

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 1 / Nro. 4 - Cuarto Trimestre 2005



Editorial

Panorama Internacional

Panorama Macroeconómico

Panorama Financiero

Estudio Especial: ¿Es alta la deuda externa chilena?

Índice

Fecha de cierre: 26 de octubre de 2005.

Editorial	2
1. Panorama Internacional	3
2. Panorama Macroeconómico	8
3. Panorama Financiero	12
4. Estudio Especial: ¿Es alta la deuda externa chilena?	16
Tablas de Indicadores y Proyecciones	22

Han elaborado esta publicación:

Economista Jefe:

Joaquín Vial Ruiz Tagle

jvial@bbva.cl

Economistas:

Michele Favre Morel
Francisca Lira Domínguez
Michael Settels

mfavre@afpprovida.cl
flira@bbva.cl
msettels@bbva.cl

Joaquín Vial

Economista Jefe Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile

Editorial: los nuevos riesgos

Para los nacidos a finales del Siglo XX es difícil comprender la magnitud del cambio que ha experimentado la humanidad. Durante miles de años el número de habitantes del planeta fluctuó entre 500 y 800 millones de personas, y el ingreso por persona subió muy poco, para ubicarse en el equivalente a US \$ 800 a fines del Siglo XVIII. En cambio, en poco más de un siglo, el número de habitantes se disparó hasta alcanzar los 6.500 millones que vivimos hoy, y el ingreso promedio se multiplicó varias veces, para alcanzar los casi US \$ 6.000 actuales.

Alguien podría pensar que estos son datos anecdóticos que más bien nos deben enorgullecer. Antes de entusiasrnos demasiado, vale la pena reflexionar sobre algunos de los riesgos que estos tremendos avances acarrearán. El último año ha sido particularmente educativo en este sentido.

Incluso antes de comenzar 2005, Asia sufrió uno de los tsunamis más devastadores de los últimos tiempos. Si bien este evento no tuvo impactos significativos sobre la economía mundial, e incluso su efecto en la economía de los países afectados ha sido limitado, la pérdida de vidas humanas fue abrumadora, con más de 200.000 personas muertas o desaparecidas. Causa: elevada concentración de la población en zonas. Pero la actividad de estas personas no tenía gran impacto en la economía, ni siquiera en sus propios países.

Hace poco más de un mes hemos sido testigos de los efectos de dos huracanes de gran fuerza en la zona del Golfo de México, en lugares que concentran población de altos ingresos y mucha capacidad industrial, especialmente en el sector energético. Las pérdidas de vidas humanas fueron mucho menores (¿2000 personas?), pero el impacto económico fue enorme: sólo los daños en infraestructura se estiman en US \$ 100.000 millones (el PIB de Chile en un año). Causa: la necesidad de reducir costos de transporte provoca concentración de actividades críticas (refinación de petróleo en este caso) en zonas vulnerables. El alto valor de la actividad económica provoca a su vez concentración de gente de mucho poder adquisitivo, con viviendas de alto valor y costosa infraestructura.

En estos días, mientras la vida económica transcurre indiferente a un terremoto que asoló Cachemira provocando más de 50.000 muertos y pérdidas permanentes de puestos de trabajo para 1.000.000 de personas, estamos "preparándonos" para una eventual pandemia de gripe que, en un escenario de terror, podría provocar decenas de millones de muertos y perjuicios económicos incalculables, ya que su ataque es aleatorio, pudiendo afectar a ricos y pobres con casi igual probabilidad. La concentración de población y las facilidades de desplazamiento han aumentado en forma exponencial los riesgos biológicos, algo que recién comprendemos después de que la pandemia de SIDA se ha instalado en el mundo.

Con todo, parece el mayor peligro proviene de nosotros mismos: el resentimiento producto de la marginación de mucha gente del progreso y el poder, cuando ahora hay acceso generalizado a tecnologías baratas de destrucción masiva, cuyo uso les permitiría descargar las frustraciones acumuladas. Lo vimos hace cuatro años atrás, cuando algo más de 3.000 muertos en Estados Unidos se tradujeron en enormes costos para la economía mundial, e incluso recesión en algunos países más vulnerables a los flujos de transporte (los dependientes del turismo, por ejemplo).

Lo paradójico es que estos riesgos son parte del precio que la humanidad está pagando por su éxito. Pero ellos no son un destino fatal. En este siglo hemos sido testigos de la erradicación de enfermedades endémicas, y de la reversión de desastres ecológicos (hoy cuesta recordar que Tokio y Londres eran las capitales mundiales del smog, por ejemplo), de la superación de la Guerra Fría y de la incorporación masiva de los pobres de Asia a los beneficios del progreso. Vivimos una época crucial en el desarrollo humano y en buena medida depende de nosotros que nuestros descendientes puedan disfrutar de él.

1. Panorama Internacional:

La buena noticia: Continúa la expansión de la economía mundial...

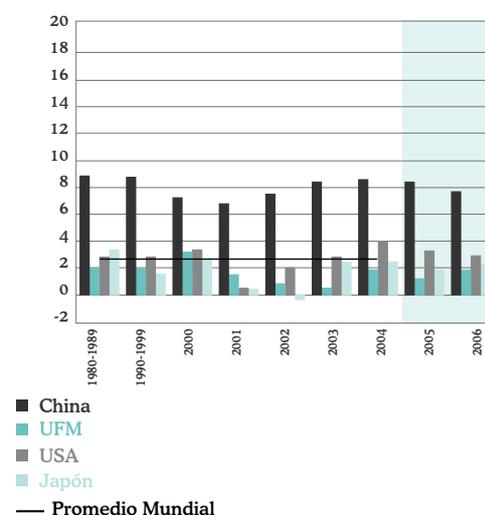
Con los resultados del primer semestre a la vista y revisando las proyecciones para 2005 y 2006, debemos empezar esta revisión del estado de la economía mundial con buenas noticias: Ella seguirá creciendo por sobre 4% por tercer año consecutivo en 2005, después del salto (extraordinario) de 5,1% del año pasado, a pesar de precios del petróleo en aumento. De hecho el Fondo Monetario Internacional (FMI) en sus proyecciones más recientes sigue esperando un crecimiento mundial de 4,3% tanto para el año actual como para el próximo, muy por encima del promedio de los últimos 25 años. Los sostenedores de este crecimiento, todavía acelerado (aunque menor que el año pasado) siguen siendo viejos conocidos: EE.UU. y "Asia en desarrollo", básicamente China e India. En el caso del primer país, si bien el crecimiento se ha desacelerado durante el año actual, sigue siendo alto tanto en 2005 (3,5%) como en 2006 (3,3%) y según el FMI, por sobre su potencial y promedios históricos. El Servicio de Estudios de BBVA (en su escenario base) llega a resultados muy parecidos al predecir 3,6% y 3,2% respectivamente.

También China mantiene el protagonismo en términos de crecimiento mundial de los años anteriores, destacando el hecho que con cada proyección la esperada desaceleración de la economía es menos pronunciada: el FMI por ejemplo prevé sólo una leve desaceleración del crecimiento desde 9,5%, registrado tanto en 2003 como en 2004, hasta 9,0% en 2005 y 8,2% en 2006¹. El SE de BBVA es incluso un poco más optimista y espera 9,3% y 8,5% para los dos años mencionados. Vale la pena mencionar la importancia que tienen EE.UU. y China para el PIB mundial. Ajustado por poder de compra, EE.UU. genera 20,9% del PIB mundial y China 13,2% acercándose cada vez más al conjunto de la zona euro que aporta 15,3%. Si a China se le agrega India, la importancia conjunta de los dos alcanza a 19,1%, con lo que se entiende mejor el peso que tiene el crecimiento económico de estos gigantes emergentes de Asia.

La Zona Euro está decepcionando en materia de sus aportes al crecimiento mundial. Después de un optimismo cauteloso debido a un crecimiento de 1,7% en 2004, las perspectivas para 2005 se volvieron a ensombrecer (principalmente por un desempeño más débil que lo esperado en la primera mitad del año) y para el próximo año tampoco se prevé un repunte decisivo. El SE de BBVA en Madrid espera una expansión de la economía no mayor a 1,3% en 2005 y un modesto repunte hasta 2,0% en 2006 (previsiones marginalmente mayores que las del FMI que prevé 1,2% y 1,8% respectivamente), nada como para ganar mayor protagonismo en el crecimiento mundial.

Además, llama la atención la composición del crecimiento entre los distintos miembros de la zona euro: por un lado están los países grandes Alemania, Francia e Italia que están peleando por salir de su estancamiento (Alemania), no encuentran la fórmula para hacerlo (Italia, cuyo crecimiento en 2005 será nulo o incluso negativo) o ya están desacelerándose nuevamente como es el caso de Francia. Por otro lado, está España (la cuarta economía de la Eurozona) que sigue creciendo a ritmo acelerado cerca o por sobre 3% ya por varios años, apoyada en una boyante demanda interna. Esta heterogeneidad dificulta la labor del Banco Central Europeo, puesto que mientras para algunos países la política monetaria puede parecer todavía algo restrictiva, para otros resulta muy expansiva.

Crecimiento PIB 1980-2004 y estimaciones



Fuente: Banco Mundial y Proyecciones BBVA.

¹ A modo de comparación en septiembre 2004 el FMI proyectaba una desaceleración del crecimiento chino hasta 7,5% en 2005, lo que aumentó hasta 8,5% en su estimación de abril 2005 y ahora nuevamente en 0,5 puntos porcentuales.

Tasas a 10 años EE.UU. y UEM



Fuente: Estrategia

En contraste con Europa, Japón da muchas más razones para ser optimista. Crecerá alrededor de 2% durante este año (después de 2,7% en 2004) y para 2005 esperamos incluso un poco más. Resalta positivamente también la composición de su crecimiento, puesto que logró cambiar la casi total dependencia del crecimiento en la demanda externa, hacia uno que se apoya en forma creciente en una recuperación de la demanda interna. A su vez, las reformas estructurales y los esfuerzos de reestructuración del sector privado resultaron en un sector financiero mucho más sólido, que vuelve a cumplir su rol de intermediario financiero, y en un sector corporativo con bases sólidas que se refleja en empresas nuevamente rentables. Sin embargo, tampoco hay que dejarse llevar por la euforia, puesto que quedan grandes desafíos para la economía japonesa, en especial los del sector fiscal, el cual acumuló una carga gigantesca de deuda durante los años de crisis (actualmente alrededor de 160% del PIB) y enfrenta un problema demográfico que en un futuro no tan lejano causará presiones fiscales muy severas. Las autoridades japonesas están conscientes de esta peligrosa mezcla y muy impacientes por mejorar la posición fiscal frente los desafíos futuros. Existe, por lo tanto, la preocupación que el gobierno podría intentar aprovechar la recuperación económica para mejorar la posición fiscal (cortar gasto y/o aumentar impuestos) demasiado pronto y/o en forma demasiado agresiva, abortando así la expansión.

Las perspectivas bastante positivas del escenario se apoyan en un entorno financiero caracterizado por tasas de interés de largo plazo por debajo de lo esperado, tanto en EE.UU. como en Europa. Las bajas tasas han empujado especialmente el crecimiento estadounidense a través de un fuerte impulso a la inversión y al consumo privado. Este último se basa en un boom del mercado inmobiliario junto a un mercado financiero muy flexible, que permitió refinanciar créditos hipotecarios a tasas menores y extraer parte del aumento de la riqueza dejando espacio para mayor consumo de las familias². Interesantemente no existe efecto similar sobre el consumo en la Eurozona en su conjunto. Sin embargo, este agregado esconde diferencias extremas entre distintos países: en un extremo, España se parece mucho a EE.UU. (esto es, alta liquidez y tasas bajas generaron fuertes aumentos en el valor de las viviendas con importantes traspasos hacia el consumo). En el otro extremo, en Alemania el efecto de las bajas tasas sobre el mercado inmobiliario fue nulo (de hecho los precios cayeron durante la última década) y el consumo desfalleciente sigue siendo el mayor dolor de cabeza para la economía alemana.

Lo que más sorprende de la situación actual es que las tasas de interés de largo plazo (a 10 años) en EE.UU. están por debajo de las observadas al inicio del ciclo alcista que inició la Reserva Federal en junio 2004, y durante el cual la tasa oficial aumentó desde 1% hasta 3,5% en la actualidad. No menos destacable es el caso europeo, donde las tasas a 10 años se sitúan un punto porcentual por debajo del promedio observado el año anterior, alcanzando niveles históricamente bajos.

...¿y la mala?: los desequilibrios no se corrigen

La cara más visible de los desequilibrios macroeconómicos globales sigue siendo el abultado déficit externo de EE.UU., que este año superará 6% del PIB (para el 2006 se espera un resultado similar). La pregunta de fondo es por qué el resto del mundo sigue financiando el exceso de gasto estadounidense y, ligado a lo anterior, por cuánto tiempo más lo va a seguir haciendo.

² De hecho, estudios recientes muestran que el efecto del auge en los precios de las viviendas sobre el consumo es mucho mayor que el aumento en el precio de otros activos como por ejemplo el de las acciones durante el boom accionario hace unos años atrás.

La explicación más convincente (pero también bastante sorprendente) es una elevada oferta de ahorro en la economía mundial proveniente principalmente desde países asiáticos y en forma creciente de los países exportadores de petróleo que muestran enormes superávits en cuenta corriente. Este fenómeno resulta sorprendente, puesto que normalmente se espera que el ahorro fluya desde países avanzados hacia los países emergentes y no al revés, debido a que en los últimos los retornos sobre el capital deberían ser mayores. Por eso hay que hacer una precisión al argumento anterior: el ahorro que muestran los países mencionados no sólo es relativamente alto en comparación con otros países o regiones, sino además es alto en relación a su inversión doméstica, por lo que exportan gran parte de lo que ahorran (reflejado en el superávit en Cuenta Corriente).

Hay varios intentos diferentes de explicar el por qué de tanto ahorro y relativamente poca inversión doméstica. Una explicación posible es el modelo de desarrollo que siguen muchos países asiáticos que se basa en las exportaciones, por lo que mantienen depreciadas sus monedas desincentivando el gasto interno. En este contexto, el reproche hacia los EE.UU. que su gasto excesivo es el "culpable" de los desequilibrios de la economía mundial, parece demasiado apurado ya que es condición necesaria para que estos países emergentes puedan seguir su estrategia de desarrollo económico. Otras explicaciones se basan en las malas experiencias con un exceso de inversión en Asia anterior a la Crisis Asiática y en el estado de desarrollo de los mercados financieros (falta de acceso al crédito) junto a una infraestructura social (en especial salud) que incentiva altas tasas de ahorro entre los consumidores. El ejemplo más destacable de este último argumento parece ser China. China combina un alto superávit externo con una tasa de inversión casi inimaginable de 45% del PIB, lo que significa que su ahorro tiene que ser incluso mayor a su muy alta inversión doméstica y de hecho alcanza 48%.

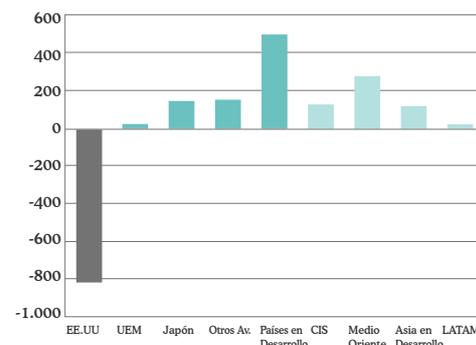
Más allá de las razones de la mayor oferta de ahorro mundial que está financiando el abultado déficit de los EE.UU. hay que preguntarse cómo van a evolucionar estos desequilibrios en el tiempo.

El excedente de ahorro de los países petroleros no va a desaparecer hasta que baje el precio del petróleo, y mientras la economía mundial siga creciendo a paso firme, tal como predice nuestro escenario base, el precio del petróleo no va a ceder bruscamente, por lo que los ingresos de los países exportadores del crudo tendrán que seguir "reciclándose" en los mercados de capitales mundiales.

Por otra parte, la acumulación de reservas en los países asiáticos no se va a detener bruscamente, salvo que se frenen las exportaciones por una caída en la demanda norteamericana, ya que los bancos centrales de esos países tienen demasiadas reservas invertidas en dólares, por lo que están presos por sus decisiones pasadas y casi obligados a subir la apuesta para evitar pérdidas adicionales (¿suena conocido esto?). Estos desequilibrios deberían moderarse paulatinamente en la medida que i) en los países asiáticos aumente lentamente el gasto interno acompañado de cuidadosas revaluaciones de sus monedas (los recientes pasos de las autoridades chinas apuntan en esta dirección) y ii) se realicen reformas estructurales en el sector financiero y en la infraestructura social (en especial en China) que reduzcan la propensión a ahorrar por razones precautorias.

Está también la esperanza que en otros bloques económicos grandes como la Unión Europea y Japón, la demanda interna recobre fuerza contribuyendo más al gasto mundial. Si bien hay algunas luces de esperanza en el caso de Japón, en Europa todavía no se ve luz en el túnel.

Balances globales en cuenta corriente en 2006



Fuente: FMI

Parte del ajuste debería pasar por un aumento en las tasas de interés en EE.UU., proceso que ya ha comenzado: las rentabilidades a 10 años han alcanzado un 4,5% y podrían terminar el año 2006 cerca de 5%. En resumen, hay coincidencia en que los desequilibrios actuales no serán sostenibles eternamente, pero no son causa de preocupaciones agudas en el corto plazo, mientras se mantenga el crecimiento económico mundial. Si bien hay incertidumbre, mientras nadie pierda los nervios está en el interés de todos los actores mantener sus conductas actuales, confiando en que estos desequilibrios se reducirán en forma paulatina.

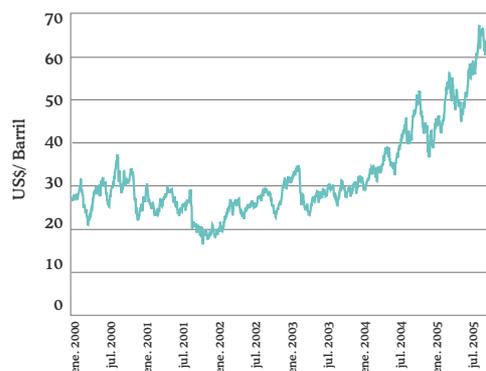
Riesgos geopolíticos recargados: Interrupción en suministro de petróleo parece la mayor amenaza

En el corto plazo, los mayores riesgos provienen de la evolución de los precios de los bienes energéticos. El primero que hay que mencionar es la limitada capacidad mundial de extracción y refinación de petróleo, que ha quedado en evidencia una vez más con los huracanes Katrina y Rita. La combinación de un invierno crudo con daños más permanentes a la capacidad de refinación podría producir fallas de abastecimiento en combustible de calefacción en el entrante invierno del hemisferio norte. Existen temores que eso podría disparar el costo que pagan los consumidores por concepto de calefacción con las consecuentes efectos sobre su poder de compra y sus repercusiones sobre la confianza y el consumo. Por ahora creemos que los avances en la reconstrucción de a producción de los productos derivados del petróleo y del gas natural avanzan suficientemente rápido para evitar este escenario. Sin embargo recientes llamados del propio presidente Bush para ahorrar combustible muestran que la inquietud existe entre las autoridades de ese país.

El segundo riesgo, y la amenaza más seria para la economía mundial, sería un shock de oferta más duradero en el mercado petrolero³. Ella se asocia más bien con crisis de origen geopolítico. Candidatos para ello no faltan: desarrollo de capacidad nuclear en Irán, fragilidad de los lazos occidentales del nuevo gobierno en Arabia Saudita, terrorismo en el mundo árabe, conflictos internos en Rusia por el manejo de los recursos petroleros, inestabilidad en Nigeria y otros productores africanos, etc. Un evento que saque del mercado por un tiempo 3 o 4 millones de barriles diarios (Irán) haría explotar los precios bastante por encima del rango actual (90 dólares hacia arriba) con efectos recesivos sobre la economía mundial. La caída de demanda asociada a una recesión posiblemente tardaría en reducir los precios, mientras se mantenga el déficit de abastecimiento que causa la crisis.

El aumento desmedido en los precios de petróleo afectaría la confianza y el poder de compras de los consumidores, especialmente en los EE. UU., arrastrando hacia la baja la demanda interna y ocasionando caídas en precios de activos como la vivienda, aumentando aún más el problema. En este caso las tasas de interés que inicialmente habrían aumentado para frenar las expectativas de inflación, podrían empezar a bajar antes de que finalice 2006. Una complicación adicional en el escenario extremo es que el estímulo monetario con el cual la FED intentaría frenar una recesión siempre chocaría con el problema inicial de una falta de oferta de petróleo para darle "energía" a un crecimiento renovado. En todo caso, no le damos una probabilidad alta (15%) a este escenario extremo con una recesión mundial ligada a la explosión en los precios del petróleo, sin embargo existen estos riesgos y hay que estar atentos a ellos. En el escenario base (85% de probabilidad) cabe esperar una moderación de estos precios hacia niveles entre 40 y 50 dólares a fines de 2006.

Precio de petróleo Brent



Fuente: Reuters

³ A diferencia de los reiteradas shocks pequeños por actos de terrorismo, climáticos etc. que estamos viendo hasta ahora y que son más bien transitorios.

Entorno macroeconómico internacional y Chile:

Más allá del reclamo por el mayor precio de las gasolineras, Chile es un país que se beneficia mucho del actual entorno económico mundial. El precio del cobre que parece escalar sin límite, genera grandes flujos adicionales de ingreso que superan ampliamente los efectos negativos que causa el mayor precio del petróleo.

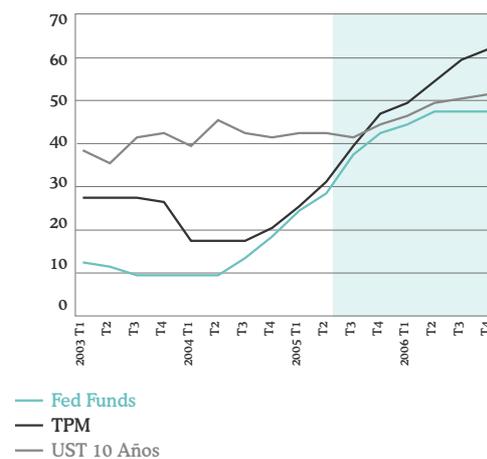
El mayor ingreso que Chile recibe por sus exportaciones, no solo de cobre, es uno de los impulsores de la demanda interna. Por otro lado, los ingresos adicionales han hecho posible que tanto el sector privado como el público mejoren su posición financiera para enfrentar tiempos menos holgados en el futuro. En combinación con las políticas del Banco Central e instituciones públicas, como el superávit estructural y el Fondo de Estabilización del Cobre (FEC), se logró además que, a pesar del superávit externo sin precedente, la economía mantuviera su competitividad. Con su política monetaria el Banco Central logró mantener bajo (incluso negativo) el diferencial de tasas de interés nacionales y externas, lo que desincentivó la entrada de gran cantidad de dólares privados al mercado cambiario chileno y gran parte del exceso de dólares se ahorró afuera. Un efecto parecido generan las instituciones públicas antes mencionadas, el superávit estructural y el FEC: el mayor ingreso (transitorio) que recibe el Estado por el altísimo precio del metal no se gasta sino se usa para ahorrarlo (o equivalentemente, para reducir pasivos en moneda extranjera) lo que no solo hará posible expandir (o mantener) el nivel de gasto durante períodos de "vacas flacas" sino además evita que estos ingresos presionen al mercado cambiario en Chile.

Ahora bien, cabe preguntarse cómo afectarán los distintos escenarios internacionales a la economía chilena. El escenario base de una desaceleración paulatina pero con un crecimiento todavía elevado de la economía mundial sería una situación óptima también para Chile. Los altos ingresos externos disminuirían de a poco, llevando la Cuenta Corriente a un déficit moderado y gradual, sin poner en peligro el crecimiento local.

El escenario alternativo, de alzas bruscas del precio del petróleo y caída de la confianza y del gasto, especialmente en Estados Unidos, sería perjudicial para Chile. Los precios del cobre y otros productos básicos sufrirán de inmediato las consecuencias de las expectativas de una menor demanda. También creemos que habrían efectos negativos sobre la confianza de consumidores y empresarios y una desaceleración de la demanda interna.

Una complicación adicional, por lo menos en un inicio, sería el control de la inflación asociado a la explosión inicial del precio del petróleo que impediría una rápida acción del Banco Central frente la desaceleración esperada.

TPM y Tasa FED y Proyecciones

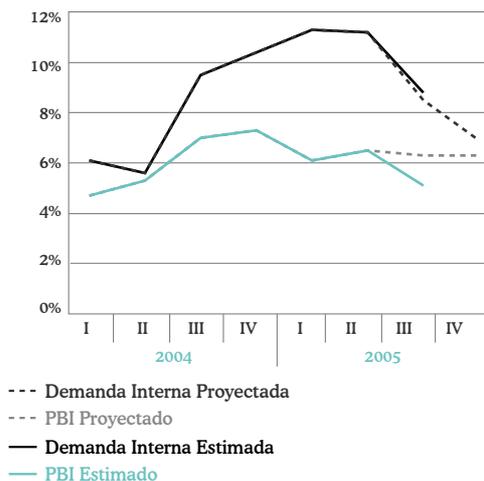


Fuente: Bancos Centrales países.

Joaquín Vial

Economista Jefe Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile

Evolución del PIB y la demanda interna (variación interanual)



Fuente: Banco Central de Chile y SE BBVA Chile.

2. Panorama Macroeconómico:

Tercer Trimestre: ¿Pausa o desaceleración?

Las cifras del tercer trimestre muestran que la economía se mantiene en una senda de sólido crecimiento, si bien algunas de ellas abren algunos interrogantes importantes para el desarrollo futuro del ciclo expansivo actual. Lo que es bastante claro es que la demanda interna sigue siendo el principal motor del crecimiento, lo que se refleja especialmente en las elevadas tasas de expansión de las importaciones y, en menor medida, en el continuado aumento del crédito bancario. Es importante destacar que este fuerte crecimiento de la demanda interna en 2005 T3, que en una estimación preliminar habría alcanzado una tasa interanual del orden de 9% respecto del mismo trimestre en 2004, se aproxima mucho a nuestra proyección revisada (8,5%). La evolución de los datos mensuales de comercio exterior sugiere que después de dos meses de altísimo crecimiento en julio y agosto, en septiembre se podría haber iniciado una desaceleración.

Al igual que en períodos anteriores, es el gasto en inversión el que está empujando este fuerte aumento de la demanda interna y, como es de esperar en un país que importa casi todos sus bienes de capital, ello se ha reflejado en un aumento de 58,5% de las importaciones de bienes de capital en el trimestre, respecto del mismo trimestre del año pasado. Esta cifra contrasta con un aumento mucho más moderado de las importaciones de bienes de consumo (14%), que sugiere que el crecimiento del consumo está ocurriendo con algún rezago respecto de la inversión.

Lo que ha sido un poco más sorprendente en el trimestre que acaba de terminar, es la fuerte desaceleración del crecimiento del PIB evidenciada en tasas de crecimiento del IMACEC bastante por debajo de las cifras de meses previos y también menores a nuestra proyección. Si bien al momento de cerrar esta edición aún no se contaba con las cifras de actividad de septiembre, todo hace suponer que el crecimiento interanual en dicho mes estaría por debajo de 5%, con lo que el crecimiento del PIB en el trimestre estaría en torno a 5%. Esto representa una desaceleración significativa respecto de trimestres previos y quedaría bastante por debajo de nuestra de proyección de crecimiento para el trimestre de 6,3%.

La pregunta de fondo que cabe plantearse en estas circunstancias es si estamos frente a una desaceleración genuina del crecimiento, posiblemente más rápida de lo previsto, o sólo se trata de una pausa. A favor de la segunda hipótesis juega el fuerte dinamismo de la demanda interna, el crecimiento de la inversión y la positiva evolución del empleo: todos estos elementos son síntomas de que las empresas planean seguir creciendo y que deberían encontrar un mercado local en expansión.

Si esta es la situación, ¿Por qué el PIB no ha crecido más en estos meses? Aquí la evidencia es más difícil de interpretar: por una parte hemos vivido un período de alta volatilidad en los precios del petróleo, que han llegado a los niveles más altos en mucho tiempo. Esto impacta en los costos de producción y de transporte y puede haber afectado decisiones de producción de corto plazo. La interrupción de la producción de la planta de Valdivia en Celulosa Arauco, sumada al efecto de los recortes de abastecimiento de gas en industrias como Methanex puede haber tenido un efecto en el margen, lo que también tendría un carácter transitorio. Sin embargo, una opción que no se puede descartar con los datos disponibles, es que en algunos sectores estén apareciendo restricciones de capacidad disponible antes de lo que estábamos anticipando. Esto es consistente con el aumento de la inversión y el empleo, y también con el aparente aumento en los márgenes de comercialización que se ha comenzado a observar en algunas actividades.

Nuestra impresión es que más que tratarse de una "barrera", lo que estaríamos presenciando serían los efectos de "fricciones" propias de un proceso de expansión bastante acelerado, después de un período largo en que la demanda interna tuvo un comportamiento pasivo. Si así fuese, estaríamos frente a un fenómeno de naturaleza transitoria, que se va a revertir en meses venideros, llevando a la economía a un crecimiento anual en torno a 6%.

Sin embargo, no se puede descartar que estemos frente a las primeras manifestaciones de un problema más serio de limitaciones de capacidad productiva y que en los meses que vienen se mantenga una brecha significativa entre el crecimiento de la demanda y el aumento del PIB. En nuestras proyecciones macroeconómicas estas dos variables comienzan a converger a fines de año lo que hasta el momento no parece estar ocurriendo. De persistir esta situación en los meses venideros, podría aparecer un riesgo significativo para el cumplimiento de las metas de inflación de las autoridades y, con ello, el peligro de un ajuste más fuerte que el previsto en la política monetaria. Este no es nuestro escenario principal hoy, pero ciertamente es uno digno de monitorear con cuidado en los meses venideros. Los principales síntomas de un escenario de este tipo serían un deterioro más rápido que lo anticipado en la balanza comercial "estructural" (es decir, aquella calculada con precios normales del cobre y del petróleo) y nuevas sorpresas por una inflación mensual mayor que la prevista. Cabe mencionar que una situación de este tipo debería tener también algunas implicancias importantes para la política fiscal, ya que sería evidencia de que la brecha entre el PIB observado y el de tendencia habría desaparecido antes de lo previsto, lo que obligaría a recalcular los "ingresos estructurales" del gobierno y hacer los ajustes correspondientes en el curso de la ejecución del presupuesto 2006, y también en los años venideros.

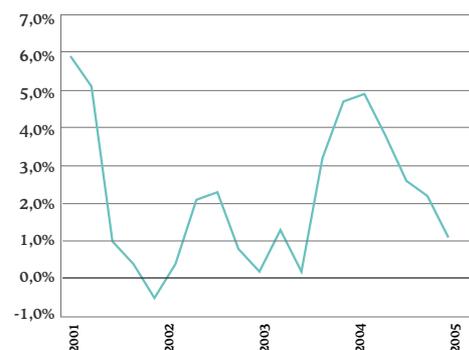
El empleo mantiene un fuerte dinamismo, pero no todo lo que brilla es oro

Donde no hay problemas de interpretación de la información es en lo relativo al aumento del empleo. Los datos muestran que éste sigue creciendo (4,4% en agosto) a un ritmo superior a la tendencia de largo plazo, tanto para el empleo asalariado (3,5% en el mismo mes) como para los trabajadores por cuenta propia (7,6%). Si bien la fuerza de trabajo sigue creciendo a un ritmo acelerado (3,3% promedio en lo que va del año 2005), gracias a los aumentos observados en las tasas de participación de las mujeres en el mercado laboral, ello no ha sido obstáculo para caídas muy significativas en las tasas de desocupación, desde 9,9% de la fuerza de trabajo en agosto de 2004 a 8,7% en el mismo mes del presente año.

La evolución del empleo por sectores de actividad muestra un fuerte crecimiento tanto en Servicios Personales y Comunales (4,8% enero-agosto) como en lo que corresponde a la actividad propiamente de origen privado no agrícola (4,2% en el mismo período). La agricultura ha vuelto a tasas de crecimiento negativo del empleo por algunos meses, lo que es consistente con la tendencia de largo plazo a la disminución del empleo en este sector que muestra una productividad media significativamente inferior a la del resto de la economía.

En relación a esta última variable, llama la atención que después de un crecimiento muy sólido de la productividad media por trabajador en 2004, ella a comenzado a desacelerar significativamente en el curso de 2005, especialmente en el tercer trimestre, si es que se materializa nuestra proyección de crecimiento de 5% para éste último período. Si bien esta evolución es la que se podría considerar normal para este período del ciclo económico, llama la atención lo pronunciado de la desaceleración. Es posible que una estadística que dé cuenta de la evolución del PIB en relación con las horas efectivamente trabajadas

Evolución de la Productividad por trabajador (variación interanual)

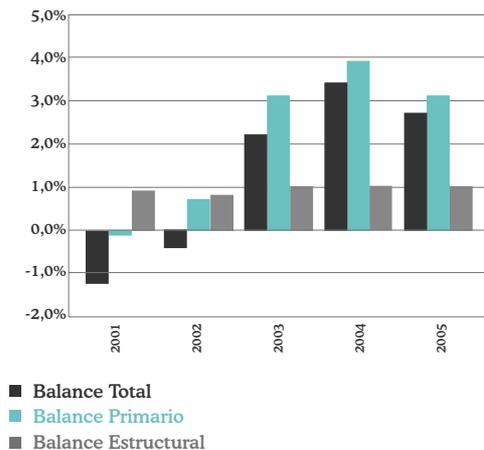


Fuente: Banco Central de Chile y SE BBVA Chile.

no muestre esta misma tendencia como consecuencia del ajuste en la jornada de trabajo que resultó del cambio en la legislación laboral. En todo caso, ella ha coincidido con algunos meses en que ha aumentado mucho el empleo por cuenta propia y en el sector de servicios comunales, sociales y personales (7,1% promedio en julio y agosto), sectores en los que posiblemente dicho efecto ha sido menor. Estas cifras podrían estar influenciadas por los planes de empleo gubernamental, aunque las cifras disponibles sugieren que su impacto en el aumento adicional de empleo es marginal.

La evolución de esta variable debe ser monitoreada cuidadosamente, ya que ella puede tener una incidencia muy importante sobre la inflación, en un contexto en que los salarios están subiendo y se ha reducido la jornada laboral desde 48 a 44 horas semanales por un cambio legal. Si como ocurre en la mayoría de las actividades en el corto plazo, los salarios están fijados para cada trabajador con independencia de las horas trabajadas, existe un riesgo no despreciable de que los costos unitarios aumenten significativamente si el menor número de horas trabajadas no es compensado con una mayor productividad. Una comparación simple del crecimiento de la productividad antes y después del cambio de jornada no es un indicador relevante, ya que dicho cambio se conoció con mucha anticipación y las empresas pueden haber introducido ajustes antes de la entrada en vigencia de la norma en enero recién pasado. Por otra parte, las tendencias subyacentes están inmersas en variables cuya evolución está muy influenciada por el ciclo. Sin embargo, las sorpresas observadas hasta ahora en el tema de la inflación podrían ser consistentes con un aumento de los costos de la mano de obra derivados de reducciones de la jornada laboral justo en momentos en que estaba creciendo muy fuerte la demanda por trabajo como producto de la expansión de la demanda interna.

Balances presupuestario del Gobierno Central
(porcentajes del PIB)



Fuente: DIPRES, Banco Central de Chile y SE BBVA Chile.

La política fiscal y sus perspectivas para 2006 y más adelante

Al cierre de la presente edición el Congreso había completado la fase inicial del trámite del Presupuesto fiscal 2006, faltando sólo la aprobación por las respectivas salas de la Cámara de Diputados y del Senado. Por el tenor del debate hasta el momento, parece poco probable que ocurran sorpresas y el presupuesto finalmente aprobado será muy similar al proyecto original del Ejecutivo. Dicho proyecto de presupuesto se basa en supuestos que son prácticamente idénticos a los de nuestra proyección macroeconómica para 2006 y contempla mantener un superávit fiscal estructural de 1% del PIB. Bajo este escenario, el superávit devengado del Gobierno Central Presupuestario pasa de 3,4% del PIB en 2005 a 2,3% del PIB en 2006, siendo este resultado equivalente a 1% de superávit estructural en ambos casos.

En el cálculo del Balance Estructural de 2006 se ha introducido una corrección importante, ya que se ha extendido el ajuste por desviaciones del precio del cobre respecto de su tendencia a los ingresos del cobre provenientes de la tributación a la minería privada⁴. Con ello se ha dado un paso importante para perfeccionar la regla fiscal, quedando aún sin embargo algunas tareas pendientes que podrían ser abordadas en el próximo período de gobierno. Entre ellas cabe mencionar las siguientes:

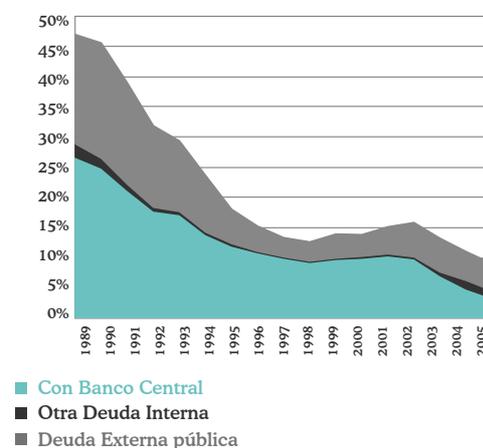
- a. Extender la corrección del precio del cobre a los del molibdeno: este es un mineral que CODELCO extrae conjuntamente con el cobre en algunos de sus yacimientos y su importancia en los ingresos de la empresa habían sido menores. Sin embargo, con el aumento del precio experimentado en el último año, que todos los especialistas coinciden en que es transitorio, ha ganado importancia y hoy aparece computado como un ingreso "estructural" del Fisco.

⁴ Véase M. Marcel: Informe de las Finanzas Públicas. Septiembre 2005 para mayores antecedentes referidos a la justificación y metodología empleada para esta corrección. Documento disponible en www.dipres.cl

- b.** Ajustar el tamaño del balance estructural: si bien todos los candidatos presidenciales han coincidido en la conveniencia en articular su política fiscal macroeconómica en torno al logro de una meta de balance estructural, han surgido propuestas para moverse gradualmente de un superávit de 1% del PIB a una meta de balance igual a 0. Una propuesta de este tipo tiene méritos si se considera que la deuda bruta del Gobierno Central ha caído a sólo 8,9% del PIB, si bien habría que ser muy cuidadoso con la oportunidad en que se aplique este ajuste, debido a su impacto macroeconómico. El año 2006, con un panorama inflacionario delicado, no parece ser la oportunidad para realizar el cambio.
- c.** Incorporar elementos contracíclicos acotados en la regla: Este es un tema que se ha esbozado en la discusión en los últimos años, sin que se hayan avanzado propuestas concretas, en parte porque no parecía conveniente introducir cambios a la regla cuando todavía no había experiencia suficiente con ella, ni tenía la credibilidad de la que goza actualmente. Parece bastante evidente que la regla actual es fundamentalmente neutral, en circunstancias que en una economía como la chilena habría espacios para hacer una política fiscal contracíclica más activa, aunque dentro de márgenes acotados. Posiblemente esto pasa por cambiar el horizonte de la meta, de manera similar a como ha hecho el Banco Central, que pasó de una meta de inflación estrictamente anual, a una con un "horizonte" de dos años. Dado que el balance fiscal es a la vez una meta y un instrumento de política, es muy posible que sea necesario introducir mayor flexibilidad en el plazo, alguna vinculación explícita con el ciclo, y mecanismos de validación externos a las autoridades de gobierno, de manera de limitar los efectos de la inconsistencia intertemporal. En todo caso, y dada la situación macroeconómica general que se enfrenta en 2006, especialmente si persiste una inflación elevada en un contexto de rápida expansión de la demanda interna, la flexibilización de la norma para hacerla más contracíclica implicaría rebajar los gastos que contempla el proyecto de presupuestos 2006.

En una perspectiva de más largo plazo, la evolución de la política fiscal va a estar muy ligada a las decisiones y prioridades del nuevo gobierno que asumirá en marzo de 2006. Si bien los tres candidatos principales han dado un respaldo explícito a la aplicación de una regla basada en el Balance Estructural, no se ha zanjado el tema de si dicho balance será positivo en todos los años e igual a 1, como durante el período que termina, o menor que eso. En todo caso, no percibimos que esto sea una fuente de problemas para la marcha de la economía chilena en los años venideros. Esto deja como tema central el tamaño del Estado, o, en otras palabras, definir si las iniciativas de los candidatos que implican mayores gastos públicos se pueden financiar con la actual carga tributaria (17% PIB aproximadamente) o se requerirá de aumentos de impuestos. Los candidatos han sido algo más vagos en estas materias y Michelle Bachelet, la candidata de la Concertación, ha dejado abierta la puerta para proponer alzas de impuestos en la eventualidad que su programa no pueda ser financiado con los recursos disponibles. En este contexto es interesante mencionar que de acuerdo a la Proyección Financiera de mediano plazo presentada por el Director de Presupuestos (Marcel, Op. Cit.) en el marco de la discusión de la Ley de Presupuestos 2006, se estima que en 2008 y 2009 habría holguras del orden de US \$ 1000 - 1400 millones al año, para financiar nuevas iniciativas. Si a ello se agregara la reducción del superávit estructural de 1% para llevarlo a equilibrio, ello permitiría contar con recursos del orden de los US \$ 2000 - 2500 millones al año, cifra que coincide aproximadamente con el costo estimado de las propuestas de Michelle Bachelet, excluyendo los gastos asociados a una eventual reforma al sistema provisional. En este último plano no hay propuestas concretas aún, pero se ha adelantado que habría un reforzamiento del componente solidario que se expresa en las pensiones asistenciales y en la garantía estatal de pensión mínima, lo que podría tener un impacto fiscal significativo, aunque no necesariamente inmediato.

Deuda pública bruta 1989 - 2005
(porcentajes del PIB)



Fuente: DIPRES.

Francisca Lira

Economista Senior Servicio de Estudios Económicos BBVA Chile.

Evolución de la inflación y proyecciones (variación interanual)



Fuente: INE y SE BBVA Chile.

3. Panorama Financiero

Inflación al alza: ¿Una señal de alarma?

Desde mediados de año se comenzaron a notar los primeros signos de aceleración en la inflación, luego de los niveles anormalmente bajos alcanzados a comienzos de 2004, y a estas alturas la gran mayoría de los agentes ha incorporado una proyección de inflación total superando el 4% al cierre de 2005. El mismo Banco Central, en su Informe de Política Monetaria de septiembre elevó significativamente sus proyecciones para el cierre de este año y comienzos del próximo. Lo anterior basado en la corrección al alza de los precios del petróleo y un cierre más rápido de holguras que el que se proyectaba inicialmente.

Una vez publicado dicho informe a comienzos de septiembre, las perspectivas de inflación y de tasas de los agentes terminaron de ajustarse al alza. Lo anterior se vio exacerbado por las abruptas alzas en el precio del petróleo, ocasionadas por la destrucción y paralización de faenas que generó el huracán Katrina en EE.UU.

Esta escalada en el precio del petróleo recién descrito, sumado a las fuertes subidas en alimentos perecibles, terminó por reflejarse en una inflación mensual de 1,0% en septiembre, acumulando un 3,9% en doce meses, casi tocando el techo de la banda. Mientras tanto, la inflación subyacente (que excluye precios de combustibles y perecibles) continuó presentando registros mensuales algo por sobre el centro de la meta haciendo subir la trayectoria hasta 2,7%. Paralelamente, la inflación subyacente más depurada (denominada IPC X1 y que excluye adicionalmente tarifas reguladas y otros gastos indexados) comenzó a sobrepasar el piso de la banda recién a partir de agosto y al cierre de septiembre alcanzaba recién un 2,3%.

Los altos registros inflacionarios ocurridos en el segundo y tercer trimestre del año, que en la mayoría de los casos estuvieron por sobre las expectativas, dan una base sólida para proyectar una trayectoria creciente en los próximos seis meses, ya que sólo entre los meses de marzo y septiembre se acumula una subida de 4,2% y en los tres meses previos a marzo hubo inflaciones mensuales negativas. Así es como aún si la inflación fuera nula en los próximos seis meses, la trayectoria total superaría de todas maneras el techo de la banda en 2006 T1.

Nuestro pronóstico apunta a una inflación superando el techo de la banda entre diciembre de 2005 y mayo de 2006, llegando a un máximo de 5,1% en febrero. Esto considerando que nuestros registros inflacionarios previstos para los próximos seis meses no superan en promedio el centro del rango meta. Por lo pronto, para octubre nuestra expectativa es de una inflación mensual de 0,3% a 0,4% y es muy probable que en noviembre se concrete una inflación negativa, a causa de las caídas en los precios de combustibles de las últimas semanas. Con esto, la trayectoria promedio prevista para los próximos seis meses supera en 220 p.b. lo registrado a igual fecha del año anterior, lo que es consistente con una tasa oficial más alta, al menos en una magnitud equivalente. A febrero de 2005, la TPM alcanzaba a 2,75%, y según se detalla más adelante, estamos esperando que a febrero de 2006 alcance a 5,0%.

Ante esta circunstancia, e independiente de la discusión de qué tan alta será la inflación en 2006 T1, surge la pregunta de fondo de cuáles son las causas que han ocasionado este fenómeno y si se deben considerar de carácter transitorio o de mayor permanencia en el tiempo.

Aceleración de la inflación: ¿cuáles son las causas?

Si bien, una buena parte de la elevada inflación mensual de los últimos meses se explica por movimientos al alza de los componentes volátiles, las mediciones subyacentes no han quedado fuera de este fenómeno

lo que podría ser una señal de que la inflación alta podría mantenerse en el futuro.

Llama especialmente la atención, a diferencia de lo que ocurrió a fines de 2003, que no se haya registrado un traslado de la apreciación cambiaria que tuvo lugar en los meses de agosto y septiembre hacia una menor inflación subyacente. Sino por el contrario, en esos meses continuó la aceleración de los componentes transables subyacentes: Alimentos con Elaboración y Bienes Industriales.

La sostenida fortaleza de la demanda interna habría permitido estas alzas de precios, cuya contraparte estaría tanto en el aumento en los costos de producción como en un incremento efectivo en los márgenes de comercialización de importadores y productores locales. Tal como se explica en la sección de Panorama Macroeconómico, los factores de oferta están siendo ocasionados porque la brecha entre el producto potencial y efectivo se está cerrando con mayor rapidez que la prevista.

- Por el lado del factor trabajo, una hipótesis es que el PIB potencial se haya visto negativamente afectado por la menor disponibilidad de horas trabajadas que se habría generado tras la puesta en marcha de la nueva ley laboral en enero. Hasta la fecha no se dispone de estadísticas respecto de horas trabajadas, y no es descartable la posibilidad de que aún con el fuerte crecimiento de personas ocupadas, el número de horas efectivas trabajadas no este creciendo en la magnitud que se requiere para sostener un PIB potencial elevado.
- Por el lado del Capital, existen algunos indicios de que la capacidad estaría llegando a tope, tales como la desaceleración del crecimiento económico del tercer trimestre (a la que se hace referencia en detalle en la parte macro) y el incremento en los precios. Además el fuerte crecimiento que han venido y siguen experimentando las importaciones de bienes de capital sería una señal de que la inversión continúa creciendo como una respuesta a las limitaciones que pudiera otorgar la capacidad productiva.

El fuerte crecimiento que está experimentando el empleo y la inversión son señales de que estas presiones de costos corresponderían a fricciones propias de un ajuste hacia una mayor capacidad productiva, con lo que los ajustes recién descritos serían de corta duración.

En un escenario alternativo, en que efectivamente exista un problema más serio de limitaciones de capacidad productiva, podría aparecer un mayor riesgo inflacionario en la medida que la demanda interna siga creciendo con fuerza.

En todo caso, en cualquiera de los dos escenarios no se proyectan grandes diferencias en el panorama inflacionario para los próximos meses y es prácticamente seguro que la inflación superará el techo del rango meta en el primer trimestre de 2006 con altas probabilidades de que supere el 5,0% en alguno de los meses del primer trimestre. Tal como se observa en el gráfico de la página anterior, en un escenario base esperamos que la inflación baje del techo del rango meta a partir de mediados del segundo trimestre de 2006, para cerrar el año con niveles levemente superiores a 3%, que se mantendrían en 2007. El momento en que esto ocurrirá es especialmente delicado, pues coincide con el cambio de gobierno. En este sentido es especialmente importante que el Banco Central entregue señales claras y tranquilizadoras respecto del tema, lo que es consistente con un alza de tasas en las próximas reuniones. Asimismo, el mismo gobierno entrante, ya sea salga electo en diciembre o enero (dependiendo de si hay segunda vuelta) manifieste su compromiso y confianza en el cumplimiento de las metas inflacionarias.

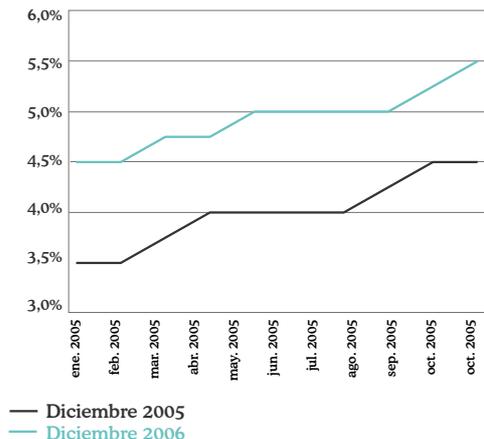
Evolución del empleo e importaciones de bienes de capital (variación interanual)



— Imp. de Capital móvil 6 Meses (eje izquierdo)
— Empleo. Promedio Móvil 6 meses (eje derecho)

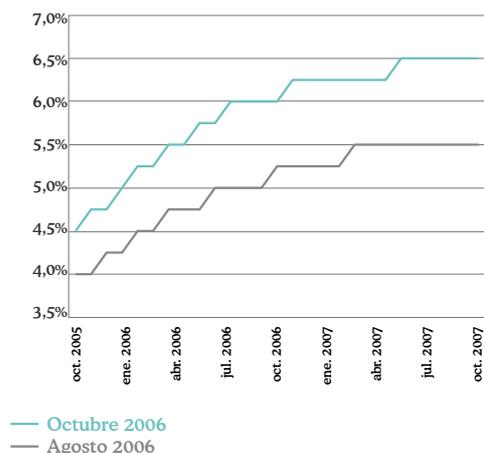
Fuente: INE y SE BBVA Chile.

Evolución de proyecciones de tasas según encuesta de Banco Central (variación interanual)



Fuente: Banco Central de Chile.

Evolución de proyecciones de tasas según mercados Forward (variación interanual)



Fuente: Gerencia de Inversiones de AFP Provida.

En la senda de una tasa de interés neutral

A partir de mediados de año, el Banco Central comenzó a restringir el impulso monetario con mayor intensidad aplicando alzas sucesivas de tasas de 25 p.b a partir del mes de julio, lo que se ha traducido en un aumento de 100 p.b. entre junio y octubre de 2005 (desde 3,25% en junio hasta 4,25% en octubre). Si se considera que la trayectoria inflacionaria se ha acelerado desde 2,7% a mayo de 2005 hasta 3,9% a septiembre, los movimientos anteriores escasamente habrían alcanzado a equiparar la tasa real.

La aceleración de las perspectivas de inflación sumada a la persistencia de una brecha importante entre PIB y gasto, se han traducido en que las expectativas de alzas de tasas se hayan ajustado al alza en los últimos meses.

- La encuesta de expectativas económicas realizada por el Banco Central de Chile a los agentes económicos muestra que la expectativas futuras han sido corregidas al alza en lo que va del año centrándose en una proyección de 4,5% a diciembre de 2005 y de 5,5% a diciembre de 2006. En el gráfico se muestra que a mediados de año la expectativa para diciembre era de una TPM de 4,0%, que ya fue superada en la reunión de octubre (cuando la tasa fue subida desde 4,0% hasta 4,25%).
- Los mercados se han ajustado aún más rápidamente que los agentes y actualmente están descontando una tasa de 4,75% al cierre de 2005 (frente al 4,25% que esperaban hace dos meses atrás) y de 6,25% al cierre de 2006 (versus una expectativa previa de 5,5%).
- Nuestras expectativas, que fueron ajustadas muy marginalmente al alza, coinciden con las de mercado, esperando alzas adicionales de 50 p.b. en 2005 y de 125 p.b. en 2006.

A este respecto, vale la pena mencionar que en el IPoM de septiembre el Banco Central eliminó la palabra gradual al referirse a los ajustes en el impulso monetario desde esa fecha en adelante. En dicho informe señala que para las proyecciones de inflación "se consideró como supuesto de trabajo una trayectoria de tasas de interés que tiene asociado un impulso monetario que declina en los próximos años" en circunstancias que en informes anteriores había señalado "que declina gradualmente en los próximos años". Asimismo en la ronda de presentaciones de su IPoM de septiembre, el Banco Central, mencionó informalmente que la tasa esperada por los mercados para 2006, estaba desalineada con lo que debiera ser una tasa neutral de Largo Plazo.

Si el escenario de un sobrecalentamiento de la economía, que consideramos menos probable llegara a tomar más importancia, el Banco Central se vería forzado a actuar con más agresividad. Estimamos que en ese contexto, las alzas de tasas tomarían real impulso desde el segundo trimestre del año 2006, para alcanzar a diciembre una tasa de 8%.

¿Subirán por fin las tasas de Largo Plazo?

La aceleración de la inflación, las subidas en la TPM recién descritas y las perspectivas de nuevas alzas, se han evidenciado en incrementos de todo el resto de las categorías de tasas -tanto reales como nominales- a partir de fines de tercer trimestre. En el gráfico se muestran las tasas TAB a un año en UF y moneda local y de Pagarés Reajustables emitidos por el Banco Central a ocho años plazo (PRC 8). Ahí se observa que el alza de las tasas largas en UF ha sido más pronunciada que para otras tasas, y se espera se revierta en los próximos meses. De hecho, la tasa PRC 8 se encontraba en 3,1% al 21 de octubre, lo que representa un incremento de 120 p.b. en el período de un mes, que es más que

proporcional a las subidas de otras tasas en Chile y a la tasa equivalente en EE.UU., que ha mostrado subidas más que moderadas. Considerando los factores recién descritos, las subidas experimentadas en el último mes debieran explicarse por factores puntuales de mercado, tales como un incremento momentáneo de oferta acompañado de una disminución en la demanda, ambos considerados transitorios, con lo que las tasas largas debieran retomar la tendencia que tenían antes de esta subida.

Es por este motivo que, no obstante los aumentos previstos en la TPM, esperamos que la rentabilidad de los papeles de mediano plazo (PRC 8) se mantenga bastante acotada en lo que resta de 2005 y muestre una subida no mayor a los 80 p.b. durante el año 2006. En el evento que la subida de la tasa oficial deba ser más abrupta por un sobrecalentamiento de la economía, el efecto al alza sobre las tasas de mediano plazo sería moderado, considerando la correlación que éstas presentan con las tasas internacionales.

Tipo de cambio sigue siendo competitivo

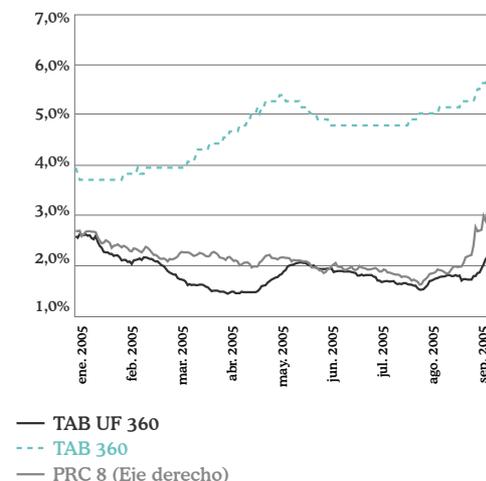
Durante los últimos tres meses la moneda ha experimentado una apreciación cercana al 6%, habiendo pasado desde un Tipo de Cambio Nominal de 586 pesos por dólar a comienzos de julio hasta 526 a comienzos de octubre con un posterior ajuste al alza hasta los niveles actuales.

Esta apreciación habría sido impulsada por mayores flujos de fondos hacia Chile en el proceso de búsqueda de rentabilidades, toda vez que el proceso de ajuste monetario ha sido de mayor intensidad en Chile que en EE.UU. en los últimos meses, y se espera que lo anterior continúe a futuro, con lo que no sería de extrañar que la moneda se continúe apreciando en los próximos meses.

La apreciación de la moneda local responde a un fenómeno global de depreciación del dólar norteamericano respecto de otras monedas. Este hecho suaviza los efectos, que para el sector exportador o importador, podrían tener movimientos de la moneda, toda vez que el flujo de comercio con Estados Unidos es sólo una fracción del total y el resto se lleva a cabo con países cuyas monedas han seguido una trayectoria similar a la nuestra.

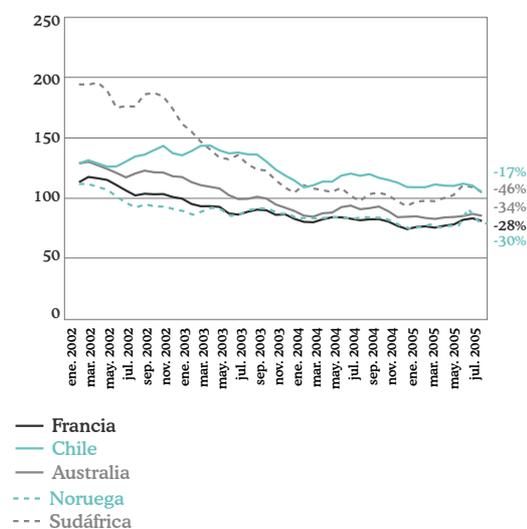
Además la apreciación de la moneda también está ocurriendo en países competidores nuestros en cuanto a mercados de exportaciones, tales como Australia, Nueva Zelandia y Noruega, lo que otorga mayor flexibilidad al momento de la fijación de precios de venta. Tal como se observa en el gráfico adjunto, del conjunto de competidores, Chile muestra el menor grado de apreciación real de la moneda en el período considerado para el análisis.

Evolución de tasas reales y nominales a distintos plazos



Fuente: Bloomberg.

Evolución de tipo de cambio real de países exportadores (base 2002=100)

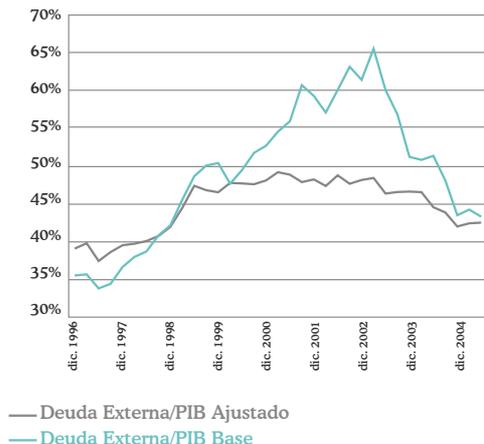


Fuente: Bancos centrales de los respectivos países.

Francisca Lira

Economista Senior Servicio de Estudios Económicos
BBVA Chile.

Evolución deuda externa como porcentaje del PIB



Fuente: Banco Central de Chile y SE BBVA Chile.

Evolución deuda externa como porcentaje de las exportaciones



Fuente: Banco Central de Chile y SE BBVA Chile.

4. Estudio Especial: ¿Es alta la deuda externa chilena?

El nivel de deuda externa en Chile, ha sido citado por las agencias clasificadoras de riesgo como una de las restricciones para subir la clasificación de riesgo soberano por sobre el nivel actual, considerando entre otras cosas que nuestro país presenta una proporción de deuda a PIB superior a la de otros países con igual clasificación. Tanto Standard & Poor's como Fitch Ibcá subieron el rating de la deuda chilena hasta la categoría A (en enero de 2004 y marzo 2005 respectivamente), ambos dos escalones por arriba del equivalente a la clasificación actual de Moody's, que solamente cambió el outlook de estable hasta positivo en febrero de 2005, aludiendo al tema de la deuda externa.

En esta sección se pretende indagar la justificación de dicha percepción respecto de la vulnerabilidad de la deuda externa chilena. Para lo anterior se estudia la evolución de la deuda externa y su composición, en relación a los activos externos de Chile y en comparación con otras economías.

Deuda y activos externos de Chile: una compasión internacional

En agosto de 2005, la deuda externa chilena alcanzó a los 44.616 millones de dólares, lo que representa un 46% del PIB. A pesar de las excelentes condiciones de financiamiento con tasas de interés y spread de riesgo soberano, que todavía se encuentran en niveles históricamente bajos, el crecimiento en el endeudamiento externo se desaceleró de manera importante en el último año. A ello contribuyó sin duda el fuerte aumento en la liquidez derivada de las mejoras en los términos de intercambio.

Solvencia de la deuda externa en Chile

El moderado crecimiento de la deuda externa recién descrita se conjugó favorablemente con una notable aceleración en el crecimiento del PIB, lo que en conjunto con la apreciación cambiaria de los últimos años se ha traducido en una caída no despreciable del cociente de deuda externa a PIB. En efecto, este indicador ha descendido desde su nivel máximo de 66% en el primer trimestre de 2003 hasta 43% al cierre del primer semestre de 2005. Algo similar ha ocurrido con el cociente entre deuda externa a exportaciones, que habiendo pasado por un máximo superior a 2,0 veces en 2002, actualmente se encuentra en 1,3 veces. Esta mejora se explica en buena medida por el crecimiento de las exportaciones atribuible al mayor precio de materias primas, en particular del cobre, que de todas maneras también refleja una mejora en la solvencia, toda vez que buena parte de la deuda externa está radicada en sectores exportadores de materias primas, tales como el sector minero e industrial.

De cualquier forma, e intentando aislar parte de los efectos cíclicos generados por los movimientos cambiarios y de precios de materias primas, se procedió a calcular dichos indicadores depurados, para lo que se utilizó un tipo de cambio de largo plazo (dólar acuerdo) y el precio del cobre de equilibrio de largo plazo de 93 centavos de dólar por libra. En los gráficos respectivos se muestra que, aún bajo esta medición más estricta, se observa una evolución favorable en ambos indicadores de solvencia. En efecto, y luego de permanecer estable entre 1999 y 2003, a partir del año 2004 destaca una disminución del indicador de Deuda Externa a Exportaciones desde niveles de 2 hasta 1,5 veces. Un comportamiento similar, exhibió el indicador de Deuda Externa a PIB, que tras haber permanecido estancado en cerca de 47% desde 1999, comienza a descender lentamente a partir de mediados de 2003 hasta alcanzar en la actualidad un nivel ajustado de 43%.

En una comparación internacional de estos indicadores, se obtiene que Chile está algo por encima de países con clasificaciones de riesgo

soberano similar (de acuerdo a la agencia de riesgos Moody's). En el gráfico adjunto se muestra el indicador de Deuda Externa a PIB de 2003 para ocho países comparables a Chile y que van hasta dos escalones por debajo de la nota Baa1 de Chile (hasta Baa3 como Croacia) hasta tres escalones por encima (hasta A1 como Hungría). En efecto, del grupo de países considerados, sólo superaban a nuestro país Croacia y Estonia, ambos países con clasificaciones de riesgo situadas en los extremos considerados para el gráfico.

En este punto vale la pena señalar que no resulta fácil una comparación internacional más amplia, pues no se dispone de antecedentes de deuda externa total para países desarrollados, sino solamente de deuda del sector público. De acuerdo a cálculos realizados en un estudio sobre Chile realizado por el FMI⁵, las economías industrializadas tendrían niveles de deuda externa que en promedio superaría el PIB, llegando a un cociente promedio de casi 110%.

Deuda Externa muestra importantes fortalezas en lo relacionado a capacidad de pago

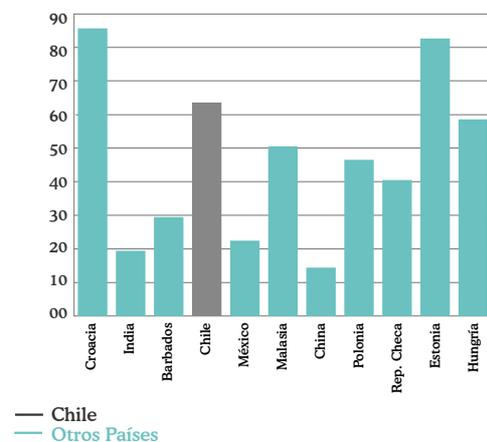
La composición, plazo y otras características de la deuda externa chilena, que a continuación se detallan, constituyen una importante fortaleza a la hora de evaluar la capacidad de pago de ésta. Además, la alta internacionalización del país, que se ha reflejado en un creciente stock de inversiones chilenas en el exterior, materializadas principalmente a través de inversión extranjera directa hacia fuera del país e inversión de cartera a través de los fondos de pensiones. Ambas categorías de activos, a los que se agregan otros de menor envergadura, se suman al elevado nivel de reservas internacionales. A continuación se detalla cada una de las fortalezas recién señaladas, realizando una comparación internacional en la medida que se dispone de información para ello.

1) La deuda externa chilena está radicada en el sector privado

A agosto de 2005 la participación en la deuda externa total según sectores corresponde en un 66% a sociedades no financieras (sector privado), mientras el sector público y bancos explican el 10% y 15% del total respectivamente, quedando el 9% restante para los préstamos interempresas.

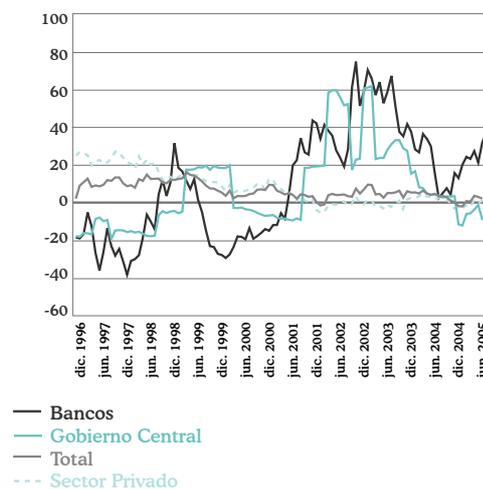
En los últimos doce meses terminados en agosto, la deuda externa medida en dólares registró un crecimiento de apenas 3,5%, que se explica casi exclusivamente por los créditos tomados por los bancos en el exterior, consistentes principalmente en colocaciones de bonos de largo plazo, utilizados para financiar la mayor actividad crediticia local. En tanto, la deuda del Gobierno Central ha disminuido un 8% en el último año, alcanzando a agosto los 4.324 millones de dólares (hasta 4,5% del PIB), lo que se ha logrado gracias a prepago de deuda con el excedente de fondos fiscales. Por otra parte, el endeudamiento externo del sector privado no financiero se incrementó en apenas 2,5% en el período considerado, también explicable por el elevado nivel de prepagos impulsado por las ganancias de términos de intercambio y los bajos niveles de tasas de interés. En todo caso, la deuda financiera total contraída por las grandes empresas ha aumentado en el último año, tanto así que el endeudamiento agregado de las corporaciones subió hasta 99% del patrimonio a junio de 2005 (lo que se compara con un 95% de hace un año atrás). Esto se explica porque además de la reinversión de utilidades, los planes de inversión de las compañías debieron ser cubiertos con mayor deuda que habría provenido principalmente de la banca local y de emisión de títulos, también en el mercado local.

Comparación internacional: Deuda externa a PIB para países con similar clasificación



Fuente: Banco Mundial y Moody's.

Evolución de la deuda externa según deudor (variación interanual)



Fuente: Banco Central de Chile.

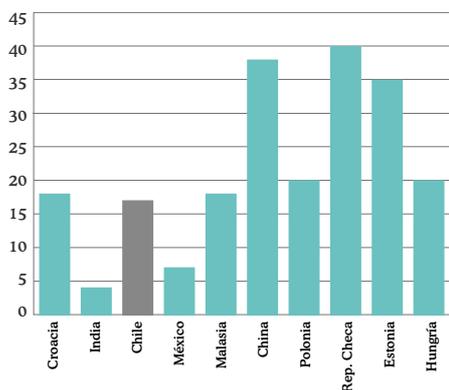
⁵ IMF Country Report No 05/316. Septiembre 2005.

Composición de deuda externa chilena (millones de dólares)

	dic-04		ago-05	
Gobierno General	4.720	11%	4.324	10%
Bancos	6.286	15%	6.680	15%
Préstamos entre Empresas	4.221	10%	4.229	9%
Sociedades No Financieras	28.039	65%	29.365	66%
Corto Plazo	4.885	11%	5.968	13%
Préstamos	824	2%	1.007	2%
Créditos Comerciales	4.061	9%	4.961	11%
Largo Plazo	23.154	53%	23.397	52%
Bonos y Pagarés	5.832	13%	5.817	13%
Préstamos	15.507	36%	15.859	36%
Créditos Comerciales	1.815	4%	1.721	4%
Total Deuda Externa	43.283	100%	44.616	100%

Fuente: Banco Central de Chile.

Comparación internacional: Proporción de deuda externa de corto plazo para países con similar clasificación



— Chile
— Otros Países

Fuente: Banco Mundial y Moodys.

La normativa vigente (regida por la Ley General de Bancos) impone una serie de restricciones respecto del volumen de créditos que la banca puede otorgar a las empresas o conglomerados, lo que colabora con la solvencia del sistema bancario ante la eventualidad de quiebra de una empresa o grupo de ellas. A diferencia de lo observado en otros países emergentes, existen restricciones adicionales al otorgamiento de créditos a empresas relacionadas a la propiedad del banco, lo que permite independencia en la evaluación de riesgos, con la consiguiente minimización de riesgos de no pago.⁶ Asimismo se aplican restricciones para realizar préstamos a empresas o bancos en otros países, segmentadas de acuerdo al riesgo que cada país tenga.

Es destacable la baja participación relativa del Gobierno Central como deudor, donde destaca una diferencia importante con la situación del resto de los países emergentes, cuya deuda externa está radicada fundamentalmente en el sector público. Lo anterior se explica por una política fiscal deliberada que ha apuntado a reducir la deuda pública en forma sistemática. Hay algunos autores⁷ que señalan que uno de los factores que han sustentado los actuales niveles de deuda privada es el bajo nivel de deuda pública, que se ha reflejado en un premio por riesgo país reducido y que ha permitido a las empresas privadas contraer deuda en condiciones financieras muy convenientes.

De la composición según deudor recién descrita, cuya evolución de los últimos años se muestra en la figura adjunta, llama la atención la creciente importancia del segmento bancos en virtud del mayor desarrollo e internacionalización de los mercados financieros. La deuda externa del segmento bancario es especialmente bien mirada por las agencias de rating, pues toda la normativa de calce que regula el sector bancario, ayuda a minimizar el riesgo cambiario. En todo caso, las compañías pertenecientes a otros sectores están utilizando de manera creciente seguros de cambio y otros mecanismos a fin de calzar sus operaciones en moneda extranjera. Lo anterior queda en evidencia al observar el crecimiento de las operaciones de derivados con contraparte en moneda externa, que de acuerdo a antecedentes proporcionados por el Banco Central de Chile (Informe de Estabilidad Financiera del Primer Semestre de 2005) se habrían duplicado en los dos últimos años hasta llegar a cerca de 12.000 millones de dólares al cierre de 2005.

2) La deuda es mayoritariamente de largo plazo

El porcentaje de deuda de corto plazo en Chile es mucho más bajo que el de otras economías emergentes y la madurez promedio es relativamente alta e igual a 4,7 años (5,1 para el sector público y 4,5 para el sector privado), lo que minimiza el riesgo de problemas en el servicio de la deuda en un año determinado, arrojando favorables indicadores de liquidez.

De hecho, la deuda de corto plazo no ha sobrepasado el 17% del total en los últimos años, siendo en todos los casos bastante inferior al stock de reservas.

Además la deuda de corto plazo está radicada principalmente en el sector privado y está constituida básicamente por préstamos comerciales, consistentes básicamente en créditos de proveedores extranjeros que se pagan con el giro propio del negocio de corto plazo, minimizando el riesgo de no pago.

⁶ El límite de créditos a un deudor individual y sus filiales no puede superar el 5% del capital y reservas del banco, límite que se amplía hasta 25% para un conglomerado de empresas. Si dicho conglomerado pertenece a los mismos dueños que el banco acreedor, esta restricción baja del 25% hasta el 5%.

⁷ Vergara, R., 2004, "Taxation and Private Investment: Evidence For Chile," Universidad Católica de Chile, mimeo.

Por su parte la deuda privada de largo plazo (que presenta una duración promedio de 4,5 años al cierre de 2004), corresponde básicamente a préstamos bancarios de largo plazo y emisiones de bonos y pagarés.

3) Compañías con deuda externa pertenecen mayoritariamente a extranjeros

Los indicadores de solvencia globales se ven ayudados favorablemente por la estructura de propiedad de las empresas deudoras, que pertenecen en buena parte a compañías extranjeras que aportan un respaldo financiero adicional. Cerca de la mitad de la deuda externa ha sido contraída por empresas radicadas en Chile pero con dueños extranjeros y aproximadamente el 25% pertenece a multinacionales con sede en el exterior. Además, una parte de la deuda externa de estas empresas extranjeras ha sido contraída directamente con las compañías matrices, por lo que dicho endeudamiento es asimilable al concepto de Inversión Extranjera Directa hacia Chile.

La fuerte participación de compañías extranjeras en la deuda externa chilena se refleja en la elevada concentración de esta deuda en el sector minero, electricidad-gas-agua y transporte-comunicaciones, que son los sectores con mayor participación de extranjeros en su propiedad.

4) Activos chilenos en el exterior son elevados

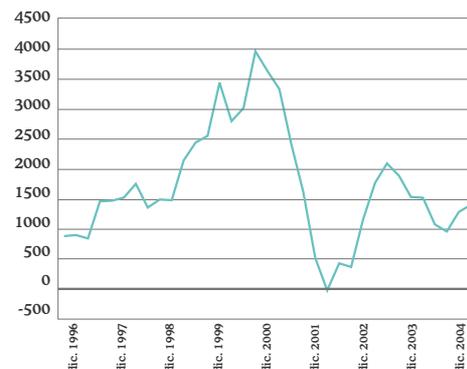
Además de mantener un nivel de reservas del Banco Central equivalente a cerca de 15.000 millones de dólares (equivalente al 33% de la deuda externa bruta total y al doble de la deuda de corto plazo), en los últimos años se ha observado un importante crecimiento de activos chilenos en el exterior entre los que destacan las inversiones de fondos de pensiones e inversión extranjera directa fuera de Chile.

El crecimiento de las inversiones de los fondos previsionales en el exterior ha sido posible gracias a la ampliación de los límites permitidos para esa categoría de inversiones que junto con ofrecer una elevada rentabilidad permiten una mayor diversificación del riesgo. Es así como a diciembre de 2004, el 27% del total de los fondos se encontraba invertido en el exterior, lo que representa un monto de 16.000 millones de dólares. Al margen de las clásicas reasignaciones de carteras en busca de mejores oportunidades de rentabilidad, se espera que dicho volumen de inversiones vaya creciendo en el tiempo, toda vez que se espera que el fondo previsional total- que al cierre de 2004 representaba el 58% del PIB - siga creciendo, y que los límites para que sus recursos se inviertan en el exterior se relajen en el futuro.

Otro punto a destacar es la importancia creciente de la inversión desde Chile hacia el exterior, que se ha materializado en creación de nuevas empresas y reinversiones en países vecinos, dado en su mayor parte por la ampliación de empresas del sector no transable chileno hacia el exterior. Además de los montos de capital comprometidos vía inversión directa se agregan las salidas de capitales vía préstamos interempresas. En el gráfico adjunto se muestra la evolución de los flujos de inversión extranjera directa desde Chile hacia el exterior, donde se observa el fuerte crecimiento que han mostrado en la última década, tanto así que los flujos acumulados por este concepto, acumulan entre 1996 y junio de 1995, un total de 16.000 millones de dólares, cifra equivalente a 15% del PIB.⁸

De esta forma, el monto invertido en el exterior por concepto de fondos previsionales sumado a la inversión extranjera directa desde Chile hacia el exterior, suman al menos un total de 30.000 millones de dólares, lo

Evolución de Inversión directa desde Chile hacia el exterior
(acumulado en 12 meses)



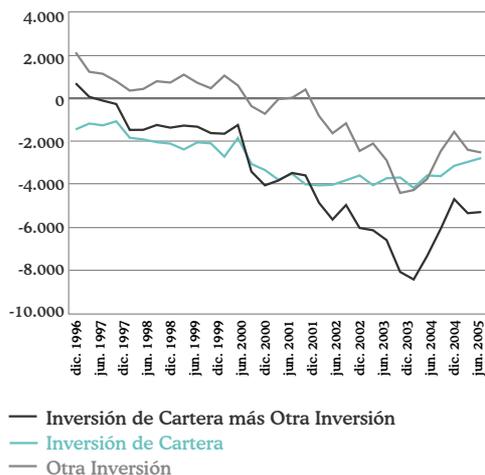
— IED desde Chile hacia el Exterior

Fuente: Bancos Central de Chile.

⁸ Esta estimación subestima el stock total de IED desde Chile hacia el exterior, toda vez que considera los flujos acumulados desde 1996 en adelante.

Evolución de inversión de cartera y otra inversión

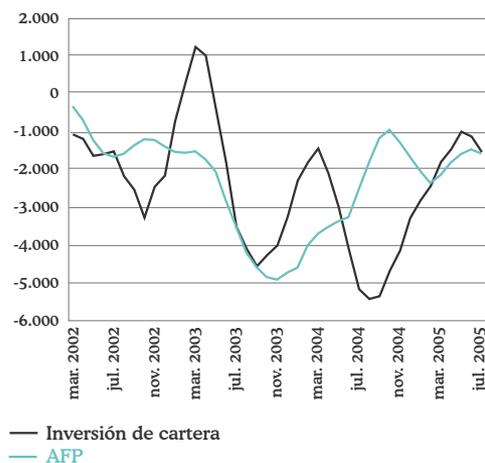
(acumulada en 12 meses)
millones de US\$



Fuente: Bancos Central de Chile.

Evolución de inversión de cartera por componentes

(acumulada en 12 meses)
millones de US\$



Fuente: Bancos Central de Chile.

que equivale a 30% del PIB. Si a esto agregamos las reservas internacionales mantenidas por el Banco Central de Chile, se obtiene los activos chilenos en el exterior que alcanzan a cerca de 45% del PIB, equivalente a la deuda externa chilena. Esta aproximación de activos chilenos en el exterior está subestimada, pues sólo considera las partidas de mayor magnitud.

En el estudio respecto de Chile realizado por el FMI al que ya se hizo referencia, se estima que entre 2001 y 2003 los activos chilenos en el exterior habrían sido en promedio equivalentes a 100% del PIB. Esta cifra estaría muy por sobre lo observado en otros emergentes que ostentan la misma clasificación de riesgo que Chile. Sin embargo se encuentra por debajo de países industrializados tales como Francia, Suiza, Finlandia, Austria, Alemania y otros.

¿Cómo han evolucionado los flujos de capitales hacia (desde) Chile?

La década de los noventa se caracterizó por fuertes entradas de capital hacia Chile, principalmente por la vía de inversión extranjera directa originada tanto en la compra de empresas nacionales por inversionistas extranjeros, como por la creación de nuevas compañías por parte de extranjeros. La fuerte entrada de capitales se reflejó en una importante apreciación cambiaria, que se manifestó en un tipo de cambio real mínimo en 1994 y 1995.

La excesiva liquidez internacional que se ha observado desde comienzos de la presente década, no se ha reflejado en entradas de capitales hacia Chile como hacia el resto de las economías emergentes. Esto debido a que los elevados precios de materias primas, de las que Chile es un exportador neto, han generado un exceso de liquidez también al interior del país.

Lo anterior ha provocado importantes salidas de capitales desde Chile hacia el resto del mundo vía inversión de cartera (participaciones de capital y títulos de deuda) y otra inversión (créditos comerciales, préstamos y depósitos). En el gráfico adjunto se observa la evolución de la inversión de cartera y otra inversión desde 2002 hasta la fecha, donde destaca el incremento importante que han tenido estos flujos desde comienzos de 2004. Este fenómeno se explica principalmente por la búsqueda de mayores rentabilidades por parte de los agentes en el extranjero, en un contexto de disminución de la brecha entre la tasa de interés doméstica y la externa.

Las mayores salidas de capital por concepto de inversión de cartera se originan principalmente en movimientos de los fondos previsionales. Esto se atribuye al crecimiento agregado de los fondos previsionales, y a una reasignación de su composición hacia el exterior, ayudados por modificaciones en la normativa que permitió que las Administradoras de Fondos de Pensiones pudieran incrementar su porcentaje de inversión en el exterior hasta 30% del total.

Las salidas de capital clasificadas bajo la categoría de "Otra inversión" se intensificaron a partir de mediados de 2004, y se explican en buena parte por depósitos mantenidos en el extranjero por parte de residentes, motivados por el diferencial de tasas al que se hizo referencia anteriormente.

En efecto, desde comienzos de 2004 la tasa de interés oficial doméstica se ubicó al nivel mínimo de 1,75% y las primeras subidas tuvieron lugar a partir sólo de septiembre y fueron muy graduales y alineadas con las perspectivas. Paralelamente el alza de tasas en EE.UU. ocurrió con anterioridad y con algo más de impulso y expectativas de mayores alzas futuras, lo que finalmente redundó en el aumento de depósitos de chilenos en el exterior.

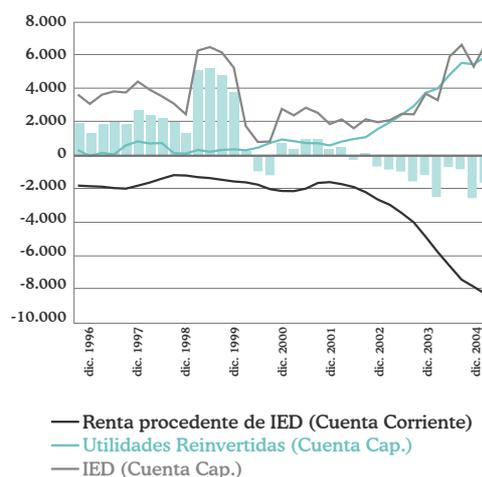
Es así como aún en presencia de una balanza comercial record, generada en buena parte por el aumento de precios de materias primas, la moneda local tendió a depreciarse durante 2004, pues se observó una salida de capitales neta como resultado de la búsqueda de rentabilidades.

En los últimos meses ha tendido a revertirse el fenómeno de salidas de capitales, debido a las crecientes expectativas de alza de tasas en Chile, donde la búsqueda de rentabilidades se habría traducido en el retiro de depósitos a plazo desde el extranjero para ser invertidos dentro del país. Este cambio se observa con mayor nitidez durante el mes de agosto y se habría reflejado en la apreciación de la moneda local que comenzó a observarse desde fines de julio. Tal como se explica en la sección de Panorama Financiero de este número es muy probable que este fenómeno se siga observando en los meses venideros, con su consiguiente efecto apreciador sobre la moneda, toda vez que se espera que la brecha entre las tasas de interés domésticas y externas se amplíe en los próximos meses, impulsada por las crecientes expectativas de alzas en la tasa local y una expectativa más moderada de alzas en EE.UU.

En lo que respecta a la Inversión Extranjera Directa, otro componente importante de la cuenta financiera en Chile, se tiene el problema de que las estadísticas disponibles no reflejan totalmente los verdaderos flujos de capital, debido al tratamiento que se da a la reinversión y retiros de utilidades: mientras la reinversión -que aparece en la Cuenta de Capitales- se va agregando mes a mes en la medida que se generan utilidades, los retiros de utilidades o dividendos -que aparecen en la Cuenta Corriente- se descuentan una vez que se materializan y se informan. Lo anterior ha sido especialmente importante en los últimos años, considerando que los movimientos de reinversiones y retiro de utilidades han experimentado un fuerte crecimiento a causa de las mayores ganancias que ha experimentado la industria cuprífera que se compone mayoritariamente de compañías extranjeras.

En el gráfico aparece la evolución de la inversión extranjera directa neta de renta acumulada en doce meses, donde se observa que a partir del año 2002 hay, en términos agregados, una salida neta de capitales desde el país hacia el exterior por ese concepto. Esta salida se agrega a las salidas de Inversión de Cartera y Otra Inversión, ya descritas y ocurridas hasta mediados de 2005 .

Evolución de inversión extranjera directa y su renta (acumulada en 12 meses) millones de US\$



Fuente: Bancos Central de Chile.

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

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	26/10/05	dic-05	jun-06	dic-06	26/10/05	dic-05	jun-06	dic-06
EE.UU.	3,75	4,25	4,75	4,75				
UEM (\$/€)	2,00	2,00	2,00	2,50	1,21	1,22	1,22	1,21
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,10	0,10	115	105	104	102

América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8,8	9,0	8,0	5,5	3,7	6,1	10,9	10,0
Brasil	0,5	4,9	3,3	3,0	9,3	7,6	5,2	5,0
Chile	3,7	6,1	6,3	5,3	1,1	2,4	4,3	3,4
Colombia	3,8	4,1	4,2	3,5	6,5	5,5	4,9	4,5
México	1,4	4,4	3,0	3,0	4,0	5,2	3,8	3,7
Perú	4,0	4,8	5,7	4,7	2,5	3,5	1,8	2,5
Uruguay	2,2	12,3	5,5	n.d.	10,2	7,6	5,5	n.d.
Venezuela	-9,2	17,9	7,3	2,0	27,1	19,2	16,8	15,3
LATAM ¹	1,7	5,9	4,4	3,5	7,1	6,8	5,9	5,5
LATAM Ex-México	1,9	6,5	4,9	3,7	8,3	7,3	6,7	6,2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina ²	2,3	3,9	3,7	3,4	6,0	2,2	1,4	1,4
Brasil	-3,6	-2,5	-3,0	-3,0	0,8	1,9	1,8	1,0
Chile ²	-0,4	2,2	3,4	2,7	-1,5	1,5	0,5	-1,0
Colombia	-2,7	-1,3	-1,6	-2,0	-1,3	-1,0	0,9	-2,3
México	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3
Perú	-1,7	-1,1	-1,0	-1,0	-1,5	0,0	-0,1	-0,5
Uruguay	-3,2	-1,8	-2,5	n.d.	-0,5	-0,8	0,6	n.d.
Venezuela ²	-5,1	-1,9	-0,9	-1,6	10,3	14,1	14,1	8,7
LATAM ¹	-1,7	-0,8	-0,8	-0,9	0,8	1,3	1,4	0,4
LATAM Ex-México	-2,5	-1,0	-1,2	-1,3	2,2	2,7	2,7	1,4

¹ Media de los 8 países mencionados. ² Gobierno Central.

	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% fin de período)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2,96	2,99	2,90	2,90	3,7	3,1	6,0	10,0
Brasil	2,89	2,72	2,40	2,90	16,5	17,8	18,8	16,0
Chile	599	576	545	545	2,3	2,3	4,8	6,3
Colombia	2865	2404	2300	2496	8,0	7,8	7,0	7,3
México	11,24	11,15	11,06	11,64	6,0	8,7	8,5	7,7
Perú	3,46	3,28	3,27	3,30	2,5	3,0	3,3	4,3
Uruguay	29,19	26,56	25,50	n.d.	7,5	5,7	n.d.	n.d.
Venezuela	1600	1920	2150	2150	15,1	12,4	12,2	11,9

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	6,3	5,3	4,7	5,3	7,0	7,3	6,1	6,5	5,0	6,3	6,2	6,4	5,1	3,4
Gasto Interno	4,8	7,9	9,4	5,3	6,1	5,6	9,5	10,4	11,3	11,2	8,5	6,9	6,5	6,4	5,0	3,3
FBKF	5,7	12,7	19,5	5,7	6,3	7,9	15,6	20,6	26,9	25,1	17,0	11,0	7,0	6,0	5,0	5,0
(como % del PIB)	(23,7)	(25,2)	(28,3)	(28,4)	(23,5)	(24,3)	(25,0)	(27,8)	(28,1)	(28,5)	(27,6)	(29,0)	(28,3)	(28,4)	(27,5)	(29,5)
Resto Demanda Interna	4,5	6,4	6,0	5,1	6,0	4,9	7,6	7,1	6,3	6,7	5,8	5,4	6,2	6,5	5,0	2,7
Consumo Privado	4,1	5,6	6,9	5,5	5,2	5,7	5,8	5,8	6,3	6,6	6,4	8,2	6,9	7,3	5,6	2,5
Consumo Habitual	3,8	5,1	6,3	5,4	4,8	5,1	5,3	5,2	5,6	6,0	6,0	7,4	6,3	6,8	5,5	3,1
Consumo Bienes Duraderos	8,9	13,4	15,8	7,1	10,6	14,4	14,0	14,1	18,0	15,0	12,1	18,2	15,7	13,5	6,6	-4,7
Consumo Gobierno	2,4	3,0	3,9	3,4	2,5	2,9	3,3	3,1	3,5	3,9	4,1	3,9	3,9	3,0	3,1	3,9
Exportaciones	5,9	12,8	6,6	6,2	8,8	11,4	15,7	15,5	7,1	7,8	5,5	6,0	6,3	6,0	6,4	6,2
Importaciones	9,5	18,6	15,2	6,2	13,6	12,5	23,0	24,8	22,0	21,5	11,6	7,7	7,0	6,1	5,8	5,8
Ingreso Nacional	3,6	8,6	9,4	5,5	6,7	8,3	9,7	9,7	8,8	8,6	8,8	11,1	10,2	8,7	3,1	0,6
Ajuste por ToT (% del PIB)	2,9	8,8	10,4	8,3												
PIB Nominal (var. %)	9,5	13,1	8,9	5,1	11,0	13,5	14,5	13,1	9,9	8,7	7,4	9,8	9,5	6,4	3,1	1,6
Deflactor del PIB (var. %)	5,5	6,6	2,5	-0,2	6,0	7,8	7,0	5,5	3,5	2,1	1,1	3,3	3,1	0,0	-2,0	-1,8
Detalle Comercio Exterior (millones de US\$)																
CUENTA CORRIENTE	-1.102	1.390	604	-1.254	688	787	-248	162	411	305	-703	592	730	7	-1.485	-505
como % del PIB	-1,5	1,5	0,5	-1,0												
BIENES Y SERVICIOS	3.522	9.019	8.953	6.203	2.495	2.606	1.811	2.107	2.445	2.525	1.639	2.345	2.520	1.890	577	1.216
BALANZA COMERCIAL	21.524	32.025	38.625	37.911	7.484	7.927	7.933	8.681	9.203	9.862	9.688	9.872	9.922	9.839	8.998	9.152
Exportaciones	18.002	23.006	29.672	31.709	4.989	5.321	6.122	6.574	6.758	7.337	8.050	7.528	7.402	7.949	8.421	7.936
Importaciones	-617	-580	-582	-556	-77	-164	-285	-55	-117	-190	-302	27	-90	-183	-312	29
SERVICIOS NO FINANCIEROS	-4.606	-8.101	-9.142	-8.000	-1.878	-2.046	-2.027	-2.149	-2.248	-2.394	-2.400	-2.100	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
SERVICIOS FINANCIEROS (renta)	599	1.051	1.375	1.100	149	390	254	259	332	364	360	320	300	300	250	250
TRANSFERENCIAS CORRIENTES																
OTROS INDICADORES																
PIB en US\$ (corr.)	73.765	94.169	110.730	120.448	23.178	22.995	22.849	25.147	25.872	27.052	27.738	30.068	30.050	30.704	29.158	30.537
Resultado Fiscal Presupuestario (% del PIB)	0,0	2,2	3,4	2,7												
Res. Fiscal Primario (% del PIB)	0,5	3,1	3,9	3,1												
Tasa de Inflación (% promedio período)	2,8	1,1	3,1	4,0	0,0	0,5	1,5	2,3	2,3	2,8	3,3	4,0	4,9	4,1	3,7	3,2
Tasa de Inflación (% a diciembre)	1,1	2,4	4,3	3,4												
Tipo de Cambio Nominal (prom. período)	691	610	565	545	587	629	628	593	578	581	556	545	545	545	545	545
Tipo de Cambio Nominal (prom. dic)	603	576	545	545												
Tasa de Pol. Monetaria (prom. período)	2,73	1,87	3,52	5,54	1,79	1,75	1,81	2,13	2,64	3,17	3,75	4,50	4,92	5,33	5,75	6,17
Precio Cobre (c/lb, prom.)	81	130	157	121	124	127	129	140	148	154	170	155	140	125	115	105
Precio Petróleo (Brent US\$/Barril, prom.)	29	38	59	49	32	35	42	44	48	52	63	61	58	55	52	50
Términos de Intercambio (var %)	7,9	20,0	3,0	-6,7	22,8	24,0	19,6	14,5	5,6	4,9	-0,8	2,7	0,1	-6,2	-10,0	-10,5
Inflación Externa en US\$ (prom %)	11,1	9,1	5,6	3,0	9,8	8,0	9,3	9,4	7,0	6,3	5,5	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0

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

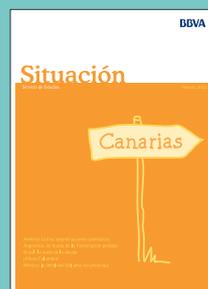
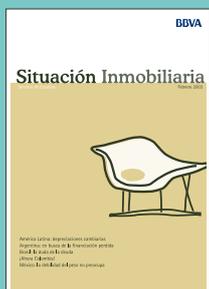
Europa: Manuel Balmaseda

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.