

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2 / Nro. 5 - Primer Trimestre 2006



## Editorial

Panorama Internacional: Cielos despejados en 2006

Panorama Macroeconómico: Crecimiento sin desbordes

Panorama Financiero: Vuelve la calma

Panorama Político: ¿Cuánta continuidad? ¿Cuánto cambio?

# Índice

Fecha de cierre: 19 de enero de 2006.

<b>Editorial</b>	2
<b>1. Panorama Internacional:</b> Cielos despejados en 2006	3
<b>2. Panorama Macroeconómico:</b> Crecimiento sin desbordes	8
<b>3. Panorama Financiero:</b> Vuelve la calma	14
<b>4. Panorama Político:</b> ¿Cuánta continuidad? ¿Cuánto cambio?	17
<b>Tablas de Indicadores y Proyecciones</b>	19

## 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**

Economista Jefe Servicio  
de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## Editorial

### Entorno y desafíos para el nuevo gobierno

El 11 de marzo asume la Presidencia de la República Michelle Bachelet, quién encabeza un inédito cuarto período de gobierno por una misma coalición de partidos: la Concertación.

Tal como muestran nuestras proyecciones económicas, que coinciden plenamente con las líneas gruesas delineadas en el Informe de Política Monetaria del Banco Central días atrás, esto ocurre en medio de un entorno económico muy favorable: la economía crece a un ritmo cercano a la tendencia de expansión del PIB potencial, la inflación está sólidamente encuadrada dentro de las metas y hay una importante mejora patrimonial del sector público, aprovechando las buenas condiciones imperantes en el mercado mundial del cobre.

Es cierto que existen riesgos provenientes del escenario internacional: la crisis sobre el programa nuclear de Irán y la violencia en Nigeria han reanimado el nerviosismo sobre el mercado de petróleo. La economía norteamericana sigue mostrando déficits amenazantes, pero en el balance las buenas noticias sobre Asia, el propio Estados Unidos y señales de una incipiente recuperación europea han inclinado la balanza hacia un mayor optimismo.

El gobierno de Michelle Bachelet comenzará entonces bajo condiciones muy auspiciosas. Si bien existen dudas acerca de aspectos de su programa, como los detalles de los ajustes al sistema previsional, por ejemplo, pocos ponen en tela de juicio su compromiso con un buen manejo de las finanzas públicas, la profundización de la integración económica con el resto del mundo y el respeto a las reglas básicas que permiten que una economía de mercado florezca y se desarrolle. Quizás si la mayor preocupación diga relación con la factibilidad de satisfacer las expectativas de progresos tangibles en la construcción de una red de mayor protección social, en un período de tiempo relativamente corto, como son los cuatro años del nuevo período presidencial.

A pesar de este entorno favorable, el nuevo gobierno deberá enfrentar algunos desafíos importantes para tener éxito en el logro de sus objetivos. El primero que llama la atención es la situación política y económica de la región. Esta es hoy mucho más compleja, con actores no tradicionales muy activos, y con temas nuevos, como la integración energética, que deben ser manejados cuidadosamente, especialmente si persisten los elevados precios del petróleo en los próximos años. Desde el punto de vista de Chile, todos estos temas están relacionados y la materialización de un gobierno exitoso requerirá abordarlos eficazmente.

Un segundo tema es el desafío de gobernar con una Coalición con mayoría en ambas cámaras del Congreso y en la que se aprecia un debilitamiento de las confianzas mutuas y en la capacidad del Gobierno para ordenar a sus partidarios en torno a su agenda. Si a ello se agrega que ya se está viendo competencia por ubicarse en posiciones favorables para la próxima elección presidencial, es fácil concluir que el nuevo gobierno deberá construir una nueva relación de trabajo eficaz con el Congreso para impulsar su agenda legislativa con la rapidez que exigen los nuevos horizontes políticos. Esto además implica una especial responsabilidad para el buen diseño de los proyectos de ley desde su origen.

Finalmente el Gobierno deberá velar porque se mantengan las condiciones favorables para la inversión, entre las que se cuentan también las necesarias mejoras en el rendimiento de nuestro sistema educacional, como una forma de asegurar la continuación del impulso expansivo. Sólo de esta forma se podrán obtener ganancias permanentes en la lucha contra la pobreza y se abrirán oportunidades más igualitarias de manera perdurable. Todas estas tareas requerirán de una fuerte capacidad de conducción de la nueva Presidenta, así como de un equipo de colaboradores muy competente y cohesionado. Los nombramientos de las próximas semanas y la capacidad de liderazgo que se vaya desarrollando en los meses venideros, serán decisivos para el éxito de la nueva administración.

# 1. Panorama Internacional: Cielos despejados en 2006

## Un mundo con más actores

Una de las características principales de 2005 ha sido un crecimiento mundial elevado, superando nuevamente 4%, a pesar del aumento de los precios del petróleo. La coexistencia de ambos factores, que parece paradójal viendo la experiencia histórica (estamos acostumbrados a asociar menor crecimiento e incluso recesiones con el aumento del precio del petróleo), responde a un incremento generalizado de la actividad económica mundial. Por tanto, el choque que estaría teniendo lugar no tendría su origen en el encarecimiento del crudo, sino éste sería consecuencia de una mayor demanda por materias primas debido a la creciente incorporación al comercio y a la actividad mundial de nuevos países,<sup>1</sup> que suponen casi la mitad de la población mundial.

Por el lado de la oferta, el aumento relativo de la fuerza de trabajo está provocando un menor crecimiento de los salarios, que compensaría parcialmente el aumento de los costos energéticos y que supone un factor global de contención de las presiones inflacionarias. Esto ha permitido a los bancos centrales mantener una elevada liquidez en momentos de alto crecimiento económico, sin que las perspectivas de inflación a mediano plazo hayan repuntado. En consecuencia, las tasas de interés de largo plazo se mantienen bajas, reflejo de la credibilidad anti-inflacionista de las autoridades monetarias.

## Continúa el crecimiento sólido

En 2006, el dinamismo económico mundial será similar al del año precedente, pero con una composición algo diferente. En Estados Unidos esperamos una desaceleración de su crecimiento desde 3,6% a 2,8%. Detrás de esta evolución estarían principalmente dos factores. Por un lado, el comportamiento del mercado inmobiliario. Si bien algunos indicadores sugieren que la actividad en este sector permanece fuerte, la mayoría de ellos apunta, tras las sucesivas alzas de tasas de interés, a una moderación en la demanda de vivienda y sugieren que la prevista desaceleración está cerca. Por otro lado, la moderación del dinamismo en el consumo privado. Su evolución vendría condicionada por una menor expansión del ingreso real disponible por la convergencia de la productividad con su tendencia de largo plazo (2-2,5%), una creación de empleo más moderada ante la mayor cautela de las empresas, el enfriamiento del sector inmobiliario (efecto riqueza) y una fuerte dependencia de las disponibilidades de financiamiento debido a tasas de ahorro negativas. En este escenario para la demanda interna, y considerando que la inversión productiva podría no compensar la moderación en la inmobiliaria, asistiremos a una menor expansión de las importaciones de bienes, reduciéndose el déficit por cuenta corriente estadounidense en 2006 y 2007. En contraste, prevemos que el déficit fiscal aumentará en el primero de los dos años por los gastos de reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes.

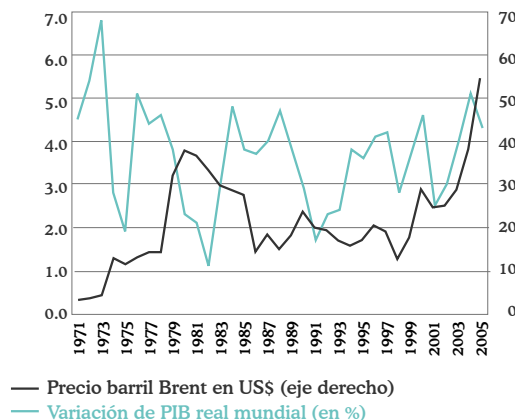
En la Unión Económica y Monetaria (UEM) las perspectivas han mejorado gracias a un contexto internacional favorable y a una divisa que ha frenado su apreciación con el dólar. La confianza ha comenzado a repuntar de forma significativa, especialmente en Alemania, lo que permite esperar una recuperación de la actividad hacia tasas del 2,0% en 2006, tras el avance del 1,3% el año anterior. No obstante, la incertidumbre acerca del crecimiento europeo no se ha disipado por completo.

El sudeste asiático y particularmente China, que acaba de revisar al alza el valor de su producción agregada, seguirán mostrando tasas de crecimiento elevadas, próximas al promedio de los últimos años. La

<sup>1</sup> Países emergentes que además son mucho menos eficientes en el uso de materias primas que los países desarrollados.

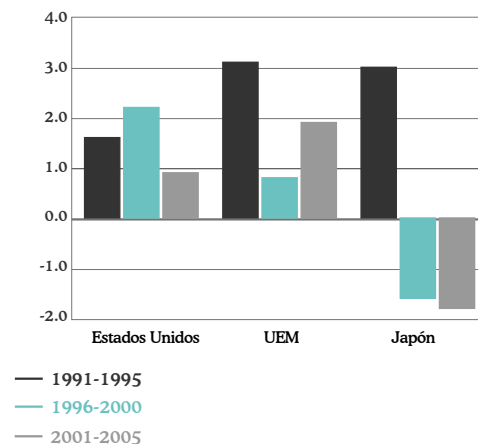
Servicio de Estudios  
Económicos BBVA Madrid.  
Michael Settels  
Economista Servicio  
de Estudios Económicos BBVA Chile

## Crecimiento mundial y precio del petróleo



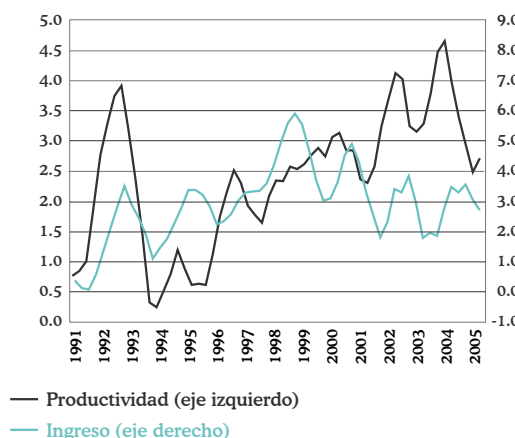
Fuente: BBVA a partir de FMI y Bloomberg

## Costos laborales unitarios (tasa de crecimiento promedio)



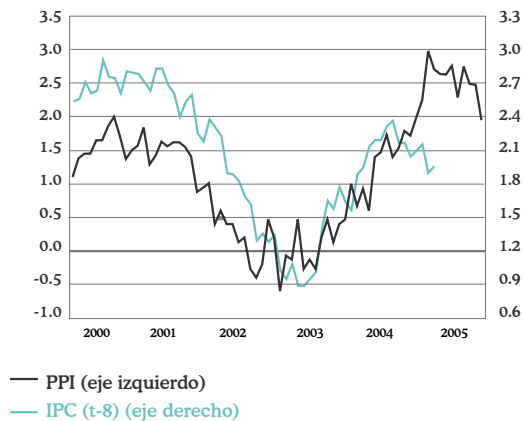
Fuente: BBVA en base a estadísticas de cada país

## Productividad no agrícola e ingreso real disponible en Estados Unidos (tasa promedio anual)



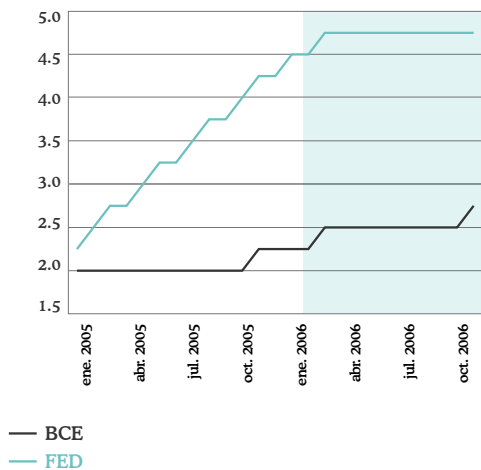
Fuente: BLS, BEA

**Precios de producción y de consumo subyacente**  
(tasa de variación anual)



Fuente: BLS

**EE.UU y UEM: Tasas oficiales efectivas y proyecciones**



Fuente: BBVA

cuarta economía del mundo mantendrá un dinamismo notable de la inversión, consistente con un modelo de expansión que busca el desarrollo de plataformas exportadoras, mientras que previsiblemente el gasto en consumo de las familias seguirá mostrando una pauta moderada. Por su parte, Japón podría recoger en 2006 el impacto positivo del crecimiento en la zona, recuperando tasas de avance cercanas a su potencial.

Otras regiones seguirán beneficiándose del choque en términos de intercambio que ha supuesto el encarecimiento de las materias primas que exportan, ya que los precios de estos productos, aunque se moderarán respecto a 2005, seguirán siendo elevados. Es el caso de Oriente Medio, que podrá mantener tasas de crecimiento en el entorno del 5% y que, dado el moderado crecimiento de la inversión en capital físico, podría registrar el mayor superávit por cuenta corriente entre los países emergentes.

**Ajuste paulatino de las políticas monetarias**

En el contexto anterior, con un ritmo de crecimiento mundial elevado en 2006, es previsible que los bancos centrales adopten una política menos expansiva. Sin embargo, dado que la prioridad de las autoridades monetarias es el control de la inflación, y las expectativas correspondientes se mantienen moderadas, se anticipa que el ajuste de tasas de interés será paulatino y menos intenso que lo previsto a mediados del año pasado, cuando el precio del petróleo y las expectativas de inflación se encontraban en sus puntos más altos.

Para Estados Unidos esperamos que la inflación subyacente mantenga una tendencia moderada al alza durante 2006 (2,5%), derivada de la transmisión retardada de los mayores costos de producción a los precios finales. La posición de la economía en el actual ciclo de expansión, con el mercado laboral fortaleciéndose y la baja capacidad ociosa imponen riesgos al alza de la inflación, pero la flexibilidad de los mercados, la elevada competencia, los bajos precios externos, la absorción de mayores costos ante los elevados márgenes y, principalmente, las expectativas de inflación ancladas, acotarán estos aumentos. Bajo estos parámetros, y con una inflación general esperada del 2,8% para 2006, prevemos que la Reserva Federal situará las tasas de interés oficiales en niveles del 4,75% en el primer trimestre de 2006, lo que implica niveles de mayor neutralidad monetaria en los que podría detener el proceso de subidas iniciado en junio de 2004.

En la UEM, aunque el Banco Central Europeo inició el ciclo alcista de tasas en diciembre de 2005, justificado en el crecimiento monetario y el temor a un deterioro de las expectativas de inflación, no parece probable que se produzcan subidas significativas. Ante las dudas y la incertidumbre acerca del crecimiento futuro de la zona, esperamos que las tasas oficiales se sitúen en 2,75% al finalizar el año 2006.

En Japón, donde se prevé la superación definitiva de la deflación durante el tercer trimestre estamos viendo las primeras sugerencias para una cautelosa disminución del estímulo monetario. Sin embargo, creemos que la primera subida de tasas podría retrasarse más de lo que descuenta el mercado, que la sitúa a mediados de 2006. De por sí las posibles alzas son limitadas, ya que una subida prematura de las tasas de interés podría tener un impacto negativo sobre la salida del proceso deflacionista.

**La globalización y la diversificación financiera apoyan el anclaje de las tasas largas**

El aplanamiento que se observa en las curvas de tasas de interés en un contexto generalizado de políticas monetarias menos expansivas, respondería a la confluencia de dos factores. El primero sería la profundización de los flujos de capital, en cuya expansión de los últimos años destaca el incremento en la operativa en bonos. Detrás de esta evolución estarían la incertidumbre en la economía mundial, el ahorro elevado en Europa y Japón por el ciclo de vida, cuestiones regulatorias que afectan principalmente a las compañías de seguros y fondos de

pensiones, y el desarrollo del mercado corporativo europeo y del mercado de bonos emergentes en moneda local. El segundo factor sería la diversificación en los flujos de capital, ya que un mayor número de agentes y de países participan activamente en el mercado financiero. Así, la dispersión de los saldos de balanza corriente no sólo no ha disminuido, sino que ha aumentado en los últimos años. El déficit corriente de Estados Unidos está aumentando y entre las economías superavitarias no sólo destacan las del sudeste asiático o Japón, sino también los países exportadores de petróleo.

Esta profundización y diversificación de los flujos de capital podría estar suponiendo, según algunas estimaciones, casi un punto porcentual menos de rentabilidad en el tramo de 10 años. Dado que no se anticipa una inflexión en ambas tendencias y que tampoco existen elementos para pensar en un aumento de la volatilidad nominal y real de las economías, cabe esperar que las rentabilidades de largo plazo se mantengan en niveles bajos. En particular, la curva de deuda en Estados Unidos podría mantenerse prácticamente plana, con tasas a 10 años que terminarían el año 2006 en niveles de 4,9%, y podrían avanzar hacia 5,1% en 2007, menos de un punto porcentual por encima de su nivel de diciembre de 2005. En la UEM, la rentabilidad a 10 años podría situarse en 4,0% y en 4,3% al finalizar 2006 y 2007, respectivamente. Esto implica que va a seguir habiendo un diferencial positivo entre Estados Unidos y la UEM, aunque algo menor que el actual.

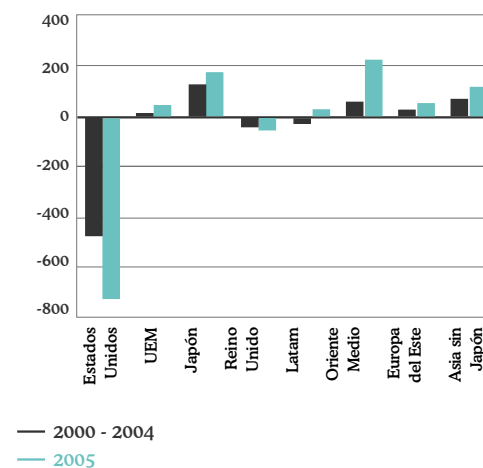
### Diferenciales de tasas, factor clave en divisas

Aunque en menor medida que en 2005, el diferencial de tasas de interés seguirá siendo un factor de soporte para el dólar, a pesar del elevado déficit por cuenta corriente de la economía estadounidense. Sin embargo, es menos probable que esta divisa encuentre factores adicionales de impulso. En este sentido, cabe destacar que los niveles máximos del dólar vistos a finales de los noventa, estuvieron acompañados, desde el punto de vista de los flujos de capital, de un notable dinamismo de la inversión extranjera directa hacia Estados Unidos, que ahora no se está observando. A pesar de que esta economía mantiene diferenciales positivos de productividad con otras áreas, no se percibe en estos momentos que haya un sector que pueda liderar un proceso de inversión similar al que tuvo lugar a finales de los años noventa, vinculado al comportamiento de la tecnología. En consecuencia, sin grandes impulsos para los próximos dos años, con un soporte en los diferenciales de tasas, y con riesgos de que vuelva a ponderar el déficit corriente en la cotización de la divisa, el dólar se moverá en un rango con el euro que podría situarse en 1,20-1,25 en 2006 y desviarse un 2-3% al alza en 2007.

### Riesgos sobre el escenario central

Entre los factores de riesgo globales para 2006 cabe mencionar la desaceleración de alguna de las economías más dinámicas del mundo, especialmente China y Estados Unidos. En el primer caso, su dinamismo actual y la ausencia de señales de claro recalentamiento llevan a asignar una baja probabilidad a un escenario de brusca desaceleración. En el caso estadounidense, los signos de moderación en el sector inmobiliario alertan sobre los riesgos de un posible ajuste en los precios de los activos. Estos han sido la fuerza principal detrás del crecimiento del gasto interno y en especial del consumo de los hogares, dada la mayor riqueza percibida. Ahora bien, la probabilidad de que se produzca una caída más pronunciada o incluso abrupta en la demanda interna de EE.UU. es limitada, ya que hay factores que podrían compensar el efecto negativo sobre la riqueza de las familias: las condiciones financieras, los niveles de productividad y el comportamiento del mercado laboral. A eso se agregaría una política monetaria más expansiva por parte de la FED para frenar efectos recesivos no deseados.

### Cuenta corriente por regiones (miles de millones de US\$)



Fuente: FMI

En total, hoy la concreción de un escenario de riesgo en 2006 se ve menos probable que hace pocos meses atrás y la mayoría de los analistas espera un año 2006 parecido al año anterior, persistiendo cierta inquietud acerca de la forma como se eliminarán los desequilibrios de la economía norteamericana en los años venideros. Uno de los factores que proporcionan más tranquilidad es el mayor crecimiento previsto de Europa y Japón. En especial su menor dependencia del sector externo para crecer, proporcionará un soporte más amplio al gasto global, dado el resurgimiento - todavía moderado - de la demanda interna en ambos bloques. Esto le permitirá a EE.UU. reducir su exceso de gasto reflejado en su enorme déficit externo que, hasta ahora, sigue siendo el motor principal del crecimiento mundial. Por tanto, se ve más factible una disolución paulatina y ordenada de los desbalances en el gasto mundial, sin ajustes bruscos y exagerados en precios relativos como los tipos de cambio.

No obstante lo anterior, nuestro escenario base sigue siendo bastante frágil: Depende de que la recuperación de la demanda interna de Europa y Japón demuestre ser sólida y duradera y depende de los flujos comerciales y de capital desde los países exportadores de bienes y materias primas (en especial del petróleo). Choques que pongan en peligro estas condiciones pueden provocar un ajuste desordenado de los desequilibrios. Los riesgos en este sentido no sólo son de origen geopolítico (uno se puede imaginar ataques terroristas a rutas marítimas decisivas, por ejemplo). Voces que piden restricciones al comercio por la supuesta sobrevaluación de la moneda china se oyen cada vez que se publiquen datos del superávit comercial de China frente EE.UU. y otras naciones desarrolladas. Cualquier interrupción de los flujos comerciales y de capital (desde países asiáticos y exportadores de petróleo principalmente) que hacen factible que la economía norteamericana gaste más de lo que produce, forzaría un fuerte ajuste del gasto interno y del crecimiento económico en ese país, acompañado por presiones para la depreciación del dólar, aumento de la inflación y subidas en las tasas de interés.

Otro riesgo geopolítico es un choque en la oferta de petróleo<sup>2</sup>, discutido con más intensidad en los últimos días y semanas debido a la decisión de Irán de retomar su programa nuclear que le permitiría desarrollar la técnica necesaria para fabricar armamento atómico. Su curso confrontacional podría resultar en una condena por parte del Consejo de Seguridad de la ONU, incluyendo sanciones económicas y/o ataques militares a sus instalaciones. El país ya amenazó para estos casos con dejar de abastecer al mercado con petróleo. Una salida de la oferta iraní, no cubierta por la capacidad de respaldo de otros países, causaría una fuerte escalada del precio muy por encima de los niveles actuales. Esto no sólo erosionaría la confianza de los consumidores por la merma en su poder de compra, sino además no podría ser contrareestado por políticas monetarias más expansivas ya que las autoridades monetarias se verían obligadas a subir las tasas de interés para combatir, por lo menos en un inicio, brotes inflacionarios. Sin embargo, no hay que sobredimensionar el peligro. La economía iraní depende de los ingresos del petróleo por lo que una solución diplomática parece más probable a pesar de la actitud desafiante del momento. Sin embargo, los riesgos persisten y la lista de posibles problemas no termina con Irán, como problemas recientes en la producción de países como Nigeria (ataques de rebeldes) lo han demostrado.

### Economía mundial y consecuencias para Chile

La apreciación tanto nominal como real del peso parece consistente con las condiciones externas que siguen muy favorables. Los términos de intercambio, empujados por un precio del cobre sin precedentes, están

<sup>2</sup> Distinto de la fuerte demanda mundial debido a la incorporación de nuevos actores a la economía mundial mencionada al inicio de este artículo que mantiene los precios del petróleo en niveles elevados.

muy por encima de su promedio. A eso se agrega un costo históricamente bajo para el financiamiento externo (tanto por las tasas de interés externas como por el reducido premio por riesgo país). Tomando en cuenta estos factores, un TCR algo más apreciado que su promedio histórico parece coherente. Sin embargo, es más que improbable que estas condiciones, en especial en lo que se refiere a los términos de intercambio, se mantengan por mucho tiempo más.

A pesar de que el precio del cobre por ahora se haya instalado cómodamente por sobre 2 dólares la libra (en parte por problemas puntuales de producción como huelgas por ejemplo) prevemos una caída bastante pronunciada comenzando en los primeros meses del año actual debido a aumentos en la producción del metal<sup>3</sup> y una reducción paulatina en el crecimiento de la demanda. La caída en los términos de intercambio resultante será uno de los factores que debería evitar una apreciación adicional de peso (tanto real como nominal) de ahora en adelante. Aparte de eso significará un menor impulso a la demanda interna, lo que queda reflejado en la desaceleración proyectada del crecimiento de la demanda interna en los próximos trimestres.

Otro determinante que debería actuar en la misma dirección es la evolución de los diferenciales de las tasas de interés internas y externas. Por parte de las cuentas externas el escenario no ha cambiado mayormente y persiste nuestra percepción que el ciclo alcista de la tasa de referencia en los EE.UU. está cerca de concluir (llegando a 4,75% desde 4,25% en la actualidad durante la primera mitad del año).<sup>4</sup>

Los escenarios de riesgo afectarían la economía chilena en forma parecida al resto del mundo. El caso más negativo tanto para la economía mundial como para la economía chilena sería una caída abrupta en el gasto mundial (liderado por EE.UU.) debido a un desabastecimiento de petróleo. Los términos de intercambio sufrirían un deterioro muy acelerado (el precio del cobre caería mucho más rápido que lo esperado en nuestro escenario central mientras no habría reducción sino aumento fuerte en el precio del petróleo) afectando a la demanda interna junto a la pérdida de confianza de consumidores y empresarios. Estos efectos recesivos se verían agravados por la obligación del Banco Central de combatir el repunte de inflación correspondiente con tasas de interés más altas.

<sup>3</sup> Incorporado en nuestras proyecciones está un aumento de la producción mundial de 6% en 2006. Hay otras proyecciones que hablan incluso de un aumento 10%. Sin embargo, éstas suponen un fuerte aumento de producción en África, lo que en ocasiones anteriores también se ha anunciado pero no se ha materializado.

<sup>4</sup> La sección 3 de la presente publicación contiene una discusión más a fondo sobre la evolución del diferencial de tasas y sus efectos sobre el tipo de cambio.

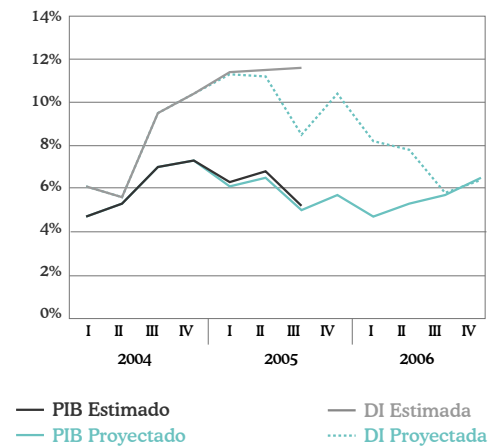


Joaquín Vial

Economista Jefe Servicio  
de Estudios Económicos  
BBVA Chile

### Evolución y proyecciones del PIB y la demanda interna

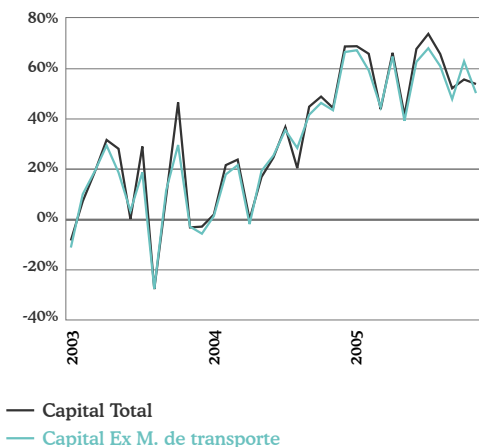
(variación interanual)



Fuente: Banco Central de Chile y SE BBVA Chile.

### Evolución de las importaciones de bienes de capital

(variación interanual)



Fuente: Banco Central de Chile

## 2. Panorama Macroeconómico: Crecimiento sin desbordes

### 2005, un buen año

Al concluir 2005 no podemos menos que reconocer que ha sido un buen año desde todo punto de vista. Una primera mirada muestra resultados muy claros: la economía ha crecido sobre 6%, la tasa de desempleo ha caído a los niveles más bajos de la década y la inflación se mantiene controlada, a pesar de las fuertes alzas en el precio del petróleo, mientras la balanza comercial muestra un saldo positivo sin precedentes. Una mirada más profunda a aquellos elementos que podrían adelantar la acumulación de posibles problemas a futuro también entrega un panorama alentador:

Las cuentas fiscales acumulan un elevado superávit, gracias a la aplicación estricta de la regla fiscal que obliga a ahorrar los excedentes anormales del cobre, y como consecuencia de ello la deuda del Gobierno Central ha caído a niveles equivalentes al 9% del PIB<sup>1</sup>. Tampoco se perciben dificultades significativas para financiar los pagos al exterior, incluso si los términos de intercambio caen a niveles normales. Todo esto se da en un contexto de tasas de interés muy bajas, a pesar de las alzas recientes, lo que sin duda facilita los ajustes de empresas y consumidores. Por otra parte, el vigoroso crecimiento de la inversión y el empleo en el último tiempo está expandiendo la capacidad de crecimiento de la economía y, con ello, ampliando los espacios de maniobra para la política fiscal y monetaria para los años venideros.

En todo caso, no todo es color de rosa: el precio del dólar ha caído mucho, poniendo en dificultades a algunos sectores, especialmente aquellas industrias que compiten con importaciones. Persiste el nerviosismo respecto del abastecimiento de energía en 2006 y más allá, mientras se mantiene la volatilidad del precio del petróleo, todavía a niveles muy altos. Los desequilibrios de la economía mundial no se resuelven y los ajustes se diferencian, aumentando así la probabilidad de que ellos finalmente terminen siendo disruptivos... Con todo, el balance es claramente positivo.

### Fuerte dinamismo en la demanda interna impulsó el crecimiento en 2005

Al examinar la evolución de la economía en el año destaca el fuerte impulso proveniente de la demanda interna, con tasas de crecimiento por encima de 11% anual en los tres primeros trimestres del año, ligado al fuerte aumento de la inversión, especialmente aquella en maquinarias y equipos. Las importaciones de bienes de capital han crecido a un ritmo anual que ha fluctuado entre 40% y 70%, con una media de 57% en los primeros 11 meses del año, sin señales claras de atenuar.

Los otros componentes de la demanda interna también han crecido, aunque a un ritmo mucho más moderado: el consumo familiar ha venido acelerando gradualmente desde 6,9% de aumento en el primer trimestre del año a 7,8% en 2005 T3, tasa que representaría el punto más alto, para comenzar a desacelerar a fines del año. El consumo de gobierno, por su parte, ha seguido creciendo a un ritmo estable, entre 3 y 4% anual, mientras la acumulación de inventarios continúa representando una cifra cercana a 2,5% del PIB. En contraste, la demanda externa ha sustraído impulso a la economía nacional, al tener un aporte negativo de 5,4%, lo que se explica por una combinación de crecimiento lento de las exportaciones y del rápido aumento de las importaciones. Esto no es sorprendente, dado que el impulso local proviene fundamentalmente de las inversiones en maquinarias y equipo, demanda que se abastece desde el exterior, al no haber una industria local de bienes de capital de tamaño significativo.

<sup>1</sup> Si se incluyen las garantías a deudas de empresas públicas y los Bonos de Reconocimiento pendientes de liquidación, la cifra total alcanza a 23% del PIB.

Sin embargo, el gran aumento de las importaciones no es únicamente un resultado de la composición del aumento de la demanda interna, ya que el consumo crece también a tasas elevadas.

Lo que estamos viendo es una reacción normal ante un aumento de la demanda, en una economía abierta y precios flexibles: una parte creciente de esa mayor demanda se está canalizando al exterior, como resultado de una apreciación cambiaria nominal y real. En el pasado este fenómeno ocurría igual, pero se manifestaba mediante una apreciación real, con un tipo de cambio nominal estable, es decir, a través de más inflación. Con un Banco Central autónomo, que goza de elevada credibilidad y tiene un objetivo claro, el ajuste se está produciendo por la vía de una apreciación nominal y con inflación contenida, lo que es una manera más eficiente y rápida de lograr dicho ajuste.

### Buen año para el empleo, pero no para las remuneraciones

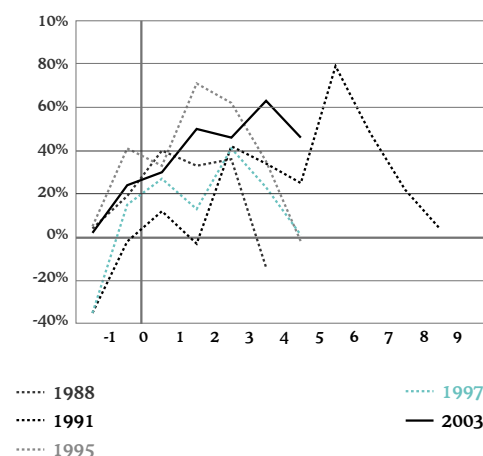
La evolución del empleo, de la fuerza de trabajo y de las remuneraciones es de especial importancia. Si bien el empleo total alcanzó un crecimiento satisfactorio, con un aumento de 1,7% entre noviembre de 2004 y el mismo mes de 2005, lo que representa del orden de 100 mil nuevos puestos de trabajo, lo más destacable es el aumento del empleo asalariado, que refleja la evolución del universo potencial de cotizantes para la Seguridad Social. El empleo asalariado aumentó 4,2% en el mismo período de referencia, lo que equivale a más de 150 mil nuevos puestos de trabajo con estas características. La cifra global refleja una cifra menor, ya que el empleo por cuenta propia, es decir de independientes sin obligación legal de cotizar a la Seguridad Social, cayó en más de 40 mil personas. Estas cifras dan cuenta entonces de un crecimiento vigoroso del empleo que no sólo se refleja en una reducción de más de un punto en la tasa de desocupación, sino también en una mayor formalización en el mercado laboral.

En el caso de las remuneraciones la información es un poco más ambigua, debido a los cambios legales que redujeron las horas trabajadas, lo que dificulta las comparaciones. Los índices de remuneraciones por hora que computa el INE muestran una aceleración desde tasas de aumento anual de 3% a fines de 2004 a una cifra en torno a 6% a fines de 2005. Esto es un buen reflejo de la evolución del costo de la planilla para las empresas, pero no necesariamente da cuenta de la evolución del poder adquisitivo de los trabajadores: las propias estadísticas del INE informan que el número promedio de horas trabajadas en 2005 ha caído en aproximadamente 4% respecto de 2004, desde 44,6 horas semanales a las 42,7 actuales. Si esa disminución se distribuyera igual a como se distribuyen las remuneraciones por hora, entonces tendríamos que el aumento nominal de poder de compra de los trabajadores habría sido de 2% en promedio, cifra que queda por debajo de la inflación del período. En otras palabras, el aumento en las horas de descanso ha representado un mayor costo para las empresas y también una pérdida de poder de compra de los trabajadores. Esta situación debería cambiar en 2006, a medida que la mayor presión sobre el mercado de trabajo se comienza a reflejar en mejoras de las remuneraciones reales.

### ¿Por qué no crece más el PIB, siguiendo a la demanda interna?

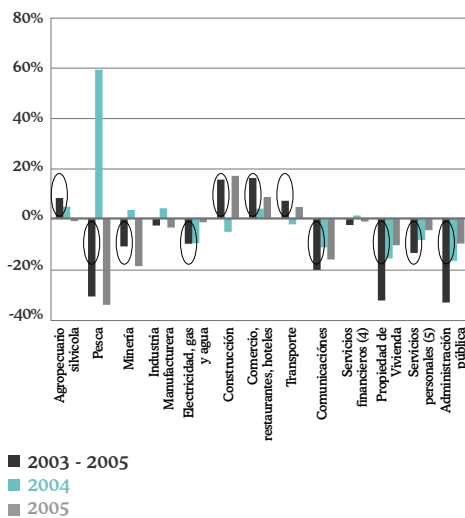
El período de expansión actual contiene, sin embargo, algunas paradojas. La más llamativa es el hecho de que a lo largo de 2005 ha aparecido una brecha muy elevada entre el ritmo de crecimiento de la demanda interna y del PIB. Es más, en los últimos trimestres se observa una cierta desaceleración en el aumento del PIB, lo que no ha ocurrido con la demanda interna, que se mantiene creciendo a tasas de dos dígitos. Para poner esta situación en perspectiva vale la pena comparar el actual ciclo expansivo con otros períodos de aceleración del crecimiento que hemos vivido en los últimos 20 años, lapso para el cual existen cifras trimestrales comparables. Algunas regularidades que se pueden observar son las siguientes:

### Perfil de la brecha entre crecimiento de la demanda interna y el PIB en ciclos expansivos



Fuente: Banco Central de Chile

### Desviaciones del crecimiento sectorial respecto del crecimiento del PIB total



Fuente: Banco Central de Chile.

- En todos los casos, la demanda interna inicia su aceleración con un trimestre de anticipación, o en forma simultánea con la aceleración en el crecimiento del PIB.
- En todos los casos tenemos que la brecha entre las tasas de crecimiento de la demanda interna y el PIB aumenta y perdura hasta el final del ciclo expansivo.
- Los períodos expansivos duran entre 4 y 5 trimestres, con la excepción del ciclo iniciado en 1992 que tuvo una duración de 6 trimestres.
- Sólo en el ciclo de 1992-93 se observa que la desaceleración del PIB precede a la de la demanda interna por tres trimestres. En 1997 ello ocurre con dos trimestres de anticipación. En ambos casos se podría argumentar que se alcanzaron restricciones de capacidad productiva que finalmente indujeron reacciones de política económica destinadas a frenar la demanda interna, lo que ocurrió con algún rezago.

Hasta aquí las similitudes. Lo notable del ciclo expansivo actual es que después de 5 trimestres todavía la demanda interna aparece creciendo más fuerte que el PIB y que el ritmo de aumento de éste ha dado señales de estabilizarse hace ya al menos dos trimestres. Con esto la expansión actual comienza a perfilarse como una de las más prolongadas del período, así como una en que perdura por más tiempo que lo normal la diferencia entre el crecimiento de la demanda y la respuesta de la producción. Esto a su vez tiene más de una interpretación: podemos estar enfrentando problemas de capacidad disponible, lo que anticiparía un pronto fin del ciclo actual, o bien sería un indicio de cambios estructurales que han hecho menos elástica la respuesta del PIB a la demanda, algo que ya se insinúa por la preponderancia de las maquinarias y equipos importados dentro de los destinos del aumento en el gasto interno.

### ¿Restricciones de capacidad o cambio estructural?

Para dar respuesta a esta interrogante vale la pena examinar como ha evolucionado el PIB en relación a su origen sectorial. Si se comparan las tasas de crecimiento de cada uno de los sectores con las tasas de crecimiento del PIB total, podemos distinguir aquellos sectores que están creciendo por encima del promedio, de aquellos que lo hacen por debajo de la media o que incluso pueden estar contrayéndose. Esto se aprecia en el gráfico adjunto que muestra un patrón bastante nítido:

- Agricultura, que es una mezcla de producción para el mercado interno y exportaciones, y otros sectores directamente ligados a la demanda interna y la actividad general (comercio, construcción, transporte) crecen por encima del promedio.
- Sectores donde existen restricciones de capacidad crecen menos que el promedio (pesca, minería, energía y comunicaciones). De estos, sólo energía y, eventualmente comunicaciones, pueden provocar efectos significativos sobre los precios domésticos, ya que los demás están vinculados a exportaciones o se trata de servicios que no se transan en mercados con precios definidos por escasez (propiedad de vivienda, servicios de gobierno).
- Industria y servicios financieros aparecen creciendo al ritmo promedio de la economía, aunque ambas muestran mayor dinamismo en 2005.

De este primer vistazo se desprende una primera conclusión: efectivamente el crecimiento del PIB puede estar siendo parcialmente frenado por restricciones de capacidad productiva en sectores vinculados a recursos naturales y orientados a la exportación. Esto no ocurrió con la misma fuerza en los 90, cuando la producción minera se duplicó y ello fue acompañado simultáneamente por una gran expansión de la capacidad de generación de energía eléctrica como consecuencia del desarrollo del gas natural. Lo más importante de esto, es que dichas restricciones de capacidad no deberían reflejarse en presiones para aumentar los precios en Chile.

Un segundo tema a analizar dice relación con posibles cambios estructurales, los que pueden ser examinados a partir de la información más detallada que está disponible sólo para el sector industrial.

Para esto se procedió a construir índices para tres subsectores a partir de la agregación de subgrupos del Índice de Producción Industrial del INE a tres dígitos de detalle. En un primer subsector se incluyó agrupaciones cuyos bienes están orientados principalmente a satisfacer consumo local y que no enfrentan una competencia fuerte de importaciones (MINT, por Mercado Interno No Transable). Entre estas cabe mencionar productos alimenticios, bebidas, tabaco, etc. En un segundo subsector se juntó a aquellas agrupaciones que están orientadas al mercado interno, pero que enfrentan una competencia significativa de importaciones (MIT) y que incluyen actividades como textil y vestuario, calzado, artefactos eléctricos para uso doméstico, etc. Finalmente se consolidó en un tercer sector aquellas actividades que están orientadas predominantemente a la exportación (EXP, por exportables) que incluyen productos químicos (metanol), productos de minerales metálicos, etc. Para la agregación se prorrataron los pesos relativos a partir de las ponderaciones de cada sector en el índice general y las series respectivas se desestacionalizaron. Los resultados para las tasas de variación mensual anualizadas de las series de tendencia muestran un panorama bastante claro: mientras la producción de MINT acelera y crece a un ritmo superior a 10% real anual, la de aquellos bienes que enfrentan competencia de importaciones cae a terreno negativo, para repuntar sólo en el mes de noviembre. Está por verse si esto es el inicio de una recuperación sostenida después de “tocar fondo”, o se trata de un fenómeno transitorio que podría revertirse en meses venideros. La producción de bienes exportables ha venido desacelerando paulatinamente a lo largo de 2005, para terminar creciendo por debajo de la tendencia general del sector.

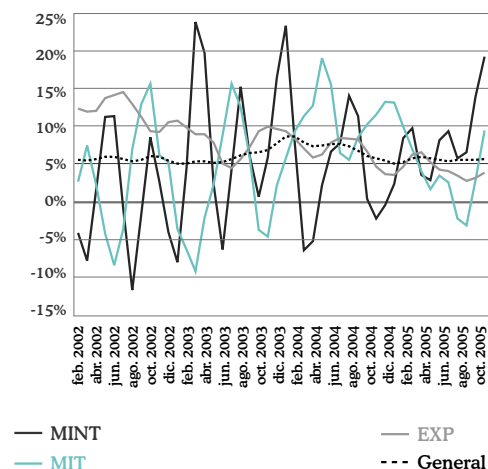
Lo que estas cifras sugieren es que la actividad de la industria está reflejando tendencias contrapuestas, que resultan de realidades muy diversas que están enfrentando empresas que operan en distintos mercados: mientras la mayoría se ve claramente beneficiada de la expansión de la demanda interna y de las exportaciones, y está reaccionando con mayor producción, hay una parte que está sufriendo las consecuencias de una competencia más dura, ya sea con proveedores norteamericanos o asiáticos.

Este fenómeno no es nuevo ni exclusivo de Chile. Refleja no sólo la apreciación del peso respecto del dólar, sino también la aparición de potencias manufactureras de bajo costo en Asia que están forzando un ajuste mayor en las capacidades industriales en todo el mundo. Si bien es cierto que esto tiene un costo en términos de empleo e instalaciones que pierden valor, también hay que considerar que en el agregado este proceso trae beneficios para los consumidores, que pueden adquirir productos más baratos, así como para la cadena de intermediación y transporte, que se ve beneficiada por los mayores volúmenes de transacciones (y en esto se crean empleos) y para las empresas que acceden a bienes de capital e insumos más baratos, con lo que ganan competitividad.

En resumen, la producción crece menos que en recuperaciones previas por dos razones: en primer lugar por existir restricciones de capacidad de producción en actividades industriales ligadas a disponibilidad de recursos naturales (pesca, gas natural, minerales de cobre, etc.), mientras otra parte de la industria, especialmente aquella que compite fuerte con importaciones, ha sufrido como consecuencia de la apreciación del peso y de la entrada masiva de productos manufacturados de bajo costo provenientes de Asia.

Los datos también sugieren que el impulso al crecimiento sigue fuerte y podría ocurrir una aceleración en el crecimiento del sector industrial.

## Crecimiento de subsectores de la industria



Fuente: SEE BBVA Chile, sobre la base de datos INE

## Empleo y productividad: ¿Vuelta a la normalidad?

El Banco Central ha insistido en varias ocasiones en que una alta tasa de crecimiento de la productividad está mitigando las presiones inflacionarias. Al examinar los datos disponibles, en sus versiones menos refinadas, efectivamente se encuentran fundamentos para el optimismo del Banco Central: a lo largo del presente ciclo expansivo la productividad media por trabajador ha venido creciendo a tasas elevadas, llegando a cifras del orden de 4% a mediados de 2004. Sin embargo, comienza a preocupar el que dicho crecimiento ha venido desacelerando sistemáticamente desde esa época, ubicándose en 2005 T3 en apenas 1,1%. Al examinar la composición sectorial del PIB y el empleo se cae en cuenta que esta desaceleración se concentra en sectores no transables, mientras otros como la industria y la agricultura todavía presentan tasas de expansión del PIB por trabajador muy elevadas.

En todo caso, antes de cantar victoria y olvidarse de las restricciones de capacidad como un factor que podría complicar el panorama inflacionario, vale la pena recordar que el costo de mano de obra por hora de trabajo en sectores como la industria, ha venido acelerando en los últimos meses, pasando desde tasas de aumento anual en torno a 1% (nominal) a comienzos de año, a tasas cercanas a 7% en las últimas mediciones del INE. Recordemos que la medición de salarios se refiere a los pagos por hora promedio, por lo que se han visto afectadas por el ajuste legal que redujo la jornada de trabajo semanal desde comienzos de 2005, a la que aludimos anteriormente, de tal manera que parte del aumento de los índices de salarios por hora se explica por el hecho de que ha disminuido el número de horas trabajadas. En otras palabras, una parte significativa de las ganancias de productividad en la industria no están aumentando la capacidad productiva, sino más bien compensando el alza en remuneraciones por hora. La buena noticia es justamente que gracias a dicho aumento en productividad, la reducción en horas promedio trabajadas no debería haber impactado significativamente a la inflación.

### ¿Qué podemos esperar para 2006?

Nuestra proyección de crecimiento del PIB en lo que constituye nuestro escenario base (más probable) es 5,6% en 2006, seguido por tasas de expansión en el rango de 5,0 a 5,5% anual. El supuesto central detrás de este escenario es que efectivamente la demanda interna desacelera, en parte como consecuencia de mayores tasas de interés, pero especialmente por el fin de un conjunto de proyectos de inversión vinculados a concesiones de Obras Públicas y de infraestructura de transporte urbano. Por otra parte, esperamos que el consumo privado mantenga un elevado dinamismo en 2006, aunque con una desaceleración suave a partir del segundo semestre. Con esto se produciría una convergencia relativamente rápida de las tasas de crecimiento de la demanda interna y del PIB a lo largo del año.

Este escenario es consistente con el presupuesto fiscal 2006 aprobado y con una trayectoria de alza de tasas de interés oficiales que llevaría la TPM a niveles del orden de 5,5% a fines del año. Todo esto, en el entendido que el gobierno no se embarca de inmediato en nuevas mega inversiones a través del sistema de concesiones o por la vía de recurrir al endeudamiento de empresas como el Metro o EFE (ferrocarriles estatales) para emprender nuevos proyectos en sus respectivas áreas. En este contexto creemos que el empleo seguirá creciendo a razón de 100 a 150 mil empleos/año, lo que posiblemente permitiría rebajar la tasa de desocupación promedio entre 0,5% y 1% respecto del promedio de 2005.

La inflación permanecería acotada en este escenario, si bien durante los primeros meses de 2006 superaría transitoriamente el techo de la meta del Banco Central, aunque ella vuelve a ubicarse a niveles cercanos a 3% a fines del año y permanece allí, tal como se explica en la sección respectiva de este informe.

En este cuadro se observa una reducción paulatina del superávit comercial, originada en gran medida por la convergencia del precio del cobre a valores más acordes con su tendencia de equilibrio a largo

### Evolución de la productividad media de la mano de obra



Fuente: INE, Banco de Central de Chile

plazo, pasando desde algo más de US \$ 9.000 millones en 2005 a US \$ 4.600 millones en 2006 y ubicándose en torno a US \$ 1.400 millones en 2007, cuando el precio del cobre estará en un valor promedio cercano a US \$ 1/libra. Estos excedentes son más que suficientes para cubrir las necesidades de financiamiento externo del país, si los flujos de capitales se mantienen a niveles relativamente normales. Estas cifras toman como supuesto de trabajo una leve depreciación del peso con respecto de sus niveles de comienzos de año. Ello se fundamenta en una nueva perspectiva respecto de la política monetaria, tal como se explica en la parte panorama financiero de este informe, que reconoce menores peligros de inflación que los que veíamos meses atrás y, por ende, detiene las alzas de tasas de interés a niveles de 5,5%, en vez de llegar a 6,25% como preveíamos en octubre pasado.

### En un escenario alternativo la inflación crea problemas

El panorama futuro no es tan claro y evidente como sugiere nuestro escenario base: existen riesgos e incertidumbre que podrían alterar ese panorama, siendo el más preocupante un escenario de riesgo en que la inflación se mantiene a niveles altos por más tiempo del que anticipamos.

Esto se podría dar porque la demanda interna no desacelera tan rápido como esperamos, ya sea porque la inversión se mantiene firme por más tiempo, o porque el consumo acelera más de lo previsto, apoyándose en las mejores perspectivas del empleo y de los salarios. Al mantenerse un impulso significativo de la demanda sobre el mercado interno aumenta la probabilidad de que las empresas intenten recomponer márgenes de comercialización y que los aumentos de remuneraciones sean traspasados a los consumidores, con lo que la inflación permanecería en torno a 4,5% por más tiempo que el anticipado y la inflación subyacente seguiría aumentando para acercarse a 4%. En estas circunstancias al Banco Central no le quedaría otra opción que subir las tasas de interés con más fuerza y nuestra expectativa es que la TPM podría llegar a ubicarse en torno a 6%, para luego caer en 2007.

Este es un escenario en que hay más crecimiento a comienzos de 2006, pero es seguido por una desaceleración más abrupta, la que posiblemente iría acompañada por una apreciación adicional del peso y nuevas presiones para intervención del Banco Central en el mercado cambiario.

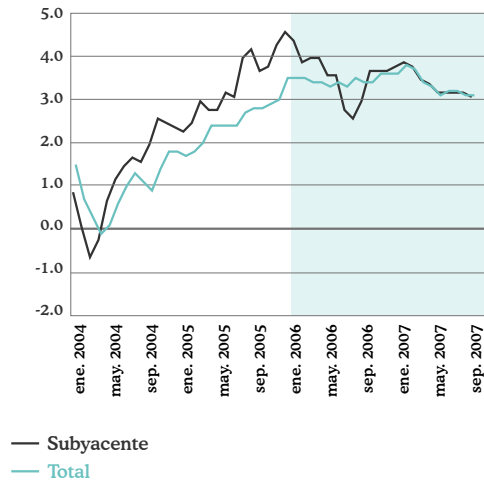
Hacia 2007-2008 la economía vuelve a una trayectoria de inflación y crecimiento semejante a la del escenario base.

El riesgo asociado a este escenario depende en gran medida de la evaluación del impacto de las inversiones de 2004 y 2005 en la expansión de la capacidad productiva: es un hecho que el dinamismo de la inversión ha sorprendido y ello se verá reflejado en las nuevas proyecciones sobre el PIB de tendencia y la "Brecha de Producto" que se calculen con los datos actualizados de inversión. En principio esto debería significar mayores espacios para crecer sin generar presiones inflacionarias. Sin embargo, esto no es independiente de la calidad (rentabilidad) de las inversiones realizadas. En este caso estas consideraciones son especialmente importantes por el elevado peso que tienen las inversiones en infraestructura en la inversión de estos años. Algunas de estas inversiones posiblemente van a significar bajos aportes a la expansión de la capacidad productiva del país, porque su tasa de utilización inicial será muy baja (autopistas urbanas, líneas del Metro) o por baja rentabilidad social y económica de ellas (ferrocarriles). Este tipo de consideraciones se traducen en que los supuestos sobre crecimiento de la Productividad Total de Factores (eficiencia global en la utilización de los recursos) deberían ser revisados a la baja para los próximos años. El efecto neto de mayores inversiones y menor productividad de éstas es muy difícil de discernir a priori. Sin embargo, no sería aventurado suponer que la brecha entre el PIB de tendencia y el efectivo se ha reducido menos de lo anticipado, gracias al aumento de la inversión. Con esto, se reduciría la probabilidad de un escenario de sobrecalentamiento, haciendo menos probable el escenario de altas tasas de interés por problemas de origen doméstico.

Francisca Lira

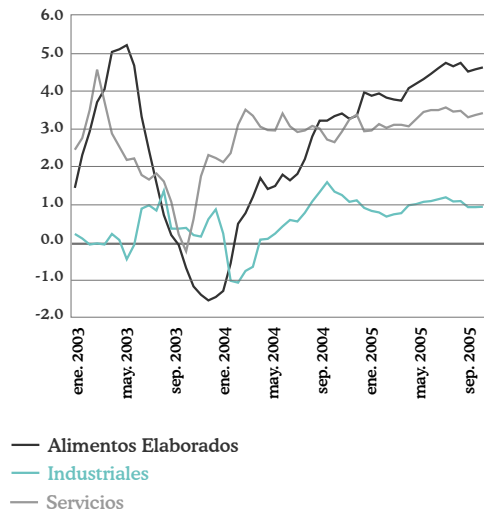
Economista Senior Servicio de Estudios Económicos BBVA Chile.

### Evolución de inflación y proyecciones (variación interanual)



Fuente: INE y SEE BBVA Chile

### Evolución de componentes subyacentes (variación interanual)



Fuente: INE y SEE BBVA Chile

## 3. Panorama Financiero: Vuelve la calma

### Sobresaltos con la inflación en 2005

En la última parte del año 2005 la inflación comenzó a acelerar llegando incluso a ser fuente de preocupación cuando en octubre alcanzó a 4,1%. Estas subidas que fueron mayores que las previstas a comienzos del año, se explicaron fundamentalmente por los componentes volátiles: combustibles y perecibles. El precio del petróleo, contrario a las expectativas, siguió una trayectoria fuertemente alcista en la mayor parte del año, al tiempo que los productos perecibles registraron alzas mensuales que no se observaban hace mucho tiempo. Ambas tendencias se comenzaron a revertir hacia fin de año, lo que permitió concluir 2005 con una inflación de 3,7%. Una vez finalizado el efecto de los huracanes en EE.UU., que redundaron en que el precio del petróleo (Brent) alcanzara a US\$ 68 por barril en septiembre, el precio del combustible empezó a ceder y aún manteniéndose alto permitió, junto con las caídas de precios de perecibles, que los registros de inflación de los dos últimos meses del año fueran negativos y la trayectoria se ubicara dentro del rango meta.

Por su parte, la inflación subyacente también aceleró a lo largo del año, cerrando 2005 con una expansión de 2,9%, en línea con lo previsto a comienzos de año, pues el efecto de una expansión del gasto, más alta que la esperada inicialmente, se habría contrarestando con la apreciación cambiaria ocurrida en la segunda parte del año. Otro factor que habría ayudado a mantener el componente subyacente acotado, fue el mecanismo diseñado por la autoridad para mantener el precio del diésel a un nivel de \$ 420 /lt para un rango de precios del petróleo de US\$/b 55 y US\$/b 61, lo que repercutió en que las tarifas de microbuses se mantuvieran más estables.

En el gráfico adjunto se muestra la evolución de los principales componentes de la inflación subyacente: alimentos elaborados, bienes industriales y servicios.<sup>1</sup> Se observa que los componentes de alimentos elaborados muestran una notoria trayectoria alcista, el precio de los servicios permanece acotado en torno al centro de la banda, mientras el precio de los bienes industriales se comenzó a desacelerar en los últimos meses.

- El aumento en los precios de alimentos elaborados (no perecibles) se explicaría por la vuelta a la normalidad de la política comercial de las principales cadenas de supermercados, luego de las agresivas campañas de precios bajos implementadas a fines de 2003. Este cambio se ha reflejado en una mejora de los márgenes de comercialización de las dos principales cadenas de supermercados a septiembre de 2005 respecto de igual periodo del año anterior.<sup>2</sup>
- Los precios de los bienes industriales se comenzaron a desacelerar en los últimos meses, capturando los menores costos de las mercaderías importadas, en tanto que las principales tiendas por departamentos habrían mantenido sus márgenes de comercialización a un nivel similar que en 2004.
- Por último el componente servicios se mantuvo en torno al centro de la banda de precios.

Por otra parte, y de acuerdo a antecedentes de Cuentas Nacionales, el deflactor del consumo permaneció acotado hasta septiembre de 2005 y en línea con los datos de inflación subyacente, alcanzando una expansión de 2,2% en el tercer trimestre. La subida de precios de los bienes de consumo no durables se habría compensado con la caída de los bienes durables, mientras que los servicios se han mantenido estables. La caída en precios de los bienes durables refleja que la apreciación cambiaria efectivamente estaría colaborando en el control inflacionario.

1 Alimentos elaborados corresponde a la totalidad de los alimentos excepto frutas, verduras y carnes frescas. Bienes Industriales incluyen vestuario, calzado, artículos para el hogar, bienes de consumo durables y otros.

2 De acuerdo a información financiera tomada de las respectivas páginas web, los Márgenes de Explotación como proporción de las ventas habrían aumentado en 3,8 y 4,8 puntos porcentuales respectivamente, en los primeros nueve meses de 2005 respecto de igual período del año anterior.

## Los temores inflacionarios se disipan

Las perspectivas inflacionarias para los meses venideros se han moderado en los últimos meses en parte gracias a los registros inflacionarios negativos de noviembre y diciembre, ocasionados fundamentalmente por la disminución en los precios del petróleo y del dólar. Si bien seguimos previendo que la trayectoria inflacionaria superará el techo de la banda en el primer trimestre de 2006, esta situación tendrá efectos más limitados y los niveles de inflación estarán a esa fecha más cerca del 4% que del 5% que esperábamos hace unos meses atrás.

En efecto, nuestra proyección es que tras alcanzar un máximo de 4,5% en febrero de 2006, la trayectoria inflacionaria baje del techo de la banda hasta llegar a 3,6% al cierre del año 2006 y converger hacia el centro de la banda hacia fines de 2007. Por su parte, se proyecta que la inflación subyacente se mantenga algo por sobre el centro del rango meta en los próximos 18 meses para luego converger a 3,0%.

Esta trayectoria es levemente superior a la anunciada por el Banco Central de Chile a través de su Informe de Política Monetaria (IPoM) de enero, con una proyección de inflación promedio de 3,2% para 2006 y 2,8% para 2007. Por su parte, nuestras proyecciones arrojan un promedio anual de 3,6% y 3,2% para 2006 y 2007, respectivamente.

Estas proyecciones suponen que el precio del petróleo baja gradualmente hasta llegar a US \$50 barril al cierre de 2006, mientras el precio del dólar sube gradualmente hasta \$550 a mediados de 2006, para luego estabilizarse a ese nivel.

## Las alzas de tasas oficiales se moderan

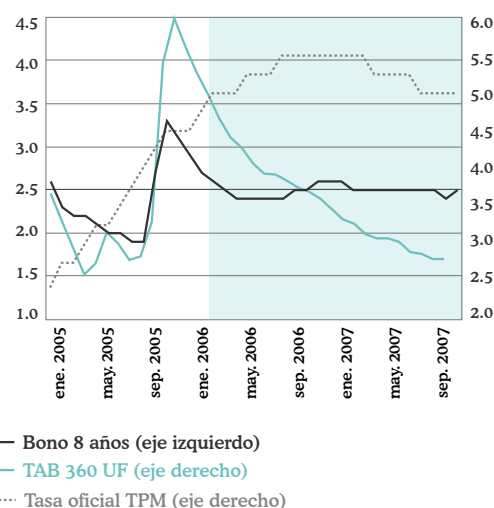
No obstante la normalización de la trayectoria inflacionaria prevista, la tasa de interés oficial, que actualmente está al nivel de 4,5% se considera todavía expansiva, y equivalente a una tasa real por debajo del 2,0%.

Desde mediados del año pasado, 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, y pausas en diciembre y enero, lo que se ha traducido en un aumento de 100 p.b. entre julio de 2005 y enero de 2006 (desde 3,5% en junio hasta 4,5% en enero). Si se considera que la trayectoria inflacionaria se ha acelerado desde 3,1% a julio de 2005 hasta 3,7% a diciembre, los movimientos anteriores estarían significando un alza muy moderada en la tasa real.

Si bien existe consenso entre los agentes de que todavía no termina la senda alcista de tasas, la mayoría de ellos se encuentra proyectando una trayectoria más suave que la que se pensaba hace dos meses atrás. Según la curva forward actual la TPM se ubicaría en 5,6% en julio de este año, 5,9% en diciembre y 6,1% al cierre de 2007. Esto estaría motivado por el ajuste a la baja en las perspectivas de inflación para los años venideros reforzado por la mantención de tasas por parte del Banco Central en las dos últimas reuniones y posteriores señales de moderación de su trayectoria alcista. Además, las presiones han aminorado desde el frente internacional: se espera que en Estados Unidos las subidas estén llegando a fin, con un máximo de dos aumentos, de 25 p.b. cada una que se concretarían en los tres primeros meses de 2006.

- El desvanecimiento de los temores inflacionarios comenzó con la “vuelta a la normalidad” en el precio del petróleo y la apreciación cambiaria de la última parte de 2005. Además, como se explica en la sección de panorama macroeconómico, existen factores estructurales que sustentan una inflación más baja: los nuevos antecedentes relativos a la productividad del trabajo atenúan de forma importante las presiones de costos de mano de obra. Algo similar ocurre con la capacidad instalada, pues el PIB potencial recalculado incorporando los datos de 2005 todavía da espacios para continuar creciendo sin presiones sobre los precios.
- Luego de que el Banco Central mantuvo por dos meses la tasa de política monetaria, yendo en contra de las expectativas de la mayoría, terminó por explicitar su señal de moderación a través de su IPoM de enero. Allí señaló que “en las proyecciones de inflación y crecimiento se consideró como supuesto de trabajo una trayectoria de tasas de interés que tiene asociado un impulso monetario que declina gradualmente en los próximos

## Evolución de tasas de interés y proyecciones



Fuente: Banco Central, ABIF y SEE de BBVA Chile



años, a un ritmo comparable al implícito en los precios de los activos financieros durante las últimas dos semanas y que es inferior al que se observó en la segunda mitad del año pasado". A modo de referencia, cabe señalar que en el segundo semestre de 2005 la tasa de interés subió en 100 p.b. y en las últimas semanas el mercado estaba descontando una tasa de 5,9% a diciembre de 2006.

Considerando los nuevos antecedentes que inciden tanto en la inflación como en la visión del Banco Central, hemos corregido a la baja nuestra expectativa de tasas oficiales para el cierre de 2006, proyectando que esta alcanzará a 5,5% a septiembre de 2006, manteniéndose en ese nivel hasta mediados de 2007. El perfil de alza de tasas se concentra en el primer semestre de 2006, pasando desde el 4,5% de enero hasta 5,25% en junio (5,0% en mayo), coincidiendo con el pronóstico del Banco Central de menor dinamismo en las subidas en el primer semestre de 2006 que en el último de 2005.

### Las tasas de largo plazo seguirán bajas

La disminución que han experimentado las tasas de largo plazo en los últimos días, luego de la sobreacción de los últimos meses del año pasado, hace prever que éstas han comenzado a alinearse con el nuevo escenario financiero aquí descrito. En este contexto, se espera que las tasas de largo plazo en UF permanezcan muy acotadas en los años venideros, tanto así que la rentabilidad de los papeles que hemos usado de referencia (PRC 8) no excederá en un escenario base el 3% en los próximos dos años. Lo anterior suponiendo que la tasa de interés de largo plazo en Estados Unidos permanezca más o menos acotada a los niveles actuales en torno al 4,5%, considerando que el nivel de ahorro asiático y los excedentes petroleros permitirían mantener un elevado nivel de flujo de capitales y lo que resta por subir la tasa oficial es un máximo de 50 p.b., que en buena parte ya está descontado.

### Este nuevo escenario financiero es consistente con una moneda más depreciada

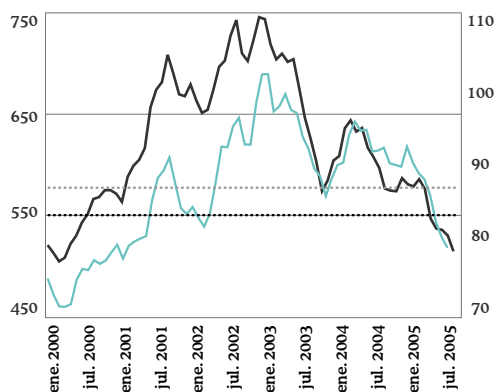
Una vez conocida la decisión de mantención de tasas de interés por parte del Banco Central a mediados de enero, la moneda nominal tomó una senda de depreciación que se acentuó tras el IPoM de enero, al cierre de esta edición. En su informe cuatrimestral, el Banco Central ha señalado que "se considera que el tipo de cambio real en las últimas dos semanas está por debajo del nivel coherente con sus determinantes de largo plazo, lo que lleva a suponer que presentará una moderada depreciación en el horizonte de proyección".

El nuevo escenario de tasas locales más moderadas es congruente con un tipo de cambio más depreciado, toda vez que las rentabilidades esperadas por diferencial de tasas tienden a disminuir. En efecto, hace dos meses atrás, cuando esperábamos que 2006 cerrara con una TPM de 6,25%, el diferencial de tasas entre Chile y Estados Unidos se proyectaba en un máximo de 150 p.b., brecha que ahora se ha reducido a la mitad.

Asimismo se espera que durante 2006 se deteriore levemente el saldo en Cuenta Corriente considerando que las importaciones seguirían creciendo al compás de la demanda interna, al tiempo que las exportaciones permanecerán prácticamente estancadas a causa de la caída prevista en los precios de materias primas. Es así como para efectos de nuestras proyecciones, hemos considerado una moneda local que continúa con la senda de depreciación, para converger a un valor cercano a los \$ 550 a mediados de año.

Finalmente cabe comentar, que en esta oportunidad el Banco Central a través de su IPoM de enero ha sido particularmente explícito al indicar sus supuestos de variables financieras para sus proyecciones. Tal como se hacía tradicionalmente, junto con referirse a la velocidad de declinación del impulso monetario (usando o no la palabra gradualmente) y con comparar la tasa implícita en los supuestos con la que se deduce de los precios de los activos, el texto va un paso más allá y compara las subidas previstas para los próximos meses con la del último semestre. Por otra parte es explícito en señalar que el tipo de cambio real está desalineado con su nivel de equilibrio y que supondrán una moderada depreciación en el horizonte de proyección. Lo anterior, sumado a las dudas de la efectividad de una intervención cambiaria más explícita que ha manifestado el Banco Central, podría entenderse como una forma alternativa –y menos costosa de intervenir– en la variable cambiaria.

Evolución del tipo de cambio real y nominal



- Tipo de cambio nominal (eje derecho)
- Tipo de cambio real (TCR)
- ..... TCR promedio 1990-2005
- ..... TCR promedio 2000-2005

Fuente: Banco Central

Joaquín Vial

Economista Jefe Servicio  
de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## 4. Panorama Político: ¿Cuánta continuidad? ¿Cuánto cambio?

### Concertación gana las parlamentarias en 2005

El 11 de diciembre de 2005 tuvimos elecciones simultáneas de Presidente, la totalidad de los diputados y la mitad del Senado. Al igual que en 1999, la elección presidencial no se decidió en esa oportunidad y se debió realizar una segunda vuelta (balotaje) entre las dos primeras mayorías: Michelle Bachelet de la Concertación (gobierno) y Sebastián Piñera de la Alianza (oposición).

En las elecciones parlamentarias no se produjeron cambios significativos, en la votación de los conglomerados, manteniéndose un predominio amplio de la Concertación (52%) respecto de la alianza opositora (39%). Sin embargo, sí hubo algunos cambios en la composición del Parlamento, ya que por las características del sistema electoral binominal, cambios marginales en algunos distritos inciden en que una coalición elija o no a sus dos representantes.

En la Cámara de Diputados se amplió la ventaja de la Concertación, que consiguió doblar en seis distritos, en vez de los cuatro de la elección anterior. Con ello la Concertación queda con 65 diputados y la Alianza con 54. Como curiosidad vale la pena mencionar que por primera vez fue elegido un diputado independiente que no iba en lista de los dos grandes conglomerados. Al interior de la Concertación, la DC (centro) pierde tres diputados a favor del PS (izquierda) que gana el mismo número.

El cambio mayor del Senado ocurre como consecuencia de la eliminación de los senadores designados y vitalicios, que le otorgaba una leve (y cambiante) mayoría a la Concertación. Esa mayoría se mantiene y consolida ya que la Concertación consiguió doblar en una circunscripción, y en otra un candidato regionalista independiente desplazó a uno de los senadores de la oposición. Sin embargo, el mayor cambio ocurrió al interior de la Concertación, ya que la DC perdió cinco senadores, a favor principalmente del Partido Socialista que con 8 senadores pasa a ser el grupo con mayor presencia parlamentaria dentro de la coalición de gobierno, desplazando a la DC que ha visto reducida su representación de 12 a 6 senadores (Jorge Lavandero, que no iba a reelección, perdió su cargo meses atrás al ser condenado por abusos sexuales a menores, siendo reemplazado por un miembro del PRSD).

En suma, la elección no trajo grandes cambios en los patrones electorales, si bien una suma de cambios marginales se tradujo en una pérdida de peso relativo de la DC dentro de la Concertación, a favor del PS. Si bien la Concertación consiguió mayoría en ambas cámaras del Congreso, ellas no son suficientes para modificar leyes de quórum calificado, por lo que cambios mayores tendrán que ser consensuados, al menos con parte de la oposición.

### Y también gana en la Presidencial...

Tal como venían anticipando los estudios de opinión, Michelle Bachelet obtuvo una victoria holgada en la segunda vuelta presidencial, si bien el margen fue algo mayor al previsto (53,5% contra 46,5% de Piñera).

La votación de Michelle Bachelet superó, tanto en términos porcentuales como absolutos, a la votación obtenida por la Concertación en la primera vuelta electoral, capturando no sólo la votación del Partido Comunista, sino también parte de la votación obtenida por los candidatos de oposición (Lavín y Piñera) en esa ocasión.

Con este resultado ella obtiene un mandato sólido y con sello propio, lo que es interpretado por los analistas como un mayor espacio de maniobra respecto de los partidos de su coalición, al momento de designar su gabinete. Si bien no se conocen nombres con certeza, es casi seguro que los miembros principales de su equipo económico serán reconocidos economistas, con experiencia de gobierno y sólidas credenciales. Como nombres más probables para el Ministerio de Hacienda (jefe de facto del

equipo económico) suenan Mario Marcel, actual Director de Presupuestos y creador de la regla de Balance Estructural, y Andrés Velasco, profesor de la Escuela de Gobierno de la Universidad de Harvard y cercano colaborador de la candidata en la formulación del programa económico. Ambos son garantía de solvencia en el manejo de las finanzas públicas.

Los nombres de los miembros principales del gabinete posiblemente se conocerán en febrero. La Presidenta electa tendrá una difícil tarea de compatibilizar equilibrios políticos, su compromiso con una participación igualitaria de mujeres en el gabinete, su interés por incorporar caras nuevas y la lógica de excelencia que debiera primar en los nombramientos, según ella ha anunciado.

En el corto plazo deberá lidiar con la crisis interna de la Democracia Cristiana, el mayor partido de la Concertación, que se encuentra profundamente dividido por pugnas de poder. Por otra parte, el Partido Radical Social Demócrata – el partido más pequeño de la coalición - tiene fuertes aspiraciones de incrementar su presencia en el gabinete, pero aporta pocos nombres que satisfagan criterios mencionados anteriormente.

### ¿Cuán amenazante es el predominio de la Concertación?

Después de esta elección se da un hecho inédito desde la reinstalación de la democracia en 1990: la Presidencia y la mayoría de ambas cámaras del Congreso están en manos de la misma coalición de partidos. Esto es fuente de preocupación, ya que se percibe un mayor sesgo izquierdista (anti mercado y sector privado) en la composición del Senado. Por otra parte, la Presidenta electa proviene del ala más dura del PS y además ha estado alejada de los temas económicos por formación profesional y desempeño político.

Si bien estos factores apuntan hacia mayores riesgos provenientes de la esfera política, estimamos que hay otros elementos que apuntan en la dirección contraria y que los neutralizan. En primer lugar cabe destacar el giro del discurso de Michelle Bachelet durante su campaña y la preponderancia de equipos técnicos de primer nivel en la formulación de su propuesta programática. Si bien en sus comienzos ella marcó diferencias y acentuó las críticas, su discurso se fue moderando a lo largo de la campaña y fue adquiriendo un claro tono de continuidad con las administraciones previas de la Concertación. Es más, en la fase final, después de la primera vuelta, desaparecieron los voceros más críticos del modelo económico. Este proceso culmina en su discurso de la noche de su victoria, cuando asume de lleno la continuidad de la Concertación y el impulso hacia una modernización integral, como ejes de su acción de gobierno.

Esto es muy importante en Chile, donde el Gobierno tiene el control de la agenda legislativa. Si a nivel central se mantienen las prioridades enunciadas en el Programa de Gobierno de Michelle Bachelet, la mayoría de la Concertación en el Congreso no debería ser una amenaza grave.

Por otra parte, también es importante considerar que la Concertación no es un ente monolítico: hay visiones distintas y hay una parte de ella que es claramente pro-mercado y pro-modernización. Es más, con un período presidencial corto y cuando potenciales pre-candidatos van a tratar de posicionarse para las elecciones de 2009, es inevitable que se produzcan defecciones frente a votaciones cruciales, con senadores intentando marcar diferencias para ganar posiciones en la próxima carrera. Por lo tanto, no se puede dar por descontado que el conglomerado vote en bloque frente a todas las propuestas legislativas.

En todo caso, dado el poder de la Presidencia en Chile, lo que finalmente decida Michelle Bachelet frente a temas críticos en su agenda, como la reforma del sistema previsional, por ejemplo, será lo que marque el rumbo de su gobierno. Dada la complejidad técnica de temas como la previsión, la clave la va a dar la definición del equipo ministerial que tendrá lugar a fines de enero o febrero.

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
EE.UU.	2.7	4.2	3.6	2.8	2.3	2.7	3.4	2.8
UEM	0.7	1.8	1.4	2.0	2.1	2.1	2.2	2.0
Japón	1.4	2.7	2.0	2.5	-0.3	0.0	-0.2	0.2
China	10.0	10.1	9.8	9.0	1.2	3.9	1.8	2.5

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	06/01/06	Jun-06	Dic-06	Jun-07	06/01/06	Jun-06	Dic-06	Jun-07
EE.UU.	4.25	4.75	4.75	4.75				
UEM (\$/€)	2.25	2.50	2.75	3.25	1.22	1.20	1.22	1.24
Japón (yenes/\$)	0.10	0.10	0.10	0.50	114	117	115	110
China (cny/\$)	5.58	5.58	5.80	5.80	8.07	8.05	7.90	7.75

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	8.8	9.0	9.0	7.0	3.7	6.1	11.9	12.0
Brasil	0.5	4.9	2.7	3.4	9.3	7.6	5.6	5.5
Chile	3.7	6.1	6.3	5.6	1.1	2.4	3.7	3.6
Colombia	4.1	4.1	4.9	4.4	6.5	5.5	5.2	4.5
México	1.4	4.4	3.0	3.0	4.0	5.2	3.3	3.6
Perú	4.0	4.8	6.2	4.7	2.5	3.5	1.5	2.5
Venezuela	-9.2	17.9	9.4	4.1	27.1	19.2	14.4	15.3
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>1.7</b>	<b>5.9</b>	<b>4.4</b>	<b>4.1</b>	<b>7.1</b>	<b>6.8</b>	<b>5.9</b>	<b>6.0</b>
LATAM Ex-México	1.8	6.5	5.0	4.4	8.3	7.3	6.8	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	1.7	1.9	5.9	2.2	3.2	2.4
Brasil	-3.6	-2.5	-3.0	-3.0	0.8	1.9	2.0	1.3
Chile <sup>2</sup>	0.0	2.5	4.8	2.2	-1.5	1.5	-0.4	-1.6
Colombia	-2.7	-1.3	-1.2	-2.0	-1.3	-1.0	-0.1	-1.1
México	-0.6	-0.3	-0.1	0.0	-1.3	-1.1	-1.1	-1.3
Perú	-1.7	-1.1	-0.4	-0.6	-1.5	0.0	1.0	0.4
Venezuela <sup>2</sup>	-5.1	-1.9	1.6	-2.3	10.3	14.1	17.7	10.7
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-1.9</b>	<b>-0.9</b>	<b>-0.8</b>	<b>-1.1</b>	<b>0.7</b>	<b>1.2</b>	<b>1.9</b>	<b>0.8</b>
LATAM Ex-México	-2.7	-1.2	-1.1	-1.7	2.2	2.6	3.5	1.9

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

	Tipo de cambio (frente \$ , fin de período)				Tasas de Interés (% , fin de período)			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Argentina	2.96	2.99	3.01	3.15	3.7	3.1	5.0	8.0
Brasil	2.89	2.72	2.28	2.65	16.5	17.8	18.0	15.5
Chile	603	576	514	550	2.3	2.3	4.5	5.5
Colombia	2865	2404	2279	2365	8.0	7.8	6.3	6.9
México	11.24	11.15	10.63	11.30	6.0	8.7	8.8	7.0
Perú	3.47	3.28	3.42	3.40	2.5	3.0	3.3	4.5
Venezuela	1600	1920	2150	2150	15.1	12.4	10.9	10.3

Fecha de cierre proyecciones: Chile: 19 de enero Otros países: 9 de enero

Actividad Económica (real) (variación %)	2004				2005e				2005p				2006p				2007p			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB	6,1	6,3	5,6	5,3	5,0	6,3	6,8	5,2	5,2	5,2	6,8	5,4	5,8	6,7	5,0	5,7	5,0	4,9	5,4	5,4
Gasto Interno	7,9	11,1	6,8	5,6	5,5	11,4	11,5	11,6	9,9	8,1	7,6	5,4	6,3	6,3	5,5	5,4	5,4	5,4	6,1	6,1
FBKF	12,7	23,9	10,1	5,9	6,1	27,0	25,4	24,7	19,9	14,3	11,1	8,2	7,5	7,5	5,9	5,8	5,9	5,9	5,9	5,9
(como % del PIB)	(25,2)	(29,5)	(30,8)	(30,9)	(31,3)	(28,0)	(28,6)	(29,7)	(31,6)	(30,6)	(30,1)	(30,4)	(31,9)	(30,7)	(30,7)	(30,3)	(30,7)	(30,7)	(32,0)	(32,0)
Resto Demanda Interna	6,4	6,8	5,5	5,5	5,2	6,5	7,0	7,3	6,2	5,8	6,3	4,3	5,8	5,3	5,3	5,2	5,2	5,2	6,2	6,2
Consumo Privado	5,6	7,4	6,8	5,4	5,2	6,9	7,4	7,8	7,5	7,5	7,5	6,0	6,1	5,2	5,2	5,0	5,2	5,2	6,0	6,0
Consumo Habitual	5,1	6,1	6,6	5,5	5,3	6,0	6,4	6,3	5,9	6,5	6,8	6,3	6,7	5,6	5,4	5,4	5,1	5,1	5,9	5,9
Consumo Bienes Duraderos	13,4	25,1	9,8	3,8	3,5	21,2	21,4	27,7	28,9	22,3	19,5	2,3	-0,7	-0,5	1,3	6,5	6,5	7,8	7,8	7,8
Consumo Gobierno	3,0	4,0	3,5	3,5	4,6	3,5	4,0	3,6	5,0	3,2	4,7	3,0	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6
Exportaciones	12,8	6,3	5,6	4,9	4,9	7,1	7,8	3,8	5,0	5,2	5,8	6,0	5,4	5,1	4,7	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Importaciones	18,6	19,7	8,6	5,9	6,2	21,9	21,6	21,1	17,5	14,4	11,5	5,0	4,6	4,7	5,7	6,3	6,3	6,7	6,7	6,7
Ingreso Nacional	10,1	9,1	6,6	5,4	5,1	9,0	9,3	8,5	9,6	8,3	7,7	5,5	5,1	4,6	5,1	5,7	5,7	6,1	6,1	6,1
Ajuste por ToT (% del PIB)	8,8	12,4	10,2	8,5	7,9															
PIB Nominal (var. %)	13,1	10,3	5,3	5,5	6,9	10,1	10,0	8,0	13,0	10,9	6,7	2,9	1,4	2,2	5,1	7,0	7,0	7,7	7,7	7,7
Deflactor del PIB (var. %)	6,6	4,2	-0,2	0,2	1,8	3,5	3,0	2,8	7,4	6,0	1,2	-2,7	-5,0	-3,3	0,1	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
<b>Detalle Comercio Exterior</b> (millones de US\$)																				
CUENTA CORRIENTE	1.390	-464	-1.907	-2.670	-3.219	411	337	-1.095	-146	321	-51	-1.398	-780	-192	-254	-1.386	-838	-838	-838	-838
como % del PIB	1,5	-0,4	-1,6	-2,1	-2,4															
BIENES Y SERVICIOS	9.019	9.236	4.848	1.727	182	2.445	2.525	1.614	2.652	2.715	1.745	66	322	937	862	-173	101	101	101	101
BALANZA COMERCIAL	32.025	39.536	39.242	38.721	40.861	9.203	9.862	9.711	10.761	10.940	10.345	8.846	9.111	9.634	10.049	9.322	9.717	9.717	9.717	9.717
Exportaciones	23.006	30.300	34.394	36.995	40.679	6.758	7.337	8.097	8.109	8.225	8.600	8.780	8.789	8.697	9.187	9.495	9.616	9.616	9.616	9.616
Importaciones	-580	-700	-440	-311	-157	-117	-149	-248	-62	-91	-108	-213	-28	-54	-77	-191	12	12	12	12
SERVICIOS NO FINANCIEROS	-8.101	-10.500	-7.256	-4.695	-3.728	-2.248	-2.454	-2.809	-3.049	-2.646	-1.940	-1.436	-1.234	-1.234	-1.194	-1.174	-1.093	-1.093	-1.093	-1.093
SERVICIOS FINANCIEROS (RENTA)																				
TRANSFERENCIAS CORRIENTES	1.051	1.500	941	609	484	332	415	348	396	343	252	186	160	160	155	152	142	142	142	142
<b>Otros Indicadores</b>																				
PIB en US\$ (corr.)	94.169	113.360	122.680	127.849	135.274	25.928	27.371	28.046	32.015	31.369	31.234	29.021	31.056	30.898	32.442	31.054	33.455	33.455	33.455	33.455
Resultado Fiscal Presupuestario (% del PIB)	2,5	4,8	2,2	1,1	0,4															
Res. Fiscal Primario (% del PIB)	2,9	5,2	2,6	1,5	0,8															
Inflación (% promedio periodo)	1,1	3,0	3,6	3,4	3,0	2,3	2,8	3,3	3,8	4,3	3,8	3,3	3,0	3,6	3,6	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1
Inflación (% a diciembre)	2,4	3,7	3,6	3,0	3,0															
Tipo de Cambio Nominal (prom. periodo)	610	560	543	550	556	578	581	553	527	530	543	550	550	550	550	550	550	550	550	550
Tipo de Cambio Nominal (prom. dic)	576	514	550	550	556															
Tasa de Pol. Monetaria (prom. periodo)	1,87	3,49	5,17	5,25	5,00	2,64	3,17	3,75	4,42	4,75	5,08	5,33	5,50	5,50	5,33	5,17	5,00	5,00	5,00	5,00
Tasa de Interés (PRC 8)	2,45	2,36	2,53	2,52	2,45	2,37	2,11	1,89	3,07	2,74	2,43	2,40	2,53	2,56	2,53	2,51	2,46	2,46	2,46	2,46
Precio Cobre (c/lb, prom.)	130	167	129	97	85	148	154	170	195	170	135	110	100	100	98	97	93	93	93	93
Precio Petróleo (Brent US\$/Barril, prom.)	38	54	53	46	45	48	52	62	57	56	55	52	50	48	46	45	45	45	45	45
Términos de Intercambio (var %)	20,0	8,3	-7,3	-5,6	-1,8	5,5	5,4	9,4	12,6	8,0	-3,0	-13,8	-18,2	-14,0	-6,5	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Inflación Externa en US\$ (prom %)	9,1	5,1	3,0	2,0	2,0	7,0	6,2	4,0	3,3	3,0	3,0	3,0	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

p: proyectado; e: estimado Fecha de cierre: 19 de enero

## 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: Luis Carranza

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

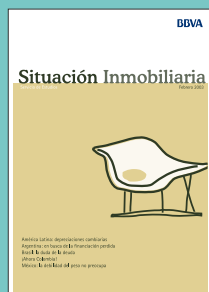
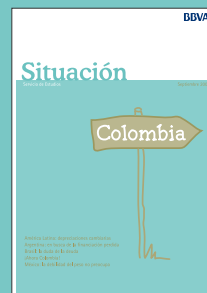
Europa: Manuel Balmaseda

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.