que, además del riesgo del crédito ya descrito, se otorgue especial importancia al riesgo de liquidez, el cual mide la proporción de activos mantenidos en instrumentos de alta liquidez.<sup>13</sup> Esta categoría de riesgo ha tendido a incrementarse en el último año, considerando que los créditos han crecido en una proporción mucho mayor al aumento de las inversiones, con tasas promedio anuales de 13% y -6% respectivamente (a abril de 2005). Por otra parte, la estabilidad de las fuentes de financiamiento de dichas colocaciones se ha visto afectada por la mayor proporción de depósitos provenientes de inversionistas institucionales y otras fuentes mayoristas, que a marzo de 2005 explicaban el 52,2% de los depósitos de la banca.

En los primeros meses del año 2005 se observó un estrechamiento de la liquidez en la banca, pues al importante crecimiento de los depósitos a la vista que se acentuó desde mediados de 2004 (ver gráfico), se agregó la disminución de las inversiones financieras. Sin embargo, esta situación se ha atenuado en los últimos meses, pues las alzas en la TPM y la normalización en la trayectoria de inflación se han traducido en aumentos en la tasa de captación atrayendo depósitos a más de un año, que en los meses de marzo y abril han crecido a tasas anualizadas superiores a 40%.

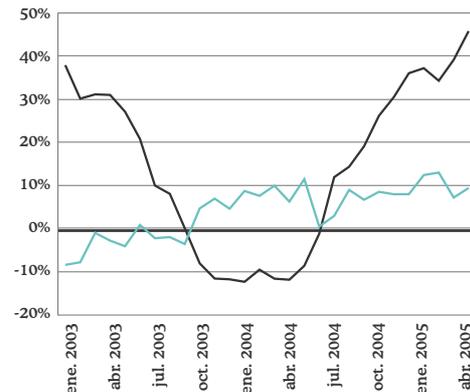
### Consideraciones finales

El crédito bancario en Chile, prácticamente ha duplicado su importancia en los últimos 20 años, pasando desde 45% del PIB en 1990 hasta 66% del PIB en 2004. Tal como se aprecia en el gráfico, la profundidad del crédito en Chile supera con creces lo observado en otros países de Latinoamérica, cuyos mercados se han visto negativamente afectados por las crisis económicas. Si bien, los indicadores de crédito bancario que ostenta Chile son comparables al de otros países emergentes, éstos están todavía por debajo de los niveles observados para los emergentes asiáticos -que se caracterizan por sus mayores estándares de ahorro- y de los países desarrollados en general.

<sup>12</sup> De acuerdo a antecedentes obtenidos del Informe Financiero del Banco Central del Primer Semestre de 2005, el gasto en provisiones de los bancos cuyas colocaciones están constituidas en 75% o más por colocaciones de consumo, representa el 3,3% de los activos totales a abril. Esto se compara con un Gasto en Provisiones de 0,6% del sistema.

<sup>13</sup> Dicho de otra forma, corresponde a las colocaciones, activos fijos e inversiones no financieras financiados con fuentes estables (depósitos de personas, empresas y del sector público, letras y bonos emitidos, capital básico, utilidad del ejercicio y provisiones).

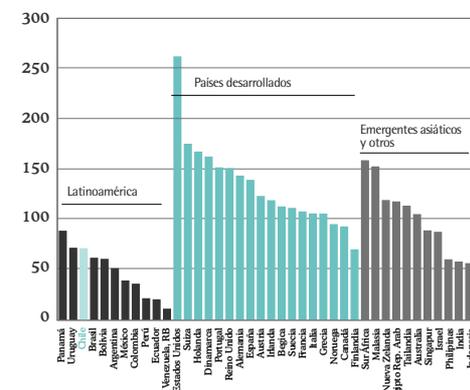
### Evolución de depósitos y captaciones según plazo (variación % interanual nominal)



— Depósitos y Captaciones de Largo Plazo  
— Depósitos y Captaciones de Corto Plazo

Fuente: SBIF

### Crédito bancario para distintos países (% del PIB)



■ América Latina  
■ Países Desarrollados  
■ Emergentes, Asiáticos y Otros

Fuente: FMI

Los indicadores anteriores dan cuenta que la industria todavía tendría bastante espacio para crecer, lo que se ratifica al comparar los indicadores de endeudamiento de empresas con las de países desarrollados.

El importante crecimiento económico previsto para este año y el próximo, da espacio para que las colocaciones bancarias puedan seguir creciendo a tasas elevadas en lo que resta de este año y el próximo.

En su último informe de Estabilidad Financiera el Banco Central de Chile hace un llamado de atención al fuerte crecimiento de los créditos de consumo, señalando que de materializarse, en un escenario de riesgo, un año de caídas en el crecimiento y aumentos en el desempleo, tal como ocurrió en 1999, el Gasto en Provisiones aumentaría más de lo que aumentó en esa fecha. Esto debido a que los créditos de consumo tienen una mayor importancia relativa y, si siguen creciendo a las tasas actuales, el efecto sería de mayor envergadura ante una nueva crisis económica, en particular si se considera que durante 1999 el gasto en Provisiones de la Banca de Consumo habría superado el 20% de los activos.

## Aumento de límites legales de crédito: una medida oportuna

Los límites legales (LL) de préstamos a empresas por parte de la banca son materia de ley y los actuales datan de 1986 (Artículo 84 de la ley general de bancos de 1986). Los LL vigentes permiten otorgar a una empresa individual créditos sin garantía por un monto máximo de hasta un 5% del patrimonio efectivo del banco. Este límite se amplía hasta 25%, si lo que excede del 5% antes mencionado, está caucionado con garantías calificadas de igual o más valor que dicho exceso. Se consideran dentro del límite establecido para préstamos a una empresa en particular, las sociedades pertenecientes a la propiedad directa de la empresa en cuestión, mientras que para un conglomerado económico como conjunto, se permite prestar un 25% del patrimonio efectivo del Banco. Para empresas relacionadas a la propiedad del Banco, el límite global para el conglomerado se reduce a 5%.

En la Unión Europea, Estados Unidos y Canadá, el límite de créditos para empresas individuales sin garantías (comparable con el 5% de Chile) es de 10%, 15% y 25%, respectivamente.

Desde su imposición hasta la fecha han ocurrido importantes cambios tanto en el segmento corporativo como bancario. Estos dicen relación con una mayor concentración de ambas industrias, mayor acceso a endeudamiento por parte de las corporaciones y reducción de los indicadores de riesgo de la banca, a pesar de la tendencia de otorgamiento de créditos sin garantías.

El monto máximo que la banca chilena puede prestar a una empresa individual y sus filiales es de 285.000 millones de pesos chilenos (aproximadamente 470 millones de dólares). Considerando la elevada concentración de la industria bancaria, los tres bancos de mayor capitalización explican más del 50% del límite máximo a prestar a una empresa individual. Dicho en otras palabras, si los tres bancos más importantes de la plaza no financian a una empresa individual, sus posibilidades de financiamiento máximas se reducen a menos de la mitad, y ésta deberá acudir a un gran número de bancos para reunir un monto considerable, con las consiguientes dificultades operativas que eso implica.

Por otra parte, el segmento corporativo chileno ha exhibido un importante incremento en la concentración en la última década. Esto, tanto a nivel de empresas individuales (que capturan cada vez más porcentaje de mercado ya sea por la vía de fusiones o adquisiciones) como a nivel de conglomerados (que incluyen cada vez más compañías en su malla de propiedad). Además, cada vez cobran más importancia los conglomerados multinacionales, cuya estructura de propiedad constituye una ventaja a la hora de solicitar financiamiento externo. Esto es relevante, ya que en el caso de conglomerados, los límites se consolidan a nivel de la matriz, lo que aumenta la probabilidad de alcanzar el límite legal.

Se observa además que las grandes compañías han tendido a incrementar su endeudamiento, como consecuencia de un mayor acceso al financiamiento local y externo, dado por la mejor calidad crediticia de éstas. Este mayor endeudamiento se ha cubierto principalmente con deuda bancaria externa o con emisiones de títulos en los mercados externo y doméstico, haciendo caer la participación de la deuda bancaria local sobre la deuda financiera total desde 30% en 1993 hasta 20% en 2003.

En consecuencia, uno de los efectos de los LL vigentes hoy, es que deja a las empresas medianas y grandes extremadamente vulnerables a las políticas de crédito de los mayores bancos del sistema. Los límites de créditos actualmente vigentes son muy bajos y se han tornado cada vez más restrictivos dada la mayor concentración del segmento empresarial y la tendencia de la banca a reducir el uso de garantías en sus operaciones de crédito, por lo que la modificación propuesta parece muy oportuna y necesaria.

## 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	3,3	2,4	2,8
UEM	0,5	1,7	1,4	2,2	2,0	2,4	1,9	1,6
Japón	1,4	2,7	1,5	2,0	-0,4	0,2	0,0	0,3

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	1/7/05	sep-05	dic-05	dic-06	1/7/05	sep-05	dic-05	dic-06
EE.UU.	3,25	3,75	4,00	4,50				
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,00	2,50	1,20	1,22	1,22	1,21
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	112	105	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	10,0
Brasil	0,5	4,9	3,0	3,0	9,3	7,6	6,0	5,0
Chile	3,7	6,1	6,1	5,7	1,1	2,4	3,4	3,0
Colombia	3,8	4,1	3,8	3,5	6,5	5,5	5,0	4,7
México	1,4	4,4	4,2	4,0	4,0	5,2	4,0	3,9
Perú	3,8	5,1	5,3	4,5	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	20,6	23,5
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>1,7</b>	<b>5,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>
LATAM Ex-México	1,9	6,5	4,2	3,6	8,3	7,4	7,4	6,8

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

<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) <sup>3</sup>			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,98	2,95	3,00	3,8	3,1	6,0	10,0
Brasil	2,89	2,72	2,70	2,90	16,5	17,8	18,0	16,0
Chile	599	576	575	578	2,3	2,5	4,3	6,0
Colombia	2778	2390	2400	2561	7,9	7,7	7,3	8,0
México	11,24	11,15	11,80	12,20	6,0	8,7	9,8	9,8
Perú	3,46	3,28	3,27	3,30	2,5	3,0	3,5	4,3
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	12,5	12,9

Actividad Económica (real) (variación %)	2003			2004			2005			2006						
	2003	2004	2005p	2006p	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
PIB	3,7	6,1	6,1	5,7	4,7	5,3	7,0	7,3	5,8	6,2	6,0	6,3	6,5	5,1	4,7	4,8
Gasto Interno	4,8	7,9	8,1	5,3	6,1	5,6	9,5	10,4	10,9	9,3	6,6	5,7	6,0	5,0	4,2	4,1
FBKF	5,7	12,7	15,5	5,5	6,3	7,9	15,6	20,6	26,4	20,0	10,0	8,0	6,0	6,0	5,0	5,0
(como % del PIB)	(23,7)	(25,2)	(27,4)	(27,4)	(23,5)	(24,3)	(25,0)	(27,8)	(28,0)	(27,5)	(26,0)	(28,2)	(24,9)	(26,5)	(25,6)	(25,3)
Resto Demanda Interna	4,5	6,4	5,6	5,3	6,0	4,9	7,6	7,1	6,0	5,8	5,4	4,9	5,9	4,7	3,9	3,7
Consumo Privado	4,1	5,6	6,9	5,7	5,2	5,7	5,8	5,8	6,2	7,1	7,4	7,5	6,8	5,9	5,5	4,6
Exportaciones	5,9	12,8	6,3	6,2	8,8	11,4	15,7	15,5	6,7	6,1	6,3	6,3	6,3	5,8	6,3	6,2
Importaciones	9,5	18,6	11,9	5,2	13,6	12,5	23,0	24,8	21,0	15,1	7,7	4,8	4,9	5,5	4,7	4,2
Ingreso Nacional	3,6	8,6	8,8	3,9	6,7	8,3	9,7	9,7	8,3	10,9	7,1	7,7	4,1	3,6	4,2	4,3
Deflactor del PIB (var. %)	5,5	6,6	-0,2	-1,5	6,0	7,8	7,0	5,5	3,7	1,9	-3,7	-2,6	-2,6	-1,1	0,4	0,2
CUENTA CORRIENTE (MM US\$)	-1.102	1.390	303	-2.335	688	787	-248	162	369	689	-683	-201	53	-480	-1.416	-557
como % del PIB	-1,5	1,5	0,3	-2,1	2,495	2,606	1,811	2,107	2,445	2,697	1,024	1,096	1,405	933	100	614
BALANZA COMERCIAL	3.522	9.019	7.463	3.117												
<b>DETALLE COMERCIO EXTERIOR</b>																
(Millones de US\$)																
Exportaciones (FOB)	21.524	32.025	34.801	32.578	7.484	7.927	7.933	8.681	9.203	9.387	8.154	8.054	8.311	8.182	7.644	8.062
Cobre	7.766	14.358	14.470	11.077	3.112	3.660	3.524	4.063	3.780	4.350	3.207	3.048	2.696	2.923	2.567	2.732
No Cobre	13.758	17.666	20.330	21.501	4.372	4.267	4.409	4.618	5.423	5.037	4.947	5.006	5.616	5.259	5.077	5.330
Importaciones (CIF)	19.381	24.871	29.555	31.805	5.404	5.730	6.624	7.113	7.298	7.217	7.692	7.551	7.460	7.812	8.143	8.051
Bienes de Consumo	3.145	3.958	4.805	5.489	870	882	1.112	1.093	1.159	1.050	1.308	1.268	1.244	1.247	1.174	1.365
Bienes Intermedios	10.956	14.384	16.905	17.812	3.187	3.221	3.823	4.154	4.202	4.109	4.500	4.313	4.143	4.190	4.639	4.409
Combustibles	3.100	4.397	5.177	4.837	991	926	1.163	1.316	1.336	1.144	1.374	1.300	1.044	954	1.193	1.175
Bienes de Capital	3.652	4.684	5.489	5.782	967	1.137	1.156	1.424	1.510	1.407	1.212	1.439	1.479	1.622	1.554	1.663
<b>OTROS INDICADORES</b>																
PIB en millones de US\$ (corr.)	73.765	94.169	105.364	109.687	23.178	22.995	22.849	25.147	25.887	27.127	25.480	26.870	27.764	27.496	26.356	28.071
PIB per Cápita en US\$ (corr.)	4.676	5.902	6.530	6.724												
Resultado Fiscal Presupuestario (% del PIB)	0,0	2,5	2,4	1,2												
Res. Fiscal Primario (% del PIB)	0,5	2,9	2,8	1,6												
Tasa de Inflación (% promedio período)	2,8	1,1	2,5	3,7	0,0	0,5	1,5	2,3	2,3	2,7	2,3	2,8	4,1	3,7	3,6	3,2
Tasa de Inflación (% a diciembre)	1,1	2,4	3,4	3,0												
Tipo de Cambio Nominal (prom. período)	691	610	577	577	587	629	628	593	578	581	575	575	576	576	577	578
Tipo de Cambio Nominal (prom. dic)	603	576	575	578												
Tasa de Pol. Monetaria (prom. período)	2,73	1,87	3,41	5,27	1,79	1,75	1,81	2,13	2,64	3,17	3,67	4,17	4,75	5,08	5,42	5,83
Precio Cobre (c/lb, prom.)	81	130	135	101	124	127	129	140	148	154	130	110	108	100	99	95
Precio Petróleo (Brent US\$/Barril, prom.)	29	38	49	44	32	35	42	44	48	52	49	48	46	44	43	42

Nota: Las proyecciones anuales para 2005 pueden diferir levemente de los promedios/sumas trimestrales.

## Interesados dirigirse a:

Pedro de Valdivia 100, piso 14, Santiago

T: 6791854

F: 6792810

www.bbva.cl

### Servicio de Estudios Económicos:

#### Director:

José Luis Escrivá

#### Subdirector:

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

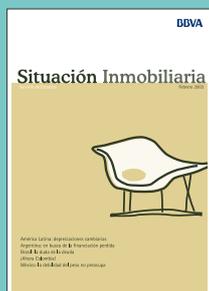
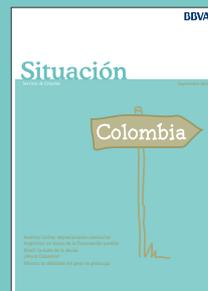
Europa: Manuel Balmaseda

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

## 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.