

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 3 / Nro. 12 - Cuarto Trimestre 2007



- Editorial
- Panorama Internacional: Un panorama económico con mayores incertidumbres.
- Panorama Macroeconómico: Dos años por debajo de lo esperado ¿Qué pasará en 2008? ¿La tercera es la vencida?
- Panorama Financiero: Con la atención puesta en la inflación.
- Deudas de consumo de los hogares chilenos.

# Índice

Fecha de cierre: 30 de octubre de 2007.

<b>Editorial</b>	2
<b>1. Panorama Internacional</b>	3
Un panorama económico con mayores incertidumbres	
<b>2. Panorama Macroeconómico</b>	6
Dos años por debajo de lo esperado ¿Qué pasará en 2008? ¿La tercera es la vencida?	
<b>3. Panorama Financiero</b>	10
Con la atención puesta en la inflación	
<b>4. Deudas de Consumo de los Hogares Chilenos</b>	17
<b>Tablas de Indicadores y Proyecciones</b>	22

## Han elaborado esta publicación:

### **Economista Jefe:**

Miguel Cardoso

mcardoso@bbva.cl

### **Economistas:**

William Baeza

Silvia Leiva

Francisca Lira

wbaeza@bbva.cl

sleiva@afpprovida.cl

flira@bbva.cl

**Miguel Cardoso Lecourtois**  
Gerente Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## Editorial

Aunque ya hace tres meses adelantábamos que los riesgos se habían incrementado en número y en probabilidad de realización, el tercer trimestre del año nos trajo un contexto internacional mucho más incierto de lo esperado. A esto se añadió una desaceleración importante de la actividad doméstica que da cuenta de factores que están tomando un carácter estacional (energía) y que probablemente volverán a tener un impacto negativo durante el siguiente año. Más aún, la inflación se consolidó como el principal riesgo para la economía chilena, al comenzar a registrar niveles que pueden obligar al Banco Central a llevar a cabo una política monetaria más pro-activa.

Como detallamos en esta revista, los riesgos sobre la actividad, tanto a nivel doméstico como mundial, son a la baja. La razón tiene que ver principalmente con los efectos que pueda tener la falta de liquidez en los mercados internacionales de capital sobre el sistema financiero de algunos países desarrollados. En particular, el deterioro en las expectativas respecto a la capacidad de pago de cierto tipo de deudores ("subprime") en el mercado hipotecario de los EE.UU., ha sido el pretexto para que los inversores hayan realizado una revaluación del riesgo de una gran cantidad de activos. Lo anterior ha afectado de manera importante a algunos mercados que habían sido determinantes en la financiación de actividades ligadas no solamente al sector hipotecario de EE.UU., sino también a la economía mundial. Hacia adelante, existe todavía incertidumbre de qué tan duradero será este episodio y nuestra percepción es que continuaremos viendo una fuerte volatilidad en los mercados financieros antes de que el panorama pueda esclarecerse.

Sin embargo, creemos que existen una serie de soportes, tanto a nivel doméstico como mundial, para asegurar que en 2008 veremos solamente una moderación del crecimiento. En particular, el actual ciclo de bonanza ha venido acompañado de altas ganancias para las empresas, relativamente bajas tasas de interés y una disciplina macroeconómica en mercados emergentes que asegura que el descenso esperado en la demanda por parte de países desarrollados, será más que compensado por un aumento en la dinámica interna en países como China o India.

A nivel doméstico, la energía seguirá quitando décimas al crecimiento ya que las restricciones de gas desde Argentina continuarán siendo considerablemente superiores a las registradas el año pasado. Sin embargo, pensamos que la minería comenzará a presentar una mejor dinámica como resultado de la normalización de las operaciones en la producción estatal. Asimismo, bajas tasas de interés, sólido crecimiento del empleo y remuneraciones reales aumentando de manera congruente con la productividad de los trabajadores garantizan que el consumo tirará de sectores como el comercio, la construcción y los servicios. Por otro lado, la inversión para el siguiente año incluye la puesta en marcha de proyectos en minería y generación de energía que serían un sustento para la demanda interna.

Finalmente, está el tema de la inflación. Aquí, es evidente que el contexto internacional ha evitado una política más pro-activa por parte del Banco Central. En particular, la posibilidad de reducciones en la tasa de política monetaria de la Reserva Federal hizo que el Consejo del BCCh hiciera explícito en su comunicado de septiembre que en adelante el escenario externo jugaría un papel importante en la determinación de la TPM chilena. Aquí, existen preocupaciones que justifican plenamente el accionar de la autoridad monetaria y que tienen que ver con la posibilidad de observar una desaceleración mayor a la esperada en la economía mundial. Lo anterior, unido a una apreciación del peso chileno respecto al dólar, podría ser especialmente negativo para el sector exportador. Hacia adelante, sin embargo, la principal preocupación del BCCh debe continuar siendo la inflación. En esto, pensamos que, como la mayor parte de los bancos centrales a nivel mundial, el BCCh ha vivido en los últimos meses de una bien ganada reputación. En efecto, el mercado continúa descontando que el Central será exitoso en su deseo de reducir la variación del IPC en 2008 hasta niveles congruentes con su objetivo de mediano plazo. Sin embargo, de preocuparse demasiado sobre las consecuencias en la actividad que pudiera tener un aumento en la TPM, el BCCh corre el riesgo de que las expectativas del mercado se desanclen. Este sería el principal factor a vigilar en los próximos meses dado el impacto que pueda tener sobre la fijación de precios y salarios.

# 1. Panorama Internacional: Un panorama económico con mayores incertidumbres

Las perspectivas económicas se han tornado menos positivas en los últimos meses. La combinación de políticas monetarias laxas, un exceso de ahorro global y el desarrollo de innovación financiera crearon un caldo de cultivo que ha contribuido a la actual vulnerabilidad del sistema financiero, generando cierta incertidumbre en torno al panorama económico mundial. El detonante de este episodio estuvo en la crisis del segmento crediticio sub-prime en EE.UU. (el de peor calidad crediticia del mercado hipotecario estadounidense), extendiéndose posteriormente a otros activos y áreas geográficas. Así, el punto álgido de la crisis se alcanzó a principios de agosto con la aparición de tensiones de liquidez en los principales mercados interbancarios, que todavía al día de hoy no se han normalizado.

La persistencia de estos y otros interrogantes hace que resulte complejo evaluar con exactitud los impactos sobre la economía real, siendo la principal duda si nos encontramos ante una crisis de liquidez o ante el comienzo de una crisis de crédito. La diferencia entre ambas es fundamental para poder tener una idea de lo que sucederá en el futuro: si estamos sólo ante un episodio transitorio y la liquidez vuelve rápidamente al sistema financiero, las decisiones sobre préstamos no se verán afectadas. Por otro lado, si continuamos observando que la restauración de las condiciones que precedieron a la crisis toma tiempo, es posible que los agentes comiencen a tomar decisiones más drásticas que tendrían un impacto directo sobre el financiamiento de empresas y consumidores. Asimismo, hay que tener en cuenta que la economía mundial presenta varios elementos de vulnerabilidad, entre los que destacan, el elevado nivel de endeudamiento de las familias en algunos países desarrollados y, por otro lado, la incertidumbre asociada al desconocimiento del verdadero alcance y magnitud de los actuales problemas. Sin embargo, los soportes parecen pesar más. No hay que olvidar que las tasas de interés permanecen estructuralmente bajas, en un entorno de expectativas de inflación ancladas, de solidez empresarial y de mayor fortaleza macroeconómica de los países emergentes. Todo ello lleva a pensar que un escenario de crisis de liquidez tiene una mayor probabilidad que un escenario de crisis de crédito.

No obstante, la probabilidad de que este último se materialice no es desdeñable. Así, en primer lugar, se está constatando que el actual shock de liquidez es mayor y más persistente de lo esperado en un primer momento; en segundo lugar, dicha persistencia hace evidente la relativa ineficacia de las intervenciones de los bancos centrales a la hora de paliar la crisis; finalmente, se han empezando a observar las primeras señales de restricción de crédito, mientras se mantienen las dudas sobre la cobertura de las necesidades de financiación del sistema. A todo ello, se habría unido la evolución reciente de algunos indicadores de actividad, que muestran el aumento de los riesgos a la baja en el crecimiento.

## La economía mundial continuará creciendo a tasas elevadas

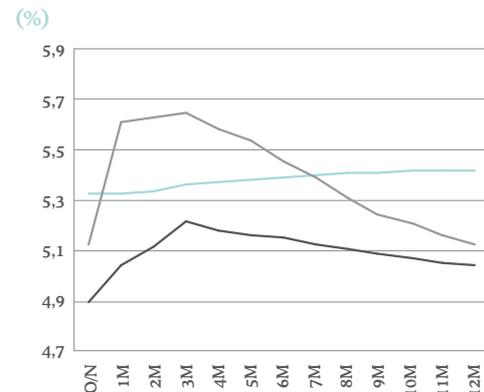
Lo anteriormente descrito lleva a plantear un escenario central en el que la economía mundial crecerá menos de lo contemplado hasta el momento. No obstante, el alcance de la revisión de las expectativas de crecimiento a la baja es limitado y asimétrico, dado que el mayor impacto se concentrará en la economía estadounidense. En este sentido, el ajuste del sector inmobiliario se prolongará más de lo esperado inicialmente (hasta 2008), y llevará a la economía a crecer a tasas del 1,9% este año y del 2,2% el que viene. Por su parte, Europa, aunque con un impacto menor, habría dejado atrás su máximo cíclico y los indicadores de actividad apuntarían hacia una moderación del crecimiento algo más intensa de lo previsto, donde la fuerte apreciación del euro será un importante lastre. Así, su crecimiento se ubicará en el 2,5% este año y en el 2,0% el que viene.

Servicio de Estudios Económicos  
BBVA, Madrid

William Baeza

Servicio de Estudios Económicos BBVA Chile

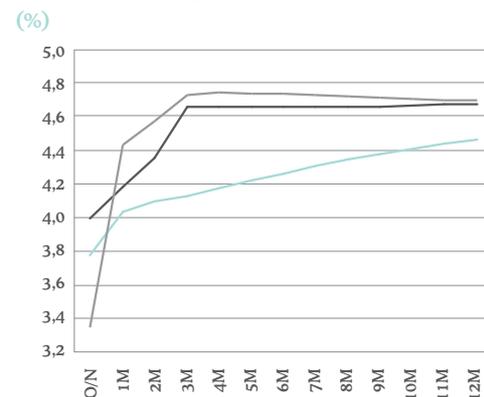
### EE.UU.: Curva LIBOR



— Hace 1 mes.  
— 1° junio 2007.  
— Actual.

Fuente: SEE BBVA.

### UEM: Curva EURIBOR



— Hace 1 mes.  
— 1 junio 2007.  
— Actual.

Fuente: SEE BBVA.

### Crecimiento Mundial y Contribución por Áreas



■ Resto. ■ Japón.  
■ Latinoamérica. ■ U.E.M.  
■ Resto de Asia. ■ EE.UU.  
■ China. ■ Mundo.

Fuente: FMI y BBVA.

### Expectativas de Política Monetaria a un Año

(media móvil 1 semana)



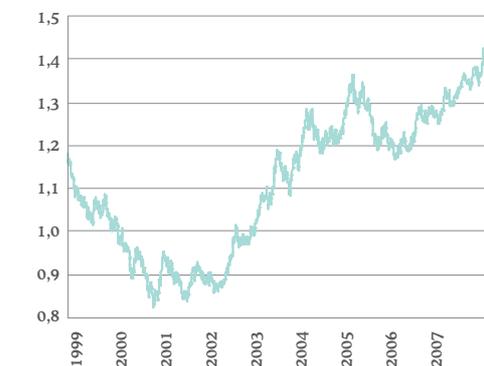
### Previsiones Financieras

(fin de año)

	2006	2007	2008
<b>TASAS OFICIALES</b>			
EE.UU. (%)	5,25	4,25	4,50
UEM (%)	3,50	3,75	3,75
<b>TASAS A 10 AÑOS</b>			
EE.UU. (%)	4,7	4,3	4,5
UEM (%)	3,9	4,2	4,3
DOLAR - EURO	1,32	1,41	1,38

Fuente: BBVA

### Dólar-Euro



Como contrapunto, la situación actual de los países emergentes ha mejorado sustancialmente respecto a crisis anteriores, por lo que el impacto aquí debería ser muy limitado. En este sentido, América Latina presenta soportes sólidos y mejores que en episodios similares anteriores, y junto a los países asiáticos, especialmente China, continuarán expandiéndose, aunque a tasas levemente menores.

Como resultado de todo lo anterior, el crecimiento mundial se desacelerará, aunque todavía continuará creciendo a tasas superiores al 4%.

En términos de inflación, no se observan tensiones a nivel global, sobre todo en los países desarrollados, donde el impacto del aumento en el precio de los alimentos ha sido menor que en los países emergentes. A esto se añade el hecho que la moderación en el crecimiento durante el próximo año hará que las holguras de capacidad en las economías vuelvan a generar un sesgo a la baja sobre la inflación. Por países, en EE.UU., la inflación subyacente continuará su tendencia de moderación, y en Europa, aunque podría ubicarse por encima del 2% en la última parte del año (efecto base), a partir de 2008 las presiones disminuirán.

### Los bancos centrales cambian el rumbo...

Los bancos centrales han tenido un papel protagonista en el actual episodio de volatilidad, sobre todo, después de que la aparición de tensiones en los mercados interbancarios les obligara a realizar constantes inyecciones de liquidez en el sistema, en una magnitud y duración sin precedentes.

El aumento en la incertidumbre ha llevado a que de manera generalizada los bancos centrales se replanteen sus sendas de política monetaria. El primero en hacerlo fue el BCE, que en agosto avisó implícitamente en su comunicado que habría una subida de 25 pb en septiembre. Sin embargo, llegado el momento y ante la persistencia de las tensiones de liquidez, dio marcha atrás y mantuvo la tasa de política monetaria en el actual 4%. Hacia adelante, en un contexto de moderación del crecimiento, al que se suman la fuerte apreciación del euro y las menores presiones inflacionistas, nuestro escenario central contempla una reducción de 25 pb en la tasa "refi" ya sea en diciembre de 2007 o en enero de 2008. Lo anterior contrastaría con lo esperado por el mercado, que al cierre de esta publicación descuenta estabilidad durante las próximas reuniones.

Por su parte, la Reserva Federal de los EE.UU. rebajó el precio oficial del dinero en 50 pb durante su reunión de septiembre hasta el 4,75%, sorprendiendo en cierta medida al mercado, que se inclinaba más por un recorte de sólo 25 pb. Hacia adelante, se contemplan dos rebajas adicionales de 25 pb del tipo oficial en las reuniones de octubre y diciembre.

### ...y se modifican las perspectivas financieras

En este contexto, con una revisión a la baja tanto del crecimiento como de las expectativas de política monetaria, el panorama financiero también se modifica en profundidad. En EE.UU., la combinación de unas perspectivas económicas menos halagüeñas y una Reserva Federal que ha relajado su política monetaria y que continuará rebajando sus tasas oficiales en lo que queda de año, sesgan las rentabilidades a la baja, lo que ubicaría al bono con vencimiento a 10 años en 4,3% a finales de este año. En Europa, por su parte, la situación es similar, con unas perspectivas de crecimiento algo inferiores, un BCE que reduciría su tasa de política monetaria hasta el 3,75% y un efecto arrastre por lo que suceda en EE.UU. De esta manera, las rentabilidades a 10 años se ubicarían en el 4,2% a finales de 2007.

Por su parte, el dólar continúa debilitándose frente al euro y actualmente su cotización se sitúa en niveles mínimos históricos (entorno de 1,41-1,42\$/euro). Hacia adelante, dado el mayor impacto de la crisis sobre

la economía norteamericana, el dólar continuará débil, ubicándose alrededor de 1,41\$/euro a finales de este año. Posteriormente, revertirá lentamente hacia niveles más apreciados, conforme la economía de EE.UU. se recupere. No obstante, el sesgo para el dólar continúa siendo depreciador, en un contexto en el que el diferencial entre las tasas largas en EE.UU. y Europa se estrecha y al que podría unirse el ya citado riesgo de una crisis de crédito.

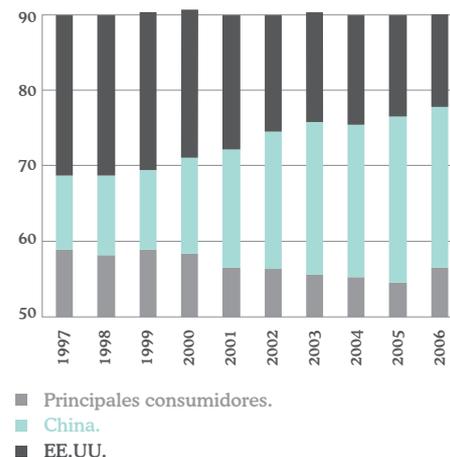
### ¿Se puede mantener la cotización del cobre?

Nuestro escenario base supone que las fuentes de crecimiento están más diversificadas, lo que debería traer cierta estabilidad a la actividad mundial. De tal manera, dado que no esperamos que el crecimiento global cambie de manera abrupta, ello ayudará a que no ocurran modificaciones considerables en la cotización del cobre. Aún cuando la moderación en la actividad de EE.UU. implica una menor demanda por el metal, resulta significativo destacar que la importancia de la economía norteamericana, en el consumo mundial del cobre, ha disminuido progresivamente en los últimos años. A estas alturas ya no es un secreto que el actor más relevante a nivel global en el consumo de materias primas (el cobre entre ellas), es China. En efecto, este país explicó el 20% del consumo mundial de cobre en 2006, año en que incluso no compró en el mercado durante el segundo semestre, lo que produjo una importante corrección en el precio del metal. Otro factor que apoya la cotización del cobre en valores similares a los actuales, es la debilidad del dólar en relación a un conjunto amplio de monedas. En efecto, la evidencia histórica indica que una depreciación real del dólar produce un aumento del precio del cobre.<sup>1</sup> Ya que el dólar se mantendría debilitado durante 2008, ello brindaría soporte para cotizaciones elevadas para el cobre.

Por otro lado, pese a que no se cuenta con información actualizada sobre la oferta mundial de cobre, según datos proporcionado por Cochilco con información al segundo trimestre de 2007,<sup>2</sup> se indicaba que el mayor crecimiento de la producción mundial de cobre de mina ocurriría durante este año (7,7%), mientras que la expansión esperada para 2008 era algo menor (5,8%). La oferta mundial de refinado mostraría un comportamiento similar en 2007 y 2008. Con todo, el balance físico aparece -según Cochilco- más holgado en 2008. Ello explica que la cotización del cobre haya permanecido alta en 2007, promediando 325 US¢/lb, y que esperemos muestre una cierta moderación en 2008, alcanzando 315 US¢/lb.

### Participación en el Consumo Mundial de Cobre

(%)

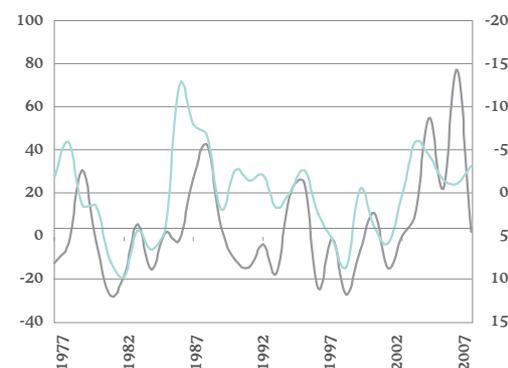


Fuente: BBVA en base a Cochilco.

Nota: Los principales consumidores corresponden a Alemania, Australia, Bélgica, Brasil, Canadá, Corea del Sur, España, Francia, India, Italia, Japón, México, Polonia, Reino Unido, Rusia, Suecia, Tailandia, Taiwán y Turquía.

### Precio del Cobre y Tipo de Cambio Real de EE.UU.

(%)



— Cambio en el precio del cobre real.  
 — Cambio en el tipo de cambio real de EE.UU. (eje invertido).

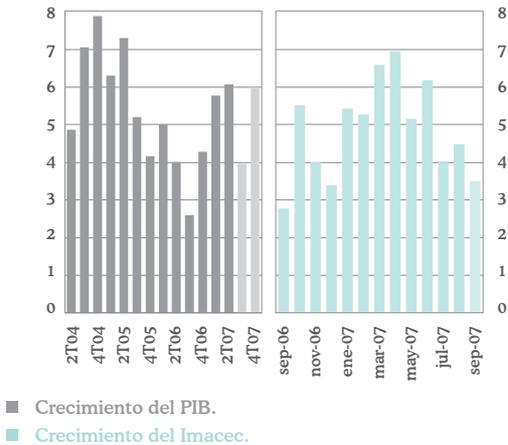
Fuente: BBVA en base a Cochilco, Banco Central de Chile y Federal Reserve Board.

1 Por ejemplo, ver De Gregorio, González y Jaque (2005) "Fluctuaciones del dólar, precio del cobre y términos de intercambio", Documentos de Trabajo Banco Central de Chile N° 310 (febrero).

2 Ver Informe Mercado del Cobre, Segundo Trimestre 2007.

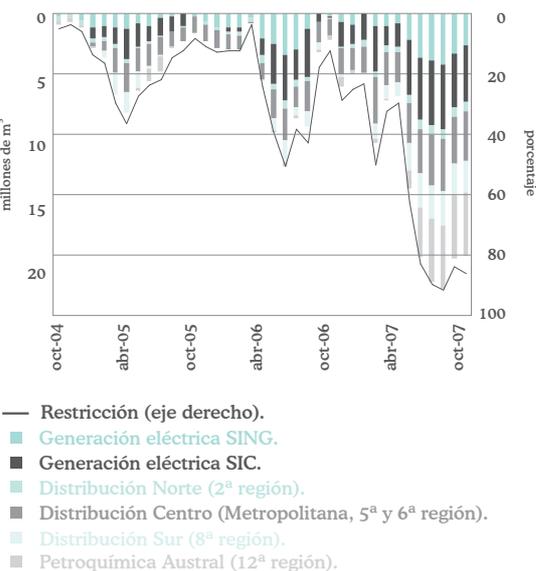
**William Baeza**  
 Servicio de Estudios Económicos  
 BBVA Chile

### Crecimiento del PIB y del Imacec (%)



Fuentes: BBVA y Banco Central de Chile.

### Restricciones de Inyección de Gas Argentino (mill. m<sup>3</sup>/día y %)



Nota: con información al 23 de octubre de 2007.  
 Fuente: BBVA en base CNE.

## 2. Panorama Macroeconómico: Dos años por debajo de lo esperado ¿Qué pasará en 2008? ¿La tercera es la vencida?

Los años 2006 y 2007 decepcionaron. Lo anterior se puede comprobar si se toman en cuenta las perspectivas de mercado de los ocho primeros meses para el crecimiento anual, que señalaban un 5,5% en ambos casos. Sin embargo, el primer año cerró en 4%, mientras que para el actual, el consenso se ha ido ajustando a la baja desde un máximo de 6% en agosto hasta un 5,5% en octubre. En nuestro caso, anticipamos que en 2007 la economía se expandirá 5,4%, de no mediar dificultades productivas en industria o en minería. Mientras tanto, en 2008 lo hará 5,3%, cifra positiva si se toma en cuenta que las condiciones de demanda externa serán menos favorables que las del último quinquenio. Esta previsión se encuentra apoyada por la demanda interna, que seguirá dinámica; en tanto que los sectores de oferta continuarán en una situación de alta vulnerabilidad.

### La demanda interna es el soporte del crecimiento

La confianza de los hogares sobre la economía, al igual que la aprobación a la conducción de gobierno, ha continuado deteriorándose. Sin embargo, este pesimismo no se ha traducido en menor consumo. En efecto, el Índice de Ventas de Bienes de Consumo ha continuado dinámico, salvo el crecimiento de 0,3% de crecimiento real anual de septiembre, principalmente sobre la base de mayores compras de bienes durables. Una explicación posible para este comportamiento es que el aumento de precios -que afecta negativamente el poder adquisitivo de las personas- ha sido contrarrestado tanto por los incrementos salariales como por las favorables condiciones del mercado laboral y buenas condiciones de acceso al crédito, pero con tasas de interés más altas. Hacia los próximos meses, la percepción de los hogares sobre la economía no debería revertirse de manera importante y es probable que en los próximos meses el consumo comience a moverse en coherencia con el sentimiento de los hogares. Por ejemplo, en septiembre las cifras de importaciones de bienes de consumo han moderado su dinamismo en relación a los dos meses previos. Los datos a nivel de componentes indican que en los últimos cinco meses, bienes durables ha crecido en torno a 10%, bajo el incremento que mostró en 2006, cuando se expandió 18,5%. Al mismo tiempo, el ítem "otros bienes de consumo" aumenta sustancialmente (33,3% en septiembre vs. 11,5% en 2006), lo que podría explicarse por alzas en los precios internacionales de la leche y los granos. La moderación del consumo continuará el próximo año, para recuperarse en 2009. Ello se explica por tasas de interés más altas, pero limitadas por la política monetaria externa (ver parte financiera). También por la normalización del mercado laboral, con cifras de desempleo en aumento. Al mismo tiempo, la desaceleración esperada en el sector de manufacturas (como resultado de menor demanda externa y tipo de cambio más apreciado) tendría impacto sobre el empleo. Por último, la regularización del proceso inflacionario permitirá ganancias en ingreso disponible que se materializarán en consumo recién en 2009.

En tanto, la confianza empresarial sigue en zona optimista. Ello se ha visto reflejado en la inversión en maquinaria y equipos, como se desprende de la información de las importaciones de bienes de capital, que ha mostrado un comportamiento errático, pero con una tendencia de crecimiento en torno a 15%. De tal manera, ni las turbulencias de los mercados internacionales ni las oscilaciones en la actividad económica han impactado notoriamente la formación de capital fijo. Por otra parte, los altos precios de la energía junto a resultados empresariales en terreno positivo, llevaría -en una perspectiva muy optimista- a la adopción de maquinarias y equipos de tecnologías más eficientes. A su vez, una fracción sustantiva del gasto fiscal se canalizará a través de inversión en infraestructura. Los proyectos de inversión privada en bienes de capital

rondarían los 8.500 millones de dólares en 2008, de los cuales cerca de 3.300 se canalizarían al sector energía, según el Catastro de Inversión de la Corporación de Bienes de Capital. Las obras de metro y de concesiones también aportarán sustancialmente a la formación de capital fijo. También el crecimiento de la economía en torno al potencial será un estímulo adicional para una mayor inversión. Por último, los costos de financiamiento de las inversiones versus el rendimiento de ellas (pendiente de la curva de rendimiento) seguirá otorgando un estímulo positivo para la inversión. Con todo, persiste el riesgo que la confianza empresarial pueda descender en el mediano plazo, debido a la corrección a la baja de las perspectivas de crecimiento de 2007, al rebrote de conflictos laborales y por una reacceleración de los costos de la mano de obra.

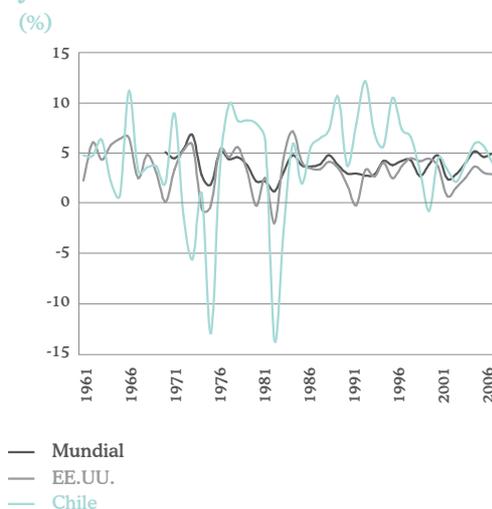
### Al mismo tiempo que la demanda externa se ha deteriorado

Los ajustes en el sector inmobiliario de EE.UU. y en los mercados financieros globales han correspondido a una crisis temporal de liquidez con efectos transitorios sobre el crecimiento mundial. En primer lugar, se encuentra bien documentado que la actividad en EE.UU. precede de forma significativa a la de Europa, Japón y América Latina. Pero en el ciclo que comienza el año 2000, el desempeño de la economía norteamericana se ha situado bastante por debajo del crecimiento global. Más aún, la brecha entre la expansión mundial y la de EE.UU. ha tendido a ampliarse, lo cual indica que el dinamismo global se sustenta en una base más amplia de países. De tal forma, el crecimiento mundial debería ser robusto a la desaceleración de EE.UU. Esto permitiría que el precio de algunos commodities, en especial el cobre, continúe en niveles similares a los actuales; particularmente por la pérdida de importancia que ha experimentado la economía norteamericana en el consumo mundial de este metal. Al mismo tiempo, aún cuando una buena parte de las exportaciones chilenas va a países donde se espera una desaceleración (EE.UU., Europa y Japón), la evolución del peso -con respecto a las monedas de aquellos países que son los principales destinos de las exportaciones- favorecería los envíos a varios socios comerciales (Europa, China, Corea del Sur y Brasil), aunque la información disponible no entrega evidencia concreta sobre ello.

Pese a que la demanda externa aparece positiva, la desaceleración de las exportaciones que se ha observado en lo recientemente, continuaría. Ello se explica por dificultades productivas en minería e industria que ya no son tan puntuales, y que seguirían mostrando sus efectos en 2008. La normalización plena de las faenas mineras sólo se alcanzaría en 2009. Por su parte industria seguirá limitada por la estrechez energética. Más aún, durante 2008 las exportaciones de este sector podrían sufrir una revisión a la baja dado que saldrían de la base de comparación las aportaciones de las nuevas plantas de celulosa. Al mismo tiempo, pese a que sostenemos que la demanda internacional será dinámica, algunos productos (como madera) cuya demanda ha disminuido por la crisis sub-prime, podrían enfrentar problemas para redireccionarse a otros mercados, lo que ya ha llevado a paralizaciones productivas para evitar acumulación de inventarios no deseados.<sup>1</sup> Además, la apreciación del peso -que suponemos no se debe a incrementos de productividad- desalentaría en cierta medida el potencial.

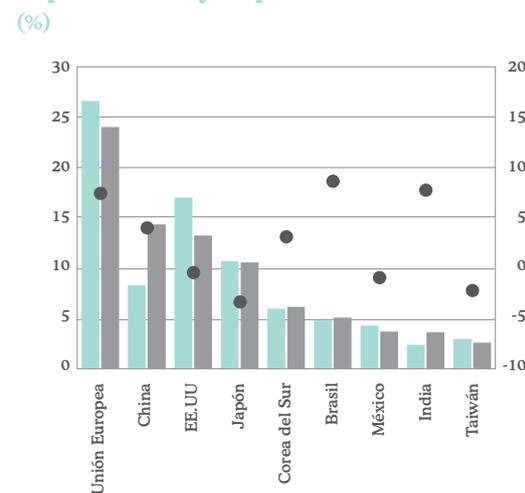
Lo anterior, junto a dificultades productivas, ha perjudicado al sector transable. Por ejemplo, la producción industrial creció 4% en julio y agosto, y sólo 1,3% septiembre. Pese a los dos días hábiles menos observados durante este último mes, Celulosa y Fabricación de bebidas impulsaron el crecimiento. Nuestra preocupación sobre la concentración del crecimiento del sector industrial (en celulosa y alimentos,

### Crecimiento Mundial, de EE.UU. y de Chile



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco Central de Chile.

### Principales Destinos de las Exportaciones y Depreciación del Peso



- Participación exportaciones ene-sep 06.
- Participación exportaciones ene-sep 07.
- Pesos por moneda extranjera, cambio anual 2006-2007, primeros 9 meses (eje derecho).

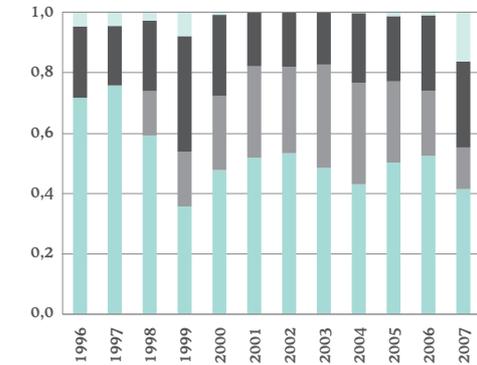
Nota: Unión Europea incluye Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal, Inglaterra y Suecia.

Fuente: BBVA en base a Aduanas y Banco Central de Chile.

<sup>1</sup> Algunas empresas ya han adelantado vacaciones (ver [http://www.corma.cl/portal/menu/prensa/corma\\_en\\_la\\_prensa/Adelantan\\_vacaciones](http://www.corma.cl/portal/menu/prensa/corma_en_la_prensa/Adelantan_vacaciones)).

## Situación Chile

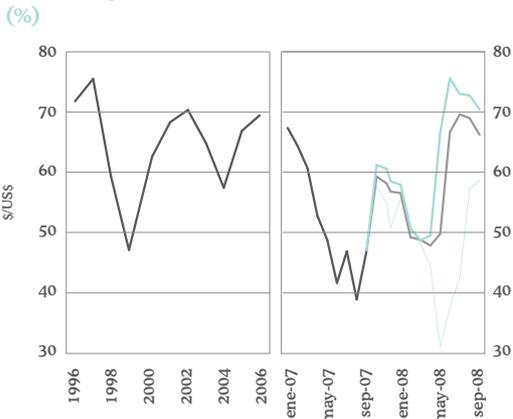
### Generación SIC-SING según Tipo (fracción del total)



- Hidráulica
- Ciclo combinado
- Térmica eficiente
- Térmica ineficiente

Nota: año 2007 con información a julio.  
Fuente: BBVA en base a CNE.

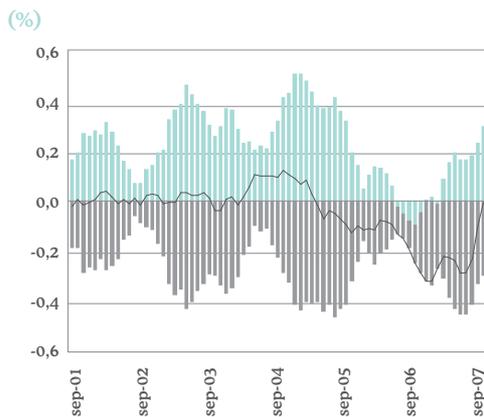
### Aporte Generación Hidráulica en el Sistema Interconectado Central según Hidrología



- Generación hidroeléctrica SIC
- Hidrología húmeda
- Hidrología media
- Hidrología seca

Fuente: BBVA en base a CNE y CDEC-SIC.

### Cambio en el Desempleo y Contribuciones



- Cambio en el desempleo.
- Contribución de la fuerza de trabajo.
- Contribución del empleo.

Fuente: BBVA en base a INE.

principalmente), pasó su primera factura durante el tercer trimestre: un subsector moderó su contribución y se sintió en el agregado (alimentos en agosto). Otros factores de riesgo que seguirán presentes son el incremento en el costo de la energía y los conflictos laborales. En efecto, los cortes de gas argentino seguirán mostrando sus efectos adversos sobre industria en los próximos meses, especialmente hacia Petroquímica Austral, donde se elabora el metanol. Por otro lado, en septiembre también hubo conflictos laborales en una empresa faenadora de aves y cerdos, pero de acotada duración y que no se propagaron a otros sectores de la economía. Suponemos una recuperación importante en el último trimestre, por lo que industria crecería cerca de 6%.

La producción minera, por su parte, creció 17,9% en septiembre, que se compara positivamente con el 4,4% de agosto. Atrás han quedado los conflictos laborales de la estatal Codelco, lo que le ha permitido la normalización de sus actividades. También se han incorporado nuevas faenas productivas y existen mejoras tecnológicas en los procesos de producción. En el cuarto trimestre minería se expandiría cerca de 7%.

Como ya se ha adelantado, la principal vulnerabilidad por el lado de la oferta se encuentra ligada a la estrechez energética. Ello emana de las restricciones a los envíos de gas natural argentino. En efecto, la diversificación de las fuentes primarias de energía llevó a que el gas natural se convirtiera en el principal combustible para generación eléctrica. En la situación actual, se ha llegado a producir fracciones importantes de la energía total utilizando centrales térmicas ineficientes o turbinas que utilizan diesel. Estos niveles incluso son superiores a los alcanzados en la crisis eléctrica 1998-99. Un elemento adicional que ha agravado el cuadro eléctrico actual, ha sido el climático. Efectivamente, la contribución hidroeléctrica en 2007 también ha alcanzado niveles críticos. De persistir condiciones hidrológicas secas, durante el segundo trimestre de 2008 podrían ocurrir los primeros racionamientos eléctricos en la última década, como se desprende de las perspectivas de operación informadas por las autoridades correspondientes.

### De manera que se observará una mayor moderación en el mercado laboral

En el trimestre móvil terminado en septiembre, el crecimiento del empleo (2,6%) y la tasa de desempleo (7,7%) estuvieron en línea con nuestras expectativas. Además, la evolución cíclica de la fuerza de trabajo ha tendido a normalizarse.

En una perspectiva de más largo plazo, esperamos que la dinámica laboral continúe moderándose. Una primera razón es la normalización de la tasa de participación, que no había evolucionado en línea con la actividad económica, creciendo menos que en otras fases similares del ciclo económico. Al mismo tiempo, la desaceleración esperada en el sector de manufacturas (como resultado de menor demanda externa y tipo de cambio más apreciado) tendría impacto sobre la creación de empleos. También los aumentos de costos (remuneraciones, tasas de interés y energía) limitarían el crecimiento del empleo ya que los beneficios de las nuevas contrataciones comenzarían a situarse en niveles similares a los costos de ellas. Por último, un entorno interno y externo más incierto también contribuiría a la moderación que anticipamos en el mercado laboral.

### Persisten los riesgos negativos, más allá de la corrección a la baja del PIB

Todos los elementos previos nos llevan a situar el crecimiento de 2007 en 5,4%, mientras que en 2008 alcanzaría 5,3%. El sesgo de ambas cifras es a la baja. Ello se explica porque la recuperación productiva de minería ha sido más pausada de lo que esperábamos, lo cual podría indicar dificultades productivas que van más allá de factores puntuales. También la estrechez energética seguirá presente los próximos meses

y de manera más intensa que el año 2006. Ello por cortes de gas natural más severos, como por una menor participación hidroeléctrica en la generación total. A lo anterior debemos sumar la concentración de la producción industrial en un número reducido de sectores (celulosa y alimentos), lo que la hace vulnerable a dificultades productivas transitorias. Para el cuarto trimestre de 2007 el panorama es positivo y adelantamos que la economía se expandirá en torno a 6%. Ello se explica por el impacto positivo del tipo de cambio sobre la demanda interna y por los dos días hábiles más que en el mismo período del año pasado. La menor demanda externa coloca una nota de incertidumbre a esta previsión.

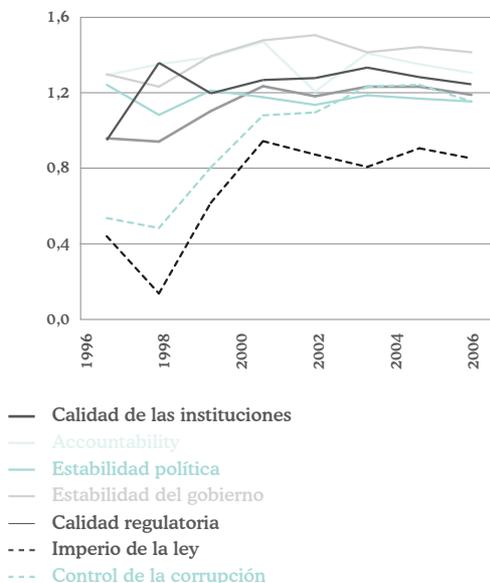
En contraste, por el lado de la demanda, las noticias han sido positivas. Después de nuestro último informe trimestral, aparecieron las cifras de Cuentas Nacionales, que mostraron un crecimiento de la inversión en el segundo trimestre mucho más dinámico del que anticipábamos. Más aún, el comportamiento de las importaciones de bienes de capital durante los últimos meses, confirman una visión más positiva sobre la inversión. De tal manera, nuestra perspectiva sobre el crecimiento de la formación de capital fijo en 2007 ha mejorado, al tiempo que el consumo seguirá dominado por elementos positivos, como el crecimiento del empleo, de los salarios y tasas de interés estables. Las expectativas de los hogares, como ya lo hemos mencionado, no tendrían un efecto negativo en el consumo. No obstante, las presiones sobre la inflación podrían obligar al BCCh a implementar una política monetaria más restrictiva, lo que podría limitar las posibilidades de financiamiento tanto del consumo como de la inversión. Todo ello nos lleva a un escenario de mayor incertidumbre que la predominante hace tres meses.

A nivel externo el principal riesgo es que la crisis de liquidez en los mercados internacionales de capital se transforme en una crisis de crédito, afectando el flujo de recursos hacia empresas y familias en EE.UU, además de incrementar las primas de riesgo para mercados emergentes. También persiste la posibilidad de que el petróleo se sitúe de manera más permanente en cotizaciones por sobre los 80 dólares el barril.

Una última reflexión corresponde a la calidad de las instituciones chilenas, que ha permanecido prácticamente constante desde 2002. Es decir, en los últimos 5 años no han aparecido esfuerzos importantes para mejorar el control de la corrupción, el imperio de la ley, la calidad regulatoria, la efectividad del gobierno, la estabilidad política o la responsabilidad política (accountability), como se puede apreciar en el gráfico adjunto, basado en los indicadores que elabora el Banco Mundial para más de 200 países. Algunas de estas dimensiones han estado bajo fuerte cuestionamiento en lo más reciente. En lo que nos compete, es probable que la regulación actual del sector eléctrico impidiera la materialización de las inversiones en generación necesarias para responder a las restricciones de gas natural. Incluso algunos expertos han sostenido que los proyectos en construcción o en desarrollo no alcanzan para cubrir los requerimientos de inversión hasta 2009, "[...] sin considerar las inversiones requeridas para superar el déficit acumulado desde 1998".<sup>2</sup>

### Calidad de las Instituciones Chile 1996-2006

(mayores valores corresponden a mejores resultados; índice entre -2,5 y 2,5)



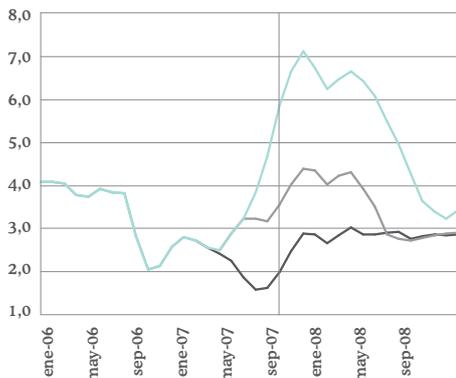
Nota: Calidad de las instituciones corresponde al promedio de los seis índices.

Fuente: Governance Indicators 1996-2006 Banco Mundial (2007).

<sup>2</sup> Ver Maldonado y Herrera (2007). "Sostenibilidad y seguridad de abastecimiento eléctrico: estudio de caso sobre Chile con posterioridad a la Ley 20.018." Serie Recursos Naturales e Infraestructura N° 118, CEPAL, página 47.

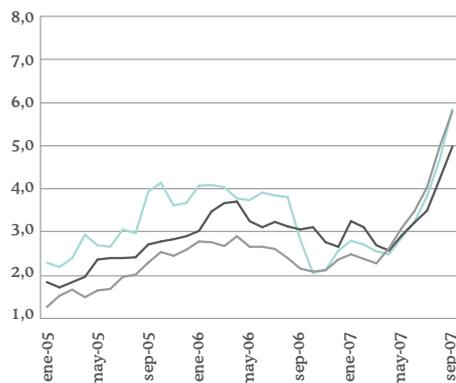
**Francisca Lira**  
 Servicio de Estudios Económicos  
 BBVA Chile

### Proyecciones de Inflación en distintas Fechas (var% a/a)



— Abril 2007  
 — Julio 2007  
 — Octubre 2007  
 Fuente: BBVA.

### Evolución de Inflación Total y Subyacente (var% a/a)



— IPC  
 — IPCX  
 — IPCX1  
 Fuente: BBVA en base a Banco Central.

## 3. Panorama Financiero: Con la atención puesta en la inflación

### Inflación cerrará 2007 en torno al 7%

A estas alturas, el fin de 2007 está cada vez más cerca, y las empresas llevan a cabo presupuestos para el 2008 en un contexto de particular incertidumbre. Esto porque todavía no decantan los efectos que pudiera tener la crisis de liquidez detonada por los préstamos "subprime" en Estados Unidos y las consecuencias sobre nuestras variables financieras clave tales como tasas de interés y tipo de cambio. Además, la inflación cerrará el año 2007 a niveles elevados y persisten dudas respecto de en qué momento de 2008 retomará su senda normal.

Faltando conocer sólo los registros de octubre, noviembre y diciembre todo apunta a que la inflación terminará ubicándose en torno a 7% al cierre de 2007, toda vez que el alza acumulada en los primeros nueve meses del año es de 6,2%. Esta inflación interanual superior al 4% que se viene observando desde agosto, contrasta con el objetivo explícito del Banco Central consistente en que la mayor parte del tiempo la inflación se ubique en torno a 3% con un rango de tolerancia de más menos un punto porcentual. Sin embargo el mismo Banco Central señala que esta meta debe ser cumplida de manera permanente en un horizonte de mediano plazo en torno a dos años, pues desde que cambia la tasa de política hasta que la inflación reacciona sustancialmente (a través del conjunto de canales de transmisión) pueden transcurrir entre 4 a 8 trimestres. De este modo, movimientos de la inflación puntualmente fuera del rango de tolerancia podrán no requerir acciones de política, si existe una presunción fundada de que son de muy corta duración y que no arriesgan desanclar la inflación de tendencia<sup>1</sup>.

Este último argumento habría sido el que tomó en cuenta el Instituto Emisor al hacer un ajuste monetario apenas moderado ante las alzas de precios de alimentos y energéticos que vienen desplazando hacia arriba la trayectoria de inflación desde abril. O sea se consideró que los efectos de los precios de combustibles y alimentos sobre la inflación serían de corta duración, básicamente porque se trata de fenómenos transitorios.

No cabe duda que muchas de las alzas de precios de alimentos percibles son de carácter transitorio, pues las heladas, aunque más prolongadas e intensas que en otras oportunidades, dañan las hortalizas y algunas frutas sólo una vez. Del mismo modo, las alzas de precios de combustibles respondieron a una escalada del valor del barril de petróleo que se espera comience a revertirse hacia fin de año. De hecho, los dos componentes ya mencionados se excluyen de todas las medidas de inflación subyacente precisamente debido a su alta volatilidad.

Por otro lado, una buena parte de las subidas de precios de los alimentos elaborados gatilladas por alzas en precios internacionales de cereales y lácteos, también deben considerarse transitorias, pues basta con proyectar que los precios de dichos bienes se mantengan a niveles elevados, sin incrementos adicionales, para que la inflación de este componente se modere. De todas maneras aunque habría un componente permanente debido a la mayor demanda mundial por alimentos, el fuerte aumento en el precio de algunos bienes como la leche o el trigo tiene que ver con factores de oferta que serían corregidos durante los próximos años. Sin embargo, los alimentos elaborados (a diferencia de los componentes anteriores), forman parte del núcleo más duro de la inflación y hasta ahora se habían incluido en todas las medidas de inflación de tendencia, con lo que sus efectos no sólo se reflejan en el IPC total, sino también en las medidas subyacentes del IPCX e IPCX1. En efecto, la variación anual de estos tres componentes a septiembre alcanzó a 5,8%, 5,0% y 5,8% respectivamente.

<sup>1</sup> La Política Monetaria del Banco Central de Chile en un Marco de Metas de Inflación, enero 2007.

El argumento de que se trataba de alzas transitorias y exógenas, y por ende no susceptibles a ser corregidas con política monetaria sigue siendo absolutamente válido. El problema es que la subida de cada uno de los componentes en cuestión ha sido especialmente abrupta, más prolongada en el tiempo que lo esperado y además simultánea. Es así como el alza de alimentos perecibles, alimentos no perecibles, combustibles y electricidad, que en su conjunto explican el 31% de la canasta, se reflejó en un incremento de la trayectoria en doce meses desde 2,5% en abril hasta 5,8% en septiembre, lo que supone un alza de 3,3 puntos porcentuales en un periodo de apenas 5 meses.

Esta escalada en la inflación ha generado aprensiones respecto de la propagación de dichos shocks a otros precios, fenómeno que en un escenario menos benéfico podría empezar a contaminar las expectativas respecto de la inflación de tendencia. La eventual propagación de la elevada inflación a otros precios se podría generar a través de diferentes mecanismos complementarios entre sí. Estos van desde la indexación automática a inflación pasada de los precios de algunos servicios (por ejemplo arriendos o dividendos), hasta el traspaso de mayores costos de mano de obra o energía a los precios cobrados al consumidor.

### Lo que ha pasado hasta ahora

A septiembre de este año no sólo se ha elevado la inflación total, alcanzando un 5,8% en doce meses, sino también las otras medidas limpias de componentes volátiles. De hecho el IPCX (92% de la canasta total) y el IPCX1 (70%) registran aumentos de 5,0% y 5,8% respectivamente. El alto incremento en el precio de los índices subyacentes se explica fundamentalmente porque en ambas medidas se incluyen los alimentos elaborados que hasta el tercer trimestre acumulan un aumento interanual de 15%.

### Inflación de tendencia se acelera

Con el objetivo de visualizar la evolución de la inflación más allá de los componentes ligados al sector alimentación, ha sido necesario construir otras medidas de tendencia. De hecho, en sus últimas presentaciones el Banco Central ha hecho referencia a la medición de IPC sin alimentos ni combustibles, que representa un 68% de la canasta total. En el gráfico adjunto se muestra la evolución de dicho indicador hasta septiembre, a lo que se agregó el indicador libre de tarifas reguladas e indizadas (53% de la inflación total) lo que es equivalente al IPCX1 sin alimentos elaborados. Aquí se observa que, si bien las dos medidas alternativas se encuentran actualmente en torno a la meta, ambas se comenzaron a acelerar a partir del mes de julio. De hecho, la inflación del IPCX1 sin alimentos cerró el tercer trimestre con una expansión interanual de 3,6% (2,5% en julio), subida abrupta que como se detalla a continuación, proviene del componente servicios.

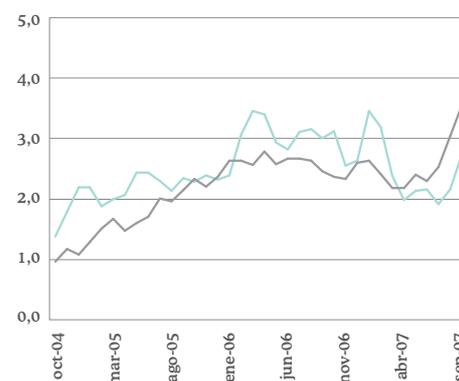
El IPCX1 sin alimentos representa sólo el 53% de la canasta, e incluye los bienes que no son alimentos ni combustibles<sup>2</sup> y la totalidad de los servicios no regulados<sup>3</sup>. La trayectoria de ambos, ilustrada en el gráfico al lado, deja ver que la aceleración de los últimos meses se atribuye básicamente a las subidas en precios de servicios (no regulados ni indizados), que aún excluyendo alimentación fuera del hogar y tarifas de buses interprovinciales y de aviones alcanza a 5,5% a septiembre. El comportamiento anterior podría estar dando indicios de presiones de demanda y/o alguna propagación de la inflación pasada por la vía de salarios.

### Propagación a otros precios: algunos aspectos a considerar

La eventual propagación de la elevada inflación a otros precios se podría generar a través de diferentes mecanismos, que van desde la indexación

### Inflación Sin Alimentos

(var% a/a)



— IPC s/alim y comb. (69%).

— IPCX1 s/ alim (53%).

Fuente: BBVA base INE.

### Inflación del IPCX1 sin Alimentos por Componentes

(var% a/a)



— Servicios no regulados ni indizados (1).

— Bienes excluyendo alimentos y combustibles.

Fuente: BBVA base INE.

<sup>2</sup> Bienes no alimenticios ni combustibles: vestuario, calzado, ferretería, librería, farmacia, electrodomésticos, línea blanca, muebles y artículos de decoración, útiles escolares, autos y repuestos.

<sup>3</sup> Servicios excluyendo regulados e indizados: salud, entretenimiento, hoteles y restaurantes, viajes, educación, reparación y limpieza del hogar y de vehículos.

## Remuneraciones Nominales

(var% a/a)



— INE (por empleado).  
 — ACHS (por empleado).  
 — INE (por hora).

Fuente: BBVA base INE y ACHS.

## Remuneraciones Nominales

(var % a/a)



— INE (por hora).  
 — Servicio domestico del IPC.

Fuente: BBVA, base INE y ACHS.

automática a inflación pasada de los precios de algunos servicios hasta el traspaso de mayores costos de mano de obra o energía a los precios cobrados al consumidor.

**Servicios indexados:** algunos bienes que conforman la canasta del IPC suelen negociarse en UF o bien estar contractualmente indexados a la inflación pasada. Estos son principalmente dividendos y arriendos, cuya participación sobre la canasta del IPC es de 6%.

Si bien hay muchos servicios que no se reajustan a inflación según contratos, tales como los servicios educacionales y de salud, se podría esperar que tengan en cuenta el efecto de una inflación particularmente alta a la hora de realizar los próximos ajustes de precios.

**Costo de la mano de obra:** las estadísticas disponibles respecto de remuneraciones indican que éstas estarían comenzando a mostrar cierta aceleración en el margen. El importante incremento interanual de las remuneraciones por hora de 8% reportadas por el INE para los meses de julio y agosto se atenúan al expresarlas en términos de remuneraciones por empleado y contrastarlas con los datos de la Asociación Chilena de Seguridad (ACHS), de todas maneras quedamos en un crecimiento a agosto en torno al 6% nominal (ver gráfico).

En todo caso, en este tema lo más difícil está por venir, pues la inflación todavía no llega a su nivel máximo y una gran parte de las remuneraciones suele negociarse hacia fin de año. Tal como se detalla más adelante nuestra expectativa apunta a que la trayectoria inflacionaria alcance su nivel máximo en noviembre de este año, con 7,3% cifra que servirá de referencia a la hora de realizar las negociaciones para 2008. De hecho, el sector público, que concentra el 8% del empleo total, reajusta sus salarios anualmente y según año calendario.

Las eventuales alzas en los costos de mano de obra capturando una inflación especialmente alta, ponen sobre el tapete el riesgo de que se puedan observar algunos efectos de segunda ronda, por la vía de traspasar estos mayores costos por recursos productivos hasta los precios de los bienes finales que los utilizan. Es sabido que lo anterior depende en gran medida de los márgenes actuales de las empresas y el momento del ciclo económico en que se encuentre la economía.

Cabe mencionar los servicios educacionales, que si bien han seguido acotados y creciendo a una tasa de 5% interanual desde comienzos de 2006, podrían constituir un factor de presión a la hora del reajuste anual que se lleva a cabo en el mes de marzo, junto con el inicio del año escolar. De hecho esta categoría de servicios (que pondera un 6,2% del total) sube usualmente cerca de 4% en marzo capturando tanto la inflación pasada como un reajuste real. Esto agrega cerca de 2 décimas a la inflación del tercer mes, que suele ser el registro mensual más alto del año.

Aparte de estos temidos efectos de segunda ronda de un mayor costo de mano de obra, hay que considerar que en la canasta del IPC están representadas directamente algunas categorías de costo de mano de obra que en su conjunto ponderan un nada despreciable 5,0%. De éstos destacan el servicio doméstico para el hogar (2,95%) y personal de mantención del hogar y edificios (1,16%) que a septiembre registran alzas anuales de 11% y 9%, respectivamente.

### Inflación llegaría a 7,0% a diciembre de 2007

Con una inflación acumulada de 6,2% a septiembre, un precio del petróleo persistentemente alto y un alza anunciada de 19% en las tarifas eléctricas que incidirá en tres décimas sobre la inflación del último trimestre, prácticamente no cabe duda de que 2007 cerrará con una inflación en torno al 7% y la principal interrogante es a qué altura de 2008 se volverá a "niveles normales".

Nuestra trayectoria prevista hasta el cierre de 2008 se ilustra en el gráfico adjunto y supone una mantención por sobre el 6,0% hasta mediados del segundo trimestre de 2008, y un esperado retorno al 3% recién hacia fines del tercer trimestre del año. De hecho prevemos que la inflación alcanzará su punto máximo en noviembre de este año con 7,3% (7,0% en diciembre) y el retorno al 3% sería bastante lento. En particular, se observaría una inflación por debajo del 4% recién a partir del mes septiembre, cuando hayan salido de la base de comparación al menos parte de los elevados registros del invierno de 2007. Así, en diciembre de 2008 la variación interanual del IPC llegaría a 3,4% para retomar un ritmo normal a partir de 2009.

Estas proyecciones, que se ilustran en el gráfico adjunto fueron realizadas suponiendo un descenso moderado en el precio del petróleo a partir del mes de noviembre. Además se supone que no hay reversión en los precios de los alimentos con elaboración, sino sólo una desaceleración importante en su ritmo de crecimiento a partir del último trimestre de este año. Lo anterior debido a que en el ciclo alcista, los precios internos no han absorbido la totalidad de las alzas de sus equivalentes internacionales. Además se espera que la caída en precios de commodities agrícolas sea moderada durante 2008 y no incluya a la totalidad de los bienes. Finalmente, esperamos que el crecimiento se mantenga alrededor del tendencial (5,3%). Lo anterior, unido a supuestos de incrementos salariales relativamente contenidos, asegurarían el control de eventuales presiones de costos y demanda.

### Tasa de interés se quedaría en 5,75%

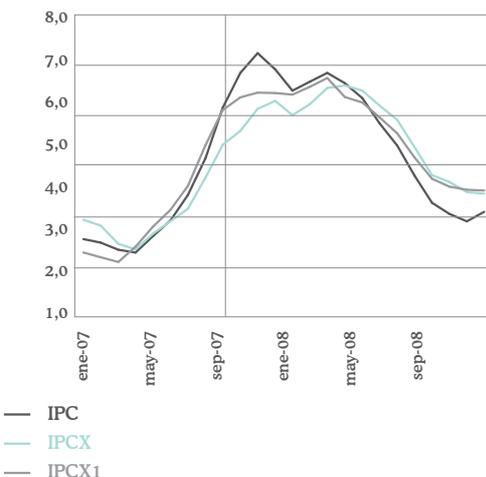
A pesar de que la autoridad monetaria ha señalado que los choques puntuales de precios (alimentos, energía), han sido más intensos y duraderos que lo previsto originalmente, mantiene la posición de que el accionar de la política monetaria debe apuntar a que la meta de inflación se cumpla en un plazo de 12 a 24 meses.

Así, desde julio de este año, comenzó un período de restricción monetaria, con alzas graduales que apuntaban tanto a mantener las expectativas de inflación acotadas, como a controlar probables excesos de demanda. Sin embargo, el Banco Central removió su sesgo restrictivo sobre la política monetaria en el mes de septiembre tras subir la tasa desde 5,5% hasta el 5,75% que impera en la actualidad. Dicho sesgo neutral se mantuvo en la reunión del mes octubre tras mantener la tasa al nivel previo, aún cuando la inflación del mes de septiembre resultó por sexto mes consecutivo más alta de lo que esperaba el mercado.

Hacia adelante, pensamos que las mismas condiciones que empujaron al Banco Central a no subir la tasa estos dos últimos meses se mantienen. Por lo tanto, es difícil pensar que durante los próximos dos o tres meses, veamos un cambio en este sentido. Además, el desarrollo del escenario internacional presenta en la actualidad mayores incertidumbres que de costumbre, toda vez que no hay certeza respecto del rumbo que tomará la crisis de liquidez que gatilló la presencia de activos hipotecarios subprime en el sistema financiero norteamericano. Si bien existe consenso de que la Fed continuará con la senda bajista iniciada en septiembre, todavía quedan dudas respecto de la magnitud de éstas. Así, el impacto que la crisis de liquidez en los mercados de capitales internacionales pueda tener sobre la economía mundial y sus implicancias en términos de menores precios de materias primas y de una disminución en la demanda por bienes chilenos, serían los principales argumentos para mantener la tasa en los niveles actuales. Además el ajuste a la baja del crecimiento local en la segunda parte del año, estaría aliviando la preocupación por el tema de las brechas de capacidad.

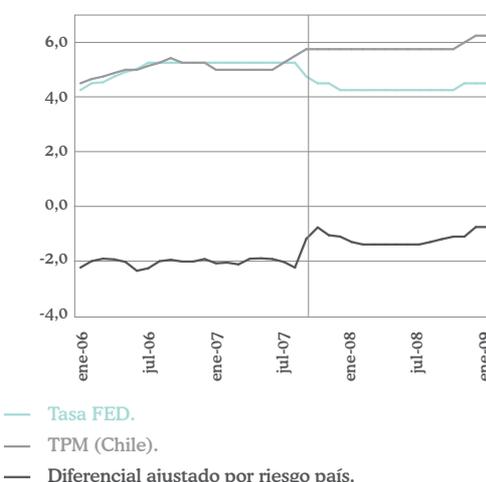
De esta manera, creemos que aún en presencia de inflaciones interanuales de 7,0% en el último trimestre del año, el Banco Central cuenta con la suficiente credibilidad como para mantener la tasa en su nivel actual de 5,75% sin que esto signifique un deterioro importante de

### Proyecciones de Inflación Distintas Medidas (var % a/a)



Fuente: BBVA.

### Tasa de Política Monetaria: EE.UU. y Chile. Escenario Base (%)



Fuente: BBVA.

las expectativas de inflación a 18 meses. Si consideramos que la inflación llegará a su peak en el mes de noviembre y que la transmisión de la política monetaria toma al menos un año, el efecto de una subida adicional de tasas durante el último trimestre del año, impactaría a estas alturas exclusivamente sobre las expectativas de los agentes. Estas serán especialmente importantes durante el último trimestre de 2007, pues es el momento en que se realizan los presupuestos para el año que viene, además de muchas negociaciones salariales. Aun cuando la autoridad monetaria estaría dispuesta a elevar la TPM a fin de evitar una fijación de precios y remuneraciones que considerara inconsistente con el objetivo de inflación de 3%, es probable que esto no sea necesario dada la credibilidad con que cuenta el Instituto Emisor a veinte años de su independencia. La principal prueba de ello es que las expectativas a 24 meses e incluso al cierre de diciembre de 2008 siguen ancladas.

De esta manera, los principales factores que considerará el consejo del Banco Central para determinar el curso de la política monetaria en Chile serán principalmente tres. Primero, el desarrollo del contexto internacional y en particular de las tasas de interés en los países desarrollados. Segundo, la posible propagación del shock inflacionario a otros precios (incluyendo salarios) con un eventual impacto sobre las expectativas del mercado y finalmente, la evolución de la demanda y su efecto sobre las brechas de capacidad.

Si desde el frente externo todo transcurre de acuerdo a nuestro escenario base, esto es, que la FED baje 50 puntos adicionales de aquí hasta fin de año y se mantenga a ese nivel hasta avanzado 2008, el Banco Central mantendría la tasa en 5,75% durante lo que queda de 2007 y la mayor parte de 2008. Solo a partir del último trimestre de 2008 y en sintonía con las alzas de la FED, el Banco Central de Chile podría iniciar una senda alcista. Dado que el 5,75% está bastante cerca de una tasa neutral, y tomando en cuenta que nuestra estimación de crecimiento para el 2008 se encuentra muy cerca del aumento que estimamos para el PIB tendencial (5,3%), estas subidas serían bastante moderadas: 50 pb en el último trimestre de 2008.

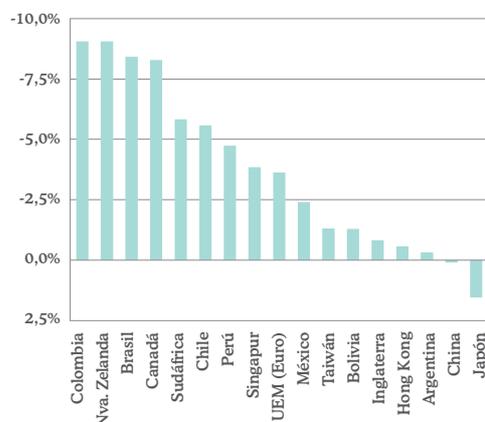
En el caso que la crisis de liquidez se propague con más fuerza a la economía real, generando finalmente una crisis de crédito, en cuyo caso la FED continuaría bajando la tasa en 2008, pensamos que el Banco Central terminaría actuando de la misma manera. Eso sí, con bajadas menos intensas que su par norteamericano y con cierto rezago. Considerando que la actividad local no se vería dramáticamente afectada en este escenario internacional adverso dados los soportes que existen sobre la demanda interna (gasto fiscal, proyectos en minería y energía, etc.), las bajas se materializarían sólo a partir del segundo trimestre de 2008 y permanecerían relativamente acotadas.

### Tipo de cambio con acción limitada para el control de la inflación

A partir del mes de septiembre, el tipo de cambio nominal se comenzó a apreciar pasando desde niveles de 525 pesos por dólar observados a agosto hasta un mínimo de \$ 495 por dólar a mediados de octubre, por debajo de la barrera psicológica de los \$ 500 por dólar. Esta apreciación se explica casi totalmente por la depreciación que ha tenido el dólar a nivel global. En el gráfico adjunto se ilustra la variación de distintas monedas con respecto del dólar en 45 días (hasta el 15 de octubre), dejando evidencia que se trata de una apreciación generalizada y común a todos bloques. Destacan los movimientos del dólar neozelandés y el real brasileño con apreciaciones nominales en torno a 10% en el periodo.

Lo anterior se explica fundamentalmente por la reasignación de portafolios tras el choque de liquidez originado en la economía norteamericana, que ha llevado a un desplazamiento de los fondos de inversión desde la OCDE hacia emergentes. Lo anterior debido a la percepción de una menor rentabilidad de la inversión en Norteamérica, gatillada por la

Var % Monedas c/r Dólar (en 45 días)



bajada de tasas por parte de la FED y la expectativa de que la política monetaria estadounidense continuará con la senda expansiva. A esto podemos sumar la renovada posición macroeconómica de muchos países emergentes que les ha permitido actuar como activos "refugio".

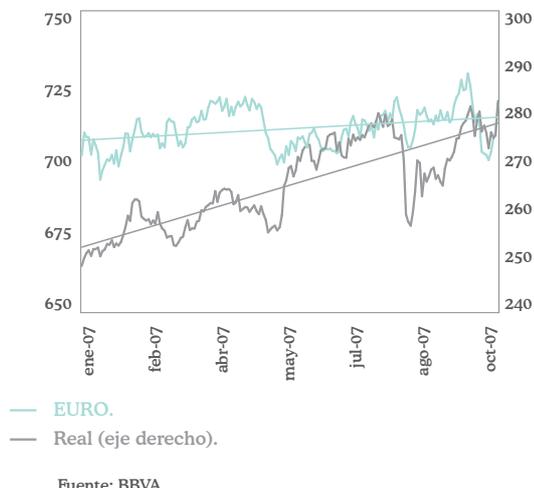
Si bien el tipo de cambio local respecto del dólar alcanza en la actualidad un nivel 6% más bajo que el promedio del primer semestre del año, los cambios en el tipo de cambio efectivo real han sido bastante más moderados (estimamos una caída equivalente de 2%). Esto debido a que este último indicador no sólo captura la variación de nuestra moneda respecto del dólar norteamericano, sino respecto de las monedas de todos los países que son nuestros socios comerciales, con el respectivo ajuste por inflación en cada uno de éstos. Así este indicador refleja de mejor forma una posible pérdida de competitividad del país respecto al resto del mundo, pues no sólo incluye a Norteamérica sino también a otros bloques tales como Europa, Asia y Latinoamérica. A modo de referencia, se presenta la evolución del peso chileno respecto del Euro y del Real, donde se observa que éstos, a diferencia de la moneda norteamericana, han tendido incluso a apreciarse respecto del peso chileno. Es decir, los productores chilenos han ganado competitividad respecto de sus contrapartes europeas y brasileñas.

A futuro, nuestro escenario base para la economía internacional, considera bajadas adicionales tanto por parte de la FED (50 pb en lo que resta de 2007) como del BCE (25 pb en diciembre de 2007 o enero de 2008). Lo anterior se traduciría en una ampliación de la brecha de tasas a favor de Chile, toda vez que el panorama inflacionario local impediría que el Banco Central de Chile realice bajadas equivalentes. Así, la mantención de la Tasa de Política Monetaria al nivel de 5,75%, estaría acorde a una apreciación adicional de la moneda local respecto del dólar. Esperamos que ésta sea bastante moderada, pues parte de lo ya descrito estaría internalizado en el nivel actual del tipo de cambio. Suponemos que ésta llegaría a un mínimo nominal de \$ 495 por dólar en el segundo trimestre del próximo año pasando por un valor en torno a los \$ 500 por dólar al cierre de este año. Lo anterior es acorde a un tipo de cambio real apenas un 2% más apreciado que en el primer semestre del año y totalmente en línea con su equilibrio de largo plazo.

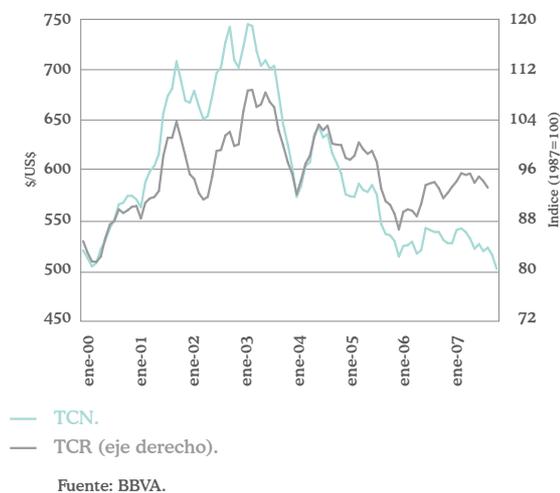
Si se materializara un escenario menos benevolente, lo más probable es que la moneda local se deprecie, capturando el mayor riesgo global que se manifestaría en una subida de los spread soberanos latinoamericanos.

A pesar de que el tipo de cambio afecta directamente el precio en moneda doméstica de los bienes importados, éste movimiento no necesariamente es transferido al consumidor final. La literatura señala que el grado de traspaso desde el tipo de cambio real al nivel de precios a consumidor dependerá de diversos factores tales como el nivel inicial de inflación, el grado de apertura de la economía y la brecha del producto.<sup>4</sup> Estimaciones empíricas para la economía chilena indican que el traspaso a precios ("pass-through") de una depreciación del tipo de cambio sería de 20% o menos. Esto es, si el tipo de cambio real se aprecia en 1%, los precios al consumidor disminuyen en 0,20% al cabo de un año<sup>5</sup>. Lo anterior sugiere que la apreciación real que ha tenido la moneda en los últimos meses es apenas un aporte moderado en el control inflacionario.

### Tipo de Cambio: \$/Euro y \$/ Real



### Tipo de Cambio Nominal y Real



4 **Borensztein E., and J. De Gregorio, 1999.** "Devaluation and Inflation after Currency Crisis". Fondo Monetario Internacional.  
 5 **Bravo, H. y C. García, 2002.** "Una revisión de la transmisión monetaria y el pass-through en Chile". Banco Central de Chile, documento de trabajo N° 149.  
**Calvo, G. and E. Mendoza, 1999.** "Empirical Puzzles of Chilean Stabilization Policy" en Chile. Recent Policy Lessons and Emerging Challenges. The World Bank.  
**Edwards S, 2006.** " The relationship between exchange rates and inflations targeting revisited". Banco Central de Chile, documento de trabajo N° 409.

### Inflación por quintiles de ingreso

Dado que una buena parte de la inflación se ha registrado en bienes de alimentación, y que normalmente se asume que estos tienen un peso mayor en la canasta de consumo de los estratos más bajos de ingreso, es de esperar que estos últimos hayan sido en principio, los más perjudicados por las alzas recientes. Para corroborar lo anterior, hemos obtenido una medida de inflación observada por quintil de ingreso, utilizando como poderador el gasto realizado por estrato en cada uno de los ocho grandes grupos IPC. Lo que obtenemos es que los cuatro quintiles más pobres presentaron una inflación mayor que la registrada por el índice general, lo que se explica por la progresiva importancia de los alimentos para los hogares con ingresos más bajos. De hecho, en doce meses terminados a septiembre de 2007, los bienes de la canasta utilizada para el primer quintil (20% más pobre) registran una variación en precios de 7,8% que se compara con un 4,9% para los del quintil más rico y una inflación general de 5,8%.

### Ponderadores por quintil de ingreso

La estructura del gasto por quintil de hogares se tomó de la V Encuesta de Presupuestos realizada por el INE entre agosto de 1996 y julio 1997, cuyos ponderadores por tipo de bien son los que se utilizan actualmente para ponderar el Índice de Precios al Consumidor, IPC (año base 1998). Los ponderadores por quintil de ingreso y categorías utilizados por el INE se muestran en la siguiente tabla:

Componentes de la canasta del IPC por quintales de ingreso

	General	Quintil				
		1	2	3	4	5
Alimentación	27,2	43,6	39,5	35,6	29,6	18,4
Vivienda	20,2	18,9	17,2	18,0	18,5	22,3
Equipamiento de vivienda	12,2	8,4	8,8	10,0	11,0	15,4
Vestuario	11,1	5,7	8,0	7,9	9,6	14,5
Transporte	9,4	6,5	6,4	7,1	8,2	9,2
Salud	8,1	7,2	8,1	8,1	8,8	7,5
Educación y recreación	7,9	7,4	9,0	10,2	10,8	8,5
Otros	3,9	2,3	2,8	3,2	3,5	4,3
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

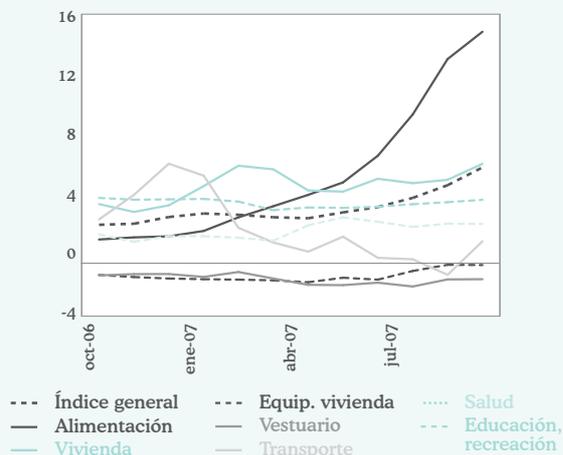
Fuente: V encuesta de presupuestos, INE.

Aquí, se observa la mayor importancia relativa que tiene el componente de alimentos en la medida que nos acercamos a los quintiles más pobres, pasando desde 18,4% de los ingresos en el quintil más rico hasta 43,6% en el quintil más pobre. Por el contrario, los componentes de educación y recreación y transporte cobran mayor importancia en la medida que nos acercamos hacia los hogares de mayores ingresos.

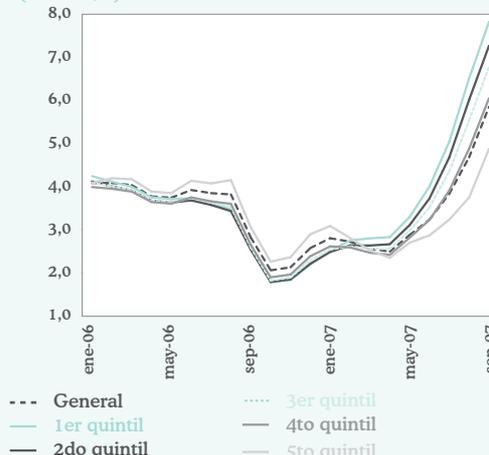
### Inflación por componentes y por quintiles

Los componentes ya descritos han mostrado una evolución de precios bastante dispar en el último tiempo. Destacan la fuerte subida que ha tenido el subgrupo de alimentos, con un acumulado anual de 14,8% a septiembre. Le sigue en importancia el grupo vivienda (6%), impulsado por combustibles para calefacción y electricidad. La diferencia en el crecimiento de precios de cada uno de los componentes origina diferencias de inflación por quintiles de ingresos dados los distintos ponderadores que tienen cada uno de ellos. En el gráfico a continuación se observa que los cuatro quintiles más bajos de ingreso presentan una inflación más elevada que el promedio general dada la mayor importancia relativa que tiene el componente de alimentos en estos grupos. Mientras a septiembre de 2007 la inflación general acumula en doce meses un incremento de 5,8%, este indicador llega a 7,8% para el primer quintil y a 4,9% para el último.

Inflación por Componentes de Demanda (var% a/a)



Inflación por Quintiles de Ingresos (var% a/a)



### A septiembre 2007

	General	Quintil				
		1	2	3	4	5
12 meses	5,8	7,8	7,3	6,8	6,0	4,9
acumulado año	6,2	8,0	7,5	7,0	6,4	5,3

Fuente: V encuesta de presupuestos, INE.

## 4. Deudas de consumo de los hogares chilenos

A lo largo de los últimos años hemos observado un incremento en los niveles de endeudamiento de los hogares chilenos. De lo anterior da cuenta la tendencia del crecimiento del crédito bancario a las familias, el cual ha pasado de 17% del PIB en 2001 a 23% en 2007. Esto, en un contexto en el cual el valor del producto ha crecido fuertemente, sobre todo en términos nominales como consecuencia de los altos precios de las materias primas. Más aún, estas estadísticas no incluyen el aumento sustantivo que han tenido los créditos proporcionados por entidades no financieras. Por ejemplo, el financiamiento otorgado a través de tarjetas de crédito no bancarias habría alcanzado los 4,400 millones de dólares en junio de 2007 o alrededor de 3% del PIB.<sup>1</sup> Lo anterior es equivalente a una tercera parte de los créditos de consumo que se otorgan a través de bancos.

Dado este aumento en el nivel de endeudamiento de los chilenos, surgen cuando menos dos temas de interés. El primero tiene que ver con el posible agotamiento de la capacidad de las familias para pedir prestado. El segundo se refiere a la vulnerabilidad de la situación financiera de las familias y su posible respuesta ante escenarios de tensión. Esto es especialmente relevante en momentos en que diversas entidades financieras en Estados Unidos y Europa están reconociendo fuertes pérdidas derivadas de excesos cometidos en el otorgamiento de préstamos a sectores de alto riesgo.

El objetivo que perseguimos aquí, es el de aportar al debate sobre estas cuestiones concentrándonos en las oportunidades que brindan las respuestas a la nueva encuesta CASEN 2006. En particular, por primera vez se incluyen en su cuestionario preguntas sobre las deudas de consumo de las familias, lo que aprovechamos para definir el perfil de aquellos que tienen acceso a crédito y sus fuentes de financiamiento. En este sentido, nuestro análisis se relaciona al realizado por Cox, Parrado y Ruiz Tagle (2006), con la diferencia que estos autores utilizan la Encuesta de Protección Social 2004 y que su base de datos incluye deuda hipotecaria. Dado que la CASEN 2006 no contiene preguntas sobre el monto del crédito pedido para comprar una casa, no somos capaces de hacer juicios sobre el posible sobreendeudamiento de una familia. Sin embargo, lo que sí hacemos es identificar segmentos de la población donde la deuda de consumo parece relativamente alta. En este sentido, los datos que aquí presentamos son tranquilizadores: congruente con lo presentado por Cox, Parrado y Ruiz Tagle (2006), la deuda de consumo de los chilenos parece estar concentrada en hogares jóvenes, con alto nivel de ingreso y educación, los cuales serían menos vulnerables a cambios bruscos en el escenario financiero.

A continuación caracterizamos el nivel de endeudamiento en consumo de los hogares, haciendo una comparación internacional de estos resultados. Posteriormente realizamos perfiles de deuda según características de los jefes de hogares como edad, sexo y educación. Luego, identificamos el tipo y monto total de la deuda que tiene cada familia según su nivel de ingreso. Finalmente, presentamos las principales conclusiones de este trabajo.

### Hogares y sus deudas de consumo

Según los datos agregados proporcionados por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), las colocaciones bancarias dedicadas a financiar consumo representan alrededor del 9% del PIB. Un primer acercamiento para determinar si esto representa un porcentaje

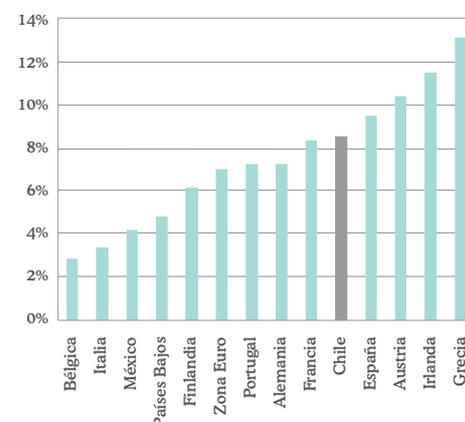
**Silvia Leiva**

Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

**Miguel Cardoso**

Gerente Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

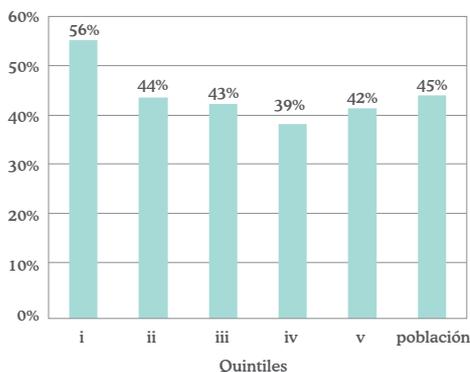
### Crédito al Consumo % PIB



Fuente: BBVA y SBIF 2006.

<sup>1</sup> Ver Informe Trimestral de Tarjetas No Bancarias, Abril-Junio 2007, SBIF.

### Hogares Sin Deuda según Quintil de Ingreso



Fuente: BBVA en base a CASEN 2006.

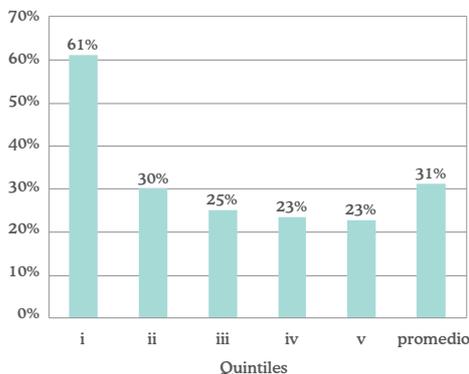
### Deudas de Consumo de los Hogares Chilenos según quintiles

Quintil	Deuda total por quintil como % sobre el total	Deuda mensual por quintil como % sobre el total	Deuda total como % del PIB
i	6,5	7,4	0,3
ii	10,5	10,8	0,5
iii	14,2	14,0	0,7
iv	21,4	21,8	1,1
v	47,4	46,0	2,4
Total	100	100	5,1

Fuente: BBVA en base a CASEN 2006.

### Ratio Promedio de Deuda (cuotas mensuales hogares)/ ingreso total del hogar

(sólo endeudados)



Fuente: BBVA en base a CASEN 2006.

relativamente alto es realizar una comparación internacional. En la gráfica adjunta se puede observar que el crédito al consumo en Chile se encuentra dentro del promedio de una muestra de países ricos y por encima de lo visto en otros países emergentes como México. Esto es consistente con el elevado grado de desarrollo que muestra el mercado financiero chileno.

Sin embargo, una de las desventajas de los datos agregados es que no nos dicen nada acerca de cómo está distribuida esa deuda (aunque sea relativamente baja). Es por esta razón, que el análisis de las cifras elaboradas a partir de la encuesta CASEN 2006 resulta tan importante. Antes de proseguir, quisiéramos señalar un problema con los datos utilizados. En particular, dichos números muestran que el monto total de las deudas de consumo chileno durante 2006 (incluyendo bancos, casas comerciales y otras entidades financieras), habría alcanzado sólo el 5,1% del PIB.<sup>2</sup> La diferencia respecto de los datos de colocaciones de la SBIF (casi 4 puntos del PIB, a pesar de que estos sólo incluyen deuda bancaria), es preocupante. Lo anterior estaría apuntando a un problema de subdeclaración que podría hacer que algunos de los datos aquí presentados tuvieran algún sesgo.<sup>3</sup> Hacia adelante, creemos necesario avanzar en futuros trabajos para determinar si este problema es importante.

### Determinantes de la deuda de consumo de los hogares.

Los niveles de endeudamiento de los hogares, dependen de distintos factores, entre los que se pueden mencionar su ingreso, la edad del jefe del hogar, la composición de éste, el género de los individuos, su estado civil, y la existencia de otras deudas adicionales a las de consumo, como por ejemplo los dividendos hipotecarios. A continuación examinamos cada uno de estos factores.<sup>4</sup>

### Un alto porcentaje de hogares no tiene deudas de consumo

En efecto, un 45% de las familias chilenas no presenta obligaciones de pago a este respecto. En los estratos más bajos de ingreso, parece evidente que la falta de colateral y la percepción de alto riesgo excluyen del crédito a un porcentaje alto de la población. Sin embargo, una vez que se pasa del primer quintil (el 20% más pobre), el porcentaje de familias que decide no tener deudas de consumo permanece relativamente constante.

### Mayor ingreso implica mayor nivel de endeudamiento

En el cuadro adjunto, se incluye la deuda de cada quintil de ingreso como porcentaje del total. Así, la deuda del 20% de los hogares más pobres de Chile representa apenas el 6,5% de las obligaciones de pago mensual reportadas por el total de la población. Como se puede observar en el cuadro, el monto del crédito al que acceden las familias está claramente relacionado con su nivel de ingreso ya que los quintiles IV y V, concentran alrededor del 70% de la deuda total de consumo de los hogares.

### Nivel de endeudamiento ¿alto o, bajo?

Respecto de los niveles de endeudamiento de la población chilena, los resultados indican que, en promedio, la deuda mensual de consumo de

2 La variable “deudas de consumo” se construye como la suma de las cuotas mensuales o deudas totales reportadas para: Tarjeta de crédito bancaria, línea de crédito bancaria, Casas comerciales, Préstamo de consumo (bancos), Préstamo de consumo (financiera), Crédito automotriz, Crédito social, Deudas educacionales, Préstamo de parientes o amigos, Crédito de prestamistas, Casa de crédito prendario, Fiado y otras deudas.

3 Las causas por las cuales las familias habrían reportado erróneamente sus deudas son variadas y pueden incluir vergüenza respecto a qué tan crítica es su situación, desinformación referente a qué tanto deben y otras.

4 En un documento de trabajo (disponible a través de los autores) se realiza una estimación de un modelo que determina qué características incrementan la probabilidad de participar en el mercado de crédito de consumo y cuáles aumentan la demanda por este. Los resultados sustentan lo que aquí se presenta.

5 Por otro lado, también encuentran que en 1995, el ratio deuda a ingreso era del 21%.

aquellas familias que tienen algún tipo de crédito es equivalente al 31% de sus ingresos totales. En comparación, del Río y Young (2005) encuentran que para los hogares ingleses, el número equivalente en el año 2000 era del 39%.<sup>5</sup>

No obstante, existen fuertes diferencias entre hogares dependiendo del estrato socioeconómico de la familia. En particular, las estadísticas indican que la cuota mensual destinada a pagar créditos de consumo de los hogares pertenecientes al primer quintil, representa un 61% de los ingresos del hogar.<sup>6</sup> Si bien estos niveles parecen relativamente altos, dos cuestiones son importantes al considerar estas cifras: 1) como ha sido expresado arriba, la exposición de las instituciones financieras a este segmento es muy baja, y 2) el ratio deuda a ingreso total disminuye considerablemente para quintiles de ingreso superiores.

### La edad y composición de los hogares

En función de la edad de los jefes del hogar, los resultados indican que la población presenta un peak de niveles de deuda mensual respecto a ingreso total en edades menores a los 35 años. Más aún, a medida que aumenta la edad, se nota una caída del endeudamiento como porcentaje del ingreso total. Lo anterior es congruente con la teoría del "ciclo de vida", y está en línea con lo observado a nivel internacional.<sup>7</sup>

Por otro lado, el perfil de endeudamiento por edad también difiere dependiendo del estrato de ingreso al que pertenece la familia. Por ejemplo, en el primer quintil, el peak de deudas mensuales se alcanza en los tramos de edad entre 36 - 45 años, mientras que en el quintil V, éste se alcanza en el tramo de edad mayor a 65 años. Por su parte, los quintiles II a IV, muestran que el máximo nivel de endeudamiento se alcanza en las edades que van entre los menores de 26 y hasta los 35 años.

Sin embargo, además de la edad del jefe del hogar, resulta importante conocer la composición de las familias (si tienen infantes menores de 6 años, si tienen niños entre 6 y 18 años, mayores de 65, entre otras), pues las decisiones de consumo y endeudamiento tienen directa relación con lo anterior. Además, en la literatura existen las llamadas "escalas de equivalencia", las cuales son índices que muestran el costo de vida relativo entre hogares de diferente tamaño y composición y que permiten ajustar el ingreso o el consumo de manera que tome en cuenta el tamaño del hogar, la presencia de economías de escala en el consumo y las necesidades relativas de los miembros del hogar en función de sus edades.<sup>8</sup>

Respecto de la composición de los hogares, una primera mirada indica que aquellos que incluyen adultos mayores (AM) presentan menores niveles de endeudamiento (respecto de su ingreso), lo cual concuerda con el patrón intertemporal de consumo, que indica que las personas ahorran en su etapa activa para luego consumir ese ahorro en la vejez. En relación a la presencia de infantes y niños en el hogar, encontramos que familias jóvenes sin hijos, presentan el mayor nivel de endeudamiento en la población relativo a su ingreso. Por su parte, hogares en edad adulta (46 en adelante) y con hijos muestran cuotas mensuales que son significativamente menores comparadas con su ingreso.

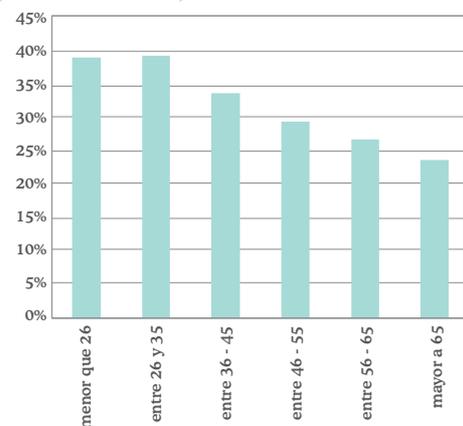
Con todo, podemos concluir que los patrones de endeudamiento muestran diferencias según el ciclo de vida de los hogares y la composición de éstos. En particular, en ciclos de vida iniciales del hogar (edades menores), existe un mayor nivel de endeudamiento respecto al ingreso, el cual disminuye a medida que los hogares maduran.

<sup>6</sup> Estas estadísticas consideran sólo a hogares endeudados.

<sup>7</sup> Ver, por ejemplo, del Río y Young (2005).

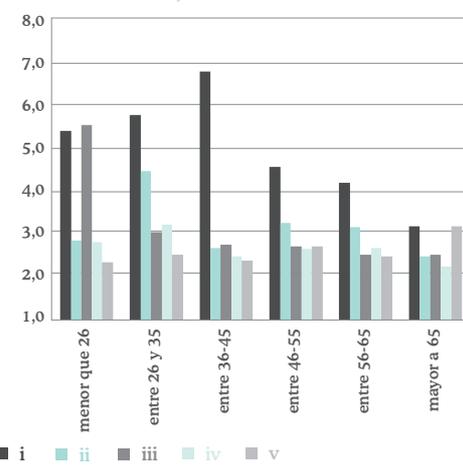
<sup>8</sup> En la literatura referente a mediciones de pobreza, las escalas de equivalencia señalan, por ejemplo que el costo de los niños aumenta en función de su edad, hasta cierto límite que depende de la metodología utilizada, y luego comienza a decrecer para llegar al valor equivalente de un adulto.

### Ratios de Cuota Mensual/Ingreso Total Hogares, según Edad (sólo endeudados)



Fuente: BBVA en base a CASEN 2006.

### Ratios de Cuota Mensual/Ingreso Total Hogares, según Edad y Quintiles (sólo endeudados)



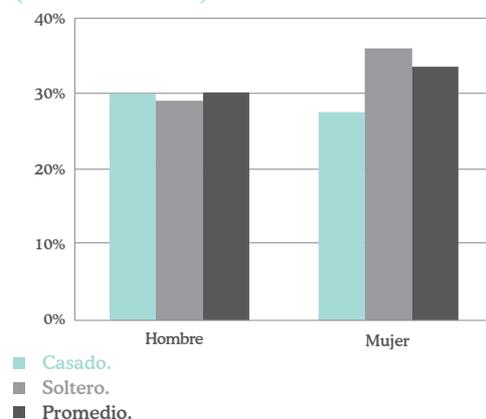
Fuente: BBVA en base a CASEN 2006.

### Ratios de Cuota Mensual/Ingreso Total Hogares, según Composición y Edad del Jefe de Hogar (sólo endeudados, %)

Intervalo edad	Composición del Hogar					
	Con infantes	Sin infantes	Con niños	Sin niños	Con AM	Sin AM
menor que 26	34	45	28	43	30	39
entre 26 y 35	39	39	39	39	43	39
entre 36-45	35	32	33	34	29	34
entre 46-55	27	30	28	31	25	30
entre 56-65	19	29	24	28	26	27
mayor a 65	20	24	20	25	24	

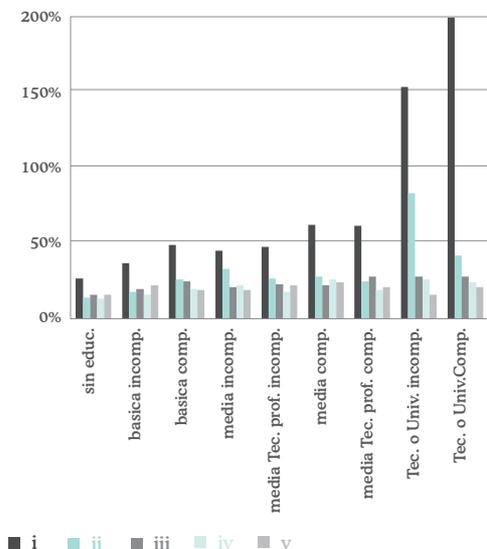
Fuente: BBVA en base a CASEN 2006.

### Ratios de Cuota Mensual/Ingreso Total Hogares, Según Estado Civil y Sexo (sólo endeudados)



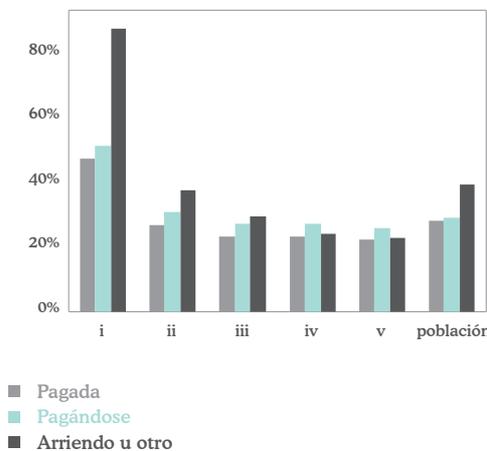
Fuente: BBVA en base a CASEN 2006.

### Ratios de Cuota Mensual/Ingreso Total Hogares, según Educación y Quintiles (sólo endeudados)



Fuente: BBVA en base a CASEN 2006.

### Ratios de Cuota Mensual/Ingreso Total Hogares, según Situación de Vivienda (sólo endeudados)



Fuente: BBVA en base a CASEN 2006.

### Tipos de Deuda como Porcentaje sobre el Total, según Quintiles (%)

Tipo de deuda	Quintiles				
	i	ii	iii	iv	v
Casas comerciales	55	51	50	40	25
Préstamo de consumo bancos	8	13	12	20	22
Tarjeta crédito bancaria	6	5	10	8	15
Línea crédito bancaria	7	4	6	7	11
Otras deudas	24	27	21	24	28
Deuda Id. en sist. Com	33	36	37	48	56
Deuda no Id. en sist. Com.	67	64	63	52	44

Fuente: BBVA en base a CASEN 2006.

Deuda Id. en sist. Com: tarjeta crédito bancaria, línea crédito bancaria, préstamo de consumo bancos, préstamo de consumo financiera, deudas educacionales.

Deuda No Id. en sist. Com: casas comerciales, créditos automotriz, crédito social, préstamo parientes o amigos, crédito prestamista, casa crédito prendario, fiado, otras deudas.

### Sexo y estado civil

Respecto del nivel de endeudamiento, los datos indican que en promedio, los pasivos contratados por las mujeres para financiar consumo, como porcentaje de su nivel de ingreso, son más altos que los de los hombres. Este patrón se repite al interior de los quintiles de menores ingresos. Los resultados anteriores probablemente tienen su origen en el comportamiento del mercado del trabajo en donde los hombres tienen un mayor salario y mejores empleos, además de más estables.

Por su parte, en función del estado civil de los jefes del hogar, las estadísticas indican que los solteros o sin pareja presentan niveles de endeudamiento mayores que aquellos que están casados o tienen una pareja. Al interior del grupo de solteros, las mujeres presentan niveles de endeudamiento mayores que los hombres. No obstante esta situación se revierte cuando la mujer está casada. En este caso los niveles de endeudamiento que se presentan son significativamente menores.

### Educación

En cuanto al nivel de deudas en función del grado de educación alcanzado por el jefe del hogar, los resultados indican que a mayor preparación, mayor es el nivel de endeudamiento. Este patrón de comportamiento también se repite entre los quintiles de ingreso.

### Existencia de otras deudas: Dividendos hipotecarios

A pesar que la encuesta CASEN no reporta el monto de otros pasivos diferentes a los de consumo, sí otorga cifras sobre la propiedad de la vivienda y su situación de pago. En particular, un 66,4% de los hogares habita viviendas propias. De éstos, un 53,2% tiene su casa sin deuda, y un 13,2% paga dividendos. Sólo un 33,7% de los hogares habita una vivienda de terceros. En función de los datos anteriores, se observa que hogares que no son propietarios de una vivienda, tienen un nivel de deuda de consumo superior a los hogares que son propietarios de la vivienda que habitan. Para estos últimos, no se observan grandes diferencias entre hogares que ya han pagado su vivienda y entre quienes no lo han hecho aún.

### Tipos de deuda de los Hogares

Respecto del tipo de deuda total de cada hogar, las estadísticas muestran que la mayor proporción se encuentra en casas comerciales<sup>9</sup> que concentra 37% del total, seguido por los préstamos de consumo bancarios (18%), mientras que en tercer lugar se encuentran las tarjetas de crédito bancarias (11%).

No obstante y tal como se observa en el cuadro de porcentaje de deudas, existen diferencias entre quintiles. En particular, los hogares de menores ingresos (I a III), tienen una concentración de sus pasivos en casas comerciales que supera el 50%, mientras que en los hogares de mayores ingresos, un porcentaje importante del endeudamiento se realiza con las entidades bancarias.

Este patrón de comportamiento, trae consecuencias al momento que las entidades financieras califiquen si un hogar presenta niveles altos de deudas, principalmente porque existen algunas que no se pueden identificar a través del sistema comercial. Este tipo de deudas no identificables supera el 60% en los hogares de los tres primeros quintiles. Es decir las entidades financieras u otra financista de crédito a hogares podrían enfrentar riesgos en este sentido, pues no lograrían, a través del sistema comercial existente, identificar qué hogares estarían sobreendeudados.

<sup>9</sup> Este tipo de deudas puede presentar un componente de deuda temporal, pues este tipo de tarjetas financian consumo inmediato como por ejemplo compras en el supermercado.

En función del promedio de pago mensual y total de aquellas deudas que representan un porcentaje importante en los hogares, las estadísticas indican que en promedio el pago mensual en casas comerciales para los hogares de los primeros tres quintiles es inferior a \$71.000, mientras que la deuda total no supera los \$400.000. En los quintiles superiores el pago mensual y la deuda total son levemente superiores.

Por su parte, en promedio el pago mensual y la deuda total en préstamo de consumo, tarjetas de crédito y línea de crédito bancarias, es bastante superior a la deuda en las casas comerciales. No obstante y tal como se esperaría, a medida que nos movemos a quintiles de mayores ingresos, la deuda total y mensual bancaria también es superior.

## Conclusiones

En esta nota utilizamos nuevos datos incluidos en las respuestas a la encuesta CASEN 2006 para caracterizar el nivel de endeudamiento en consumo de los hogares chilenos. Los datos presentados indican que éste es similar al observado en países desarrollados, y además estaría concentrado en los quintiles de ingresos más altos. No obstante, algunas familias pertenecientes a los estratos de riqueza más bajos muestran altos niveles de endeudamiento respecto a su ingreso.

En relación a los determinantes de la deuda, según características del jefe de familia, encontramos que la edad (menor de 35 años), el ciclo de vida del hogar (si tiene hijos pequeños), el sexo (mujer), el estado civil (soltero) y la educación aumentan el endeudamiento de consumo como porcentaje del ingreso de las personas. Más aún, un 70% de la deuda está concentrada en familias de ingresos medios y altos (quintiles IV y V). Esto apunta a que, como ha sido señalado en otros estudios, la mayor parte de la deuda parece estar concentrada en personas jóvenes, con mayor educación y de relativamente altos ingresos. Lo anterior es positivo ya que este tipo de personas están mejor preparadas para lidiar con escenarios de tensión financiera.

Respecto del tipo de deudas de los hogares, los datos muestran que en quintiles más bajos existe una alta concentración de deudas en casas comerciales. Lo anterior presenta retos para el sector bancario. Dentro de estos está el de abordar a estos clientes, aprovechar el historial crediticio acumulado por las casas comerciales y poder refinanciar sus deudas otorgándoles condiciones que puedan ser más favorables. Para lograr esto, es necesario que haya un sistema de información que permita saber el nivel de endeudamiento de los hogares con el sector minorista. Lo anterior impulsaría la bancarización en Chile al promover la correcta evaluación del riesgo por parte del sector financiero.

## Bibliografía

- Escalas de equivalencia: Reseña de conceptos y métodos. Xavier Mancero. CEPAL 2001.
- Poverty and Debt NIESR Discussion Paper No. 263. James Mitchell - Kostas Mouratidis and Martin Weale. National Institute of Economic and Social Research, London SW1P 3HE. Noviembre, 2005
- The determinants of unsecured borrowing: Evidence from the British household panel survey. Ana del Río - Garry Young. Banco de España. 2005.
- The distribution of assets, debt and income among Chilean households. Paulo Cox, Eric Parrado, Jaime Ruiz Tagle. Central bank of Chile, Working papers. Diciembre 2006.

## Montos de Cuota Mensual y Deuda Total, según Quintiles (miles de pesos)

Tipo de deuda	Quintiles				
	i	ii	iii	iv	v
<b>Casas comerciales</b>					
Cuota mensual	53	57	71	83	123
Deuda total	280	325	377	414	563
<b>Préstamo de consumo bancos</b>					
Cuota mensual	79	110	103	193	312
Deuda total	1.339	1.338	1.559	2.247	4.167
<b>Tarjeta crédito bancaria</b>					
Cuota mensual	83	85	138	110	232
Deuda total	1.054	604	905	1.029	1.686
<b>Línea crédito bancaria</b>					
Cuota mensual	158	95	152	176	289
Deuda total	1.148	1.322	1.470	1.764	2.419

Fuente: BBVA en base a CASEN 2006.

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
EE.UU.	3,2	3,3	1,9	2,2	3,4	3,2	2,6	2,1
UEM	1,5	2,7	2,5	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9
Japón	1,9	2,2	1,9	2,2	-0,3	0,1	0,0	0,5
China	10,4	11,1	10,9	9,9	1,8	1,5	4,5	3,4

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08	31/12/06	jun-07	dic-07	dic-08
EE.UU.	5,25	4,75	4,25	4,50				
UEM (\$/€)	3,50	4,00	3,75	3,75	1,32	1,40	1,41	1,38
Japón (yenes/\$)	0,25	0,50	0,75	1,25	117	115	115	110
China (cny/\$)	6,12	7,56	8,64	8,64	7,81	7,61	7,3	7,4

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	9,2	8,5	7,5	6,3	12,3	9,8	9,0	11,0
Brasil	2,9	3,7	4,5	4,2	5,7	3,1	3,5	3,8
Chile	5,7	4,0	5,4	5,3	3,7	2,6	7,0	3,4
Colombia	4,7	6,8	5,9	4,8	4,9	4,5	5,1	3,8
México	2,8	4,8	3,0	3,4	3,3	4,1	3,6	3,5
Perú	6,7	7,6	7,4	6,3	1,5	1,1	3,5	2,0
Venezuela	10,3	10,3	7,8	5,7	14,4	17,0	17,7	16,0
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>4,6</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>
LATAM Ex-México	5,2	5,7	5,7	5,0	6,9	5,5	6,0	6,0

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina <sup>2</sup>	1,8	1,8	1,5	1,3	3,1	3,8	2,1	0,5
Brasil	-3,1	-3,0	-3,6	-3,0	1,8	1,6	1,1	0,9
Chile <sup>2</sup>	4,5	7,7	8,1	5,8	1,0	3,6	5,4	2,3
Colombia	0,0	-0,8	-0,9	-1,0	-1,5	-2,1	-3,9	-3,7
México	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,7	-0,2	-1,6	-2,0
Perú	-0,3	2,1	1,6	0,8	1,4	2,8	0,8	-0,4
Venezuela <sup>2</sup>	1,6	0,0	-1,2	-3,0	17,7	15,0	10,8	5,5
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>
LATAM Ex-México	-1,0	-0,8	-1,6	-1,5	3,3	3,5	2,2	1,3

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

	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% , fin de período) <sup>3</sup>			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Argentina	3,01	3,06	3,18	3,26	6,4	8,9	9,8	11,0
Brasil	2,28	2,15	1,85	1,90	18,00	13,25	10,75	10,00
Chile	514	528	503	503	4,50	5,25	5,75	6,25
Colombia	2.284	2.239	2.063	2.158	6,3	6,8	9,3	9,3
México	10,69	10,88	10,96	11,36	8,0	7,0	6,9	6,5
Perú	3,42	3,21	3,10	3,16	3,25	4,50	5,25	5,50
Venezuela	2.150	2.150	2.150	2.150	11,7	10,3	11,0	11,0

<sup>3</sup> Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

# Evolución y Proyecciones Económicas

Escenario: Octubre 2007

ACTIVIDAD ECONÓMICA (REAL) (variación %)	2005	2006	2007e	2008p
<b>PIB</b>	5,7	4,0	5,4	5,3
<b>Demanda Interna</b>	11,0	6,0	6,9	7,4
<b>FBKF</b>	21,9	4,0	11,9	9,7
(como % del PIB)	(24,1)	(24,1)	(25,6)	(26,6)
<b>Resto Demanda Interna</b>	8,0	6,6	5,4	6,7
<b>Consumo Privado</b>	7,9	7,1	7,4	5,9
<b>Bienes Durables</b>	6,1	5,9	6,7	6,4
<b>Bienes No Durables</b>	6,3	6,4	6,7	5,1
<b>Servicios</b>	5,9	5,4	6,4	5,5
<b>Consumo Gobierno</b>	5,3	3,6	4,9	5,0
<b>Variación de Existencias</b>				
(como % del PIB)	(1,3)	(1,4)	(0,2)	(0,9)
<b>Exportaciones</b>	3,5	4,2	9,7	7,7
<b>Importaciones</b>	17,7	9,4	13,0	12,2
<b>PIB Nominal (var. %)</b>	14,0	16,1	15,8	9,5
<b>Deflactor del PIB (var. %)</b>	7,9	11,7	9,9	4,0
<b>BALANZA DE PAGOS</b>				
(Millones de US\$)				
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	1.315	5.256	9.672	4.511
como % del PIB	1,0	3,6	5,4	2,3
<b>BIENES Y SERVICIOS</b>				
<b>BALANZA COMERCIAL</b>	10.805	22.213	24.900	18.200
Exportaciones	41.297	58.116	67.000	52.000
Importaciones	30.492	35.903	42.100	33.800
<b>OTROS INDICADORES</b>				
<b>PIB en US\$ (corr.)</b>	129.487	146.590	179.114	196.130
<b>Balance Fiscal (% PIB)</b>	4,8	7,8	8,1	5,8
<b>Tasa de Inflación (% prom. período)</b>	3,1	3,4	4,3	5,2
<b>Tasa de Inflación (% dic.)</b>	3,7	2,6	7,0	3,4
<b>Tipo de Cambio Nominal (prom. período)</b>	560	530	524	500
<b>Tipo de Cambio Nominal (dic.)</b>	514	530	500	500
<b>Tasa de Política Monetaria (prom. período)</b>	3,44	5,02	5,30	5,90
<b>Tasa de Política Monetaria (dic.)</b>	4,50	5,25	5,75	6,25
<b>Tasa de Interés BCU5 (prom. período)</b>	2,3	2,9	2,8	2,7
<b>Tasa de Interés BCU5 (dic.)</b>	3,2	2,5	2,7	3,0
<b>Precio del Cobre (US\$/lb, prom.)</b>	167	305	325	315
<b>Precio del Cobre (US\$/lb, dic.)</b>	208	303	335	250
<b>Precio del Petróleo (Brent US\$/barril, prom.)</b>	55	65	69	67
<b>Precio del Petróleo (Brent US\$/barril, dic.)</b>	57	59	69	61
<b>Términos de Intercambio (var %)</b>	11,3	22,5	7,0	3,5
<b>Inflación Externa en US\$ (prom %)</b>	4,6	3,7	5,5	4,0

e: estimado / p: proyectado

## 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

Economistas Jefe: □

Europa y Escenarios Financieros: Mayte Ledo □

Escenarios y Sistemas Financieros: Carmen Hernansanz □

España y Análisis Sectorial: Julián Cubero □

Europa: Sonsoles Castillo □

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez □

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni Di Placido □

Argentina: Ernesto Gaba □

Chile: Miguel Cardoso □

Colombia: Juana Téllez □

Perú: Hugo Perea □

Venezuela: Alejandro Puente □

Norteamérica: Jorge Sicilia □

Estados Unidos: Nathaniel Karp □

México: Adolfo Albo □

Tendencias Globales: Joaquín Vial □

Análisis de Sistemas Previsionales: David Tuesta

## otras publicaciones



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

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

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

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