

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 4 / Nro. 15 - Segundo Semestre 2008



- Editorial
- Panorama Internacional: Las tensiones persisten
- Panorama Macroeconómico: Deterioro en las perspectivas hacia 2009
- Panorama Monetario y Cambiario: Impacto por la crisis financiera internacional
- Panorama Financiero: Entorno internacional y doméstico moderan crecimiento del crédito
- Carga Financiera de los Hogares Chilenos

Índice

Fecha de cierre: 25 de noviembre de 2008.

Editorial	2
Resumen Ejecutivo	3
1. Panorama Internacional	4
Las tensiones persisten	
2. Panorama Macroeconómico	7
Deterioro en las perspectivas hacia 2009	
Recuadro: Cambio de año base para el cálculo de la inflación	14
3. Panorama Monetario y Cambiario	16
Impactado por la crisis financiera internacional	
4. Panorama Financiero	20
Entorno internacional y doméstico moderan crecimiento del crédito	
5. Carga Financiera de los Hogares Chilenos	24
Tablas de Indicadores y Proyecciones	27

Han elaborado esta publicación:

Economista Jefe Servicio de Estudios Económicos BBVA Chile:

Miguel Cardoso mcardoso@bbva.cl

Economistas:

Soledad Hormazábal

s_hormazabal@bbvaprovida.cl

Francisca Lira

flira@bbva.cl

Alejandro Puente

apuente@bbva.cl

Editorial

La teoría del desacople parece estar muerta. Desde mediados de septiembre, los mercados financieros nos han enviado un mensaje fuerte y que todavía resuena por todo el mundo emergente: nadie está a salvo. Así, las perspectivas de un deterioro en el crecimiento de países como China o India, han sido acompañadas de castigos importantes a los productores de materias primas, entre los que se encuentra Chile. A este respecto, mucho se ha dicho (y con razón), sobre lo bien preparada que se encuentra la macroeconomía del país para enfrentar este difícil entorno. No cabe duda que Chile podrá estar tranquilo sabiendo que tanto el sector privado como el público presentan cuentas sanas y que existen recursos para afrontar sin mayores costos un período de menor disponibilidad de crédito a nivel mundial.

Sin embargo, existen preguntas cuya solución ha sido pospuesta y que en el actual contexto requieren de atención inmediata. Por ejemplo, algunas de ellas corresponden al cuándo y al cómo se gastarán los excedentes acumulados por el gobierno durante los últimos años. Lo anterior es importante, sobre todo en un contexto de menor demanda externa y disminución de flujos de capital hacia la economía. Así, el debate comienza a abrirse. En primer lugar, algunas voces han solicitado la revisión de las previsiones con las que se hicieron los presupuestos del Estado, argumentando que el precio de largo plazo del cobre sería menor al asumido hace algunos meses por el Comité de Expertos y abogando por una disminución en el crecimiento del gasto fiscal para el próximo año. Una de las preocupaciones aquí es el posible deterioro a futuro que puedan tener las cuentas fiscales y externas del país. Desde nuestro punto de vista, este no es un argumento válido, ya que pone en duda la premisa básica de la regla fiscal: mantener un gasto estable que contribuya a suavizar el ciclo económico, a pesar de caídas temporales en los ingresos públicos.

De todas maneras, los riesgos sobre el crecimiento del siguiente año son a la baja y es posible que se necesite un impulso adicional a la economía del que ya descuenta el mercado. Aquí, la política monetaria jugará un papel importante y esperamos que el Banco Central sea activo y disminuya considerablemente la Tasa de Política Monetaria. Sin embargo, si el gobierno quisiera jugar un papel más activo en la recuperación, haría mejor en fortalecer instrumentos como el FOGAIN y el FOGAPE que incentivan la competencia entre instituciones financieras y distribuyen eficientemente los recursos a actividades productivas. La utilización de la banca pública o la modificación de la regla de superávit estructural debieran ser recursos de última instancia.

A mediano y largo plazo, la utilización de los fondos acumulados debe tener un impacto en el desarrollo más allá del que tenga la estabilización del ciclo económico. En particular, existen una serie de reformas necesarias que podrían ser implementadas con dichos recursos. En primer lugar, la economía necesitará flexibilidad para afrontar un período de grandes cambios a nivel mundial. Tanto empresas como individuos deben tener la posibilidad de escribir contratos que permitan que el país continúe siendo competitivo a nivel mundial. Por lo tanto, reformas encaminadas a disminuir las rigideces en el mercado laboral o a reducir los costos de entrada y salida de las empresas son necesarias. Sin embargo, dichos cambios tendrían costos sobre ciertos sectores de la población. Un buen uso de los recursos acumulados compensaría a dichos sectores y facilitaría la transición. En segundo lugar, el bajo crecimiento de la productividad durante los últimos 10 años es preocupante. Las razones detrás de lo anterior van desde problemas cuya solución parece bien encaminada (energía), hasta algunos con un futuro no tan obvio (concentración de exportaciones en recursos naturales, falta de desarrollo del capital humano). De todas maneras, se hace necesario cuando menos un debate nacional al respecto, donde la principal conclusión debería incluir una reforma educativa importante.

Resumen Ejecutivo

El deterioro de las condiciones externas encuentra a la economía chilena en una compleja situación, caracterizada por elevadas presiones inflacionarias y bajo crecimiento. Sin embargo, los sólidos fundamentos macroeconómicos del país proporcionan holguras e instrumentos que permitirán enfrentar con éxito la coyuntura.

En particular, las tensiones en los mercados financieros internacionales tendrán un impacto negativo en la economía nacional a través de distintos canales. En primer lugar, la caída en los precios de los activos financieros reducirá la capacidad de endeudamiento de las empresas y aumentará la necesidad de ahorro de las familias. En segundo lugar, el aumento en las primas de riesgo y la disminución de los flujos de capital hacia economías emergentes ha traído un incremento en las tasas de interés lo que ha encarecido el acceso a financiamiento. Asimismo, la depreciación del peso frente a las monedas de países desarrollados y la caída en los términos de intercambio afectarán negativamente a las decisiones de gasto del sector privado al disminuir el ingreso real disponible. Finalmente, el deterioro en las expectativas de crecimiento de la economía mundial implica una menor demanda por exportaciones chilenas. Todo lo anterior nos lleva a prever una disminución importante en el crecimiento tanto de la demanda interna (1,7% a/a) como del PIB (2,3% a/a) durante 2009.

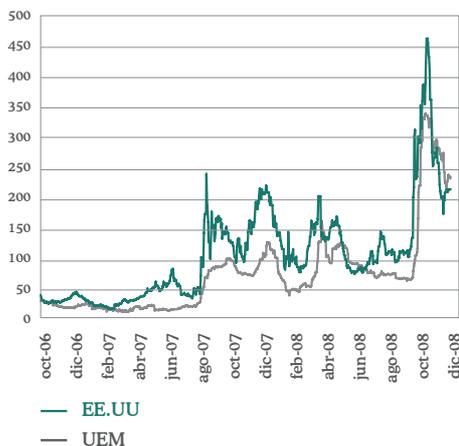
En todo caso, existen diversos soportes que apuntan a que el impacto de la mayor incertidumbre se mantendrá acotado. En particular, tanto las cuentas públicas como las externas han presentado excedentes durante los últimos años. La acumulación de divisas por parte del sector público y su posición como acreedor neto suponen una de las mayores fortalezas de la economía chilena. Esto le permitirá al gobierno mantener un ritmo de crecimiento sólido en el gasto, contribuyendo a la estabilidad del ciclo económico. Asimismo, mayores holguras de capacidad, una disminución en las expectativas de inflación y la caída en los precios de las importaciones, permitirán al Banco Central una política monetaria menos restrictiva en 2009, en la medida en que esto se traduzca en un menor crecimiento en el IPC (4,8% a/a a diciembre de 2009). De esta manera, esperamos que la Tasa de Política Monetaria (TPM) termine el año en el 5,25%, 300 pb por debajo del nivel con el que cerraría el 2008. Aquí, hay que resaltar que el sistema financiero chileno posee adecuados niveles de capitalización y un buen aprovisionamiento del riesgo, por lo que cumplirá perfectamente con su papel de distribuidor y multiplicador de recursos cuando el Banco Central decida disminuir la TPM. Finalmente, existen factores que llevan a pensar que una vez que retorne cierta calma a los mercados, el peso chileno podría ganar valor respecto a las monedas de países desarrollados. En particular, el peso se ha depreciado más allá de lo que indican los fundamentales de la economía (diferencial de crecimiento, flujos de Inversión Extranjera Directa, riesgo público y privado, etc.).

Todas estas previsiones enfrentan un fuerte nivel de incertidumbre. Más aún, algunos riesgos persisten y podrían modificar considerablemente el panorama relevante para la economía chilena. A nivel externo, no puede descartarse un escenario de menor crecimiento para los países desarrollados, o la persistencia de condiciones financieras restrictivas en los mercados internacionales de capital. Internamente, la inflación continúa siendo un problema sin resolver ya que a la fuerte inercia que venía presentando el proceso de formación de precios, se han unido la debilidad del peso chileno y un aumento en los salarios que se mantienen creciendo a tasas nominales que no son consistentes con la reducción de la inflación al 3%. Una mayor persistencia del crecimiento en precios retrasaría la acción del Banco Central, incrementando el impacto negativo sobre la actividad en el 2009. Con todo, Chile es hoy uno de los países mejor preparados para enfrentar el actual escenario de incertidumbre mundial.

1. Panorama Internacional: las tensiones persisten

EE.UU. v/s UEM: Indicador de Tensiones de Liquidez:

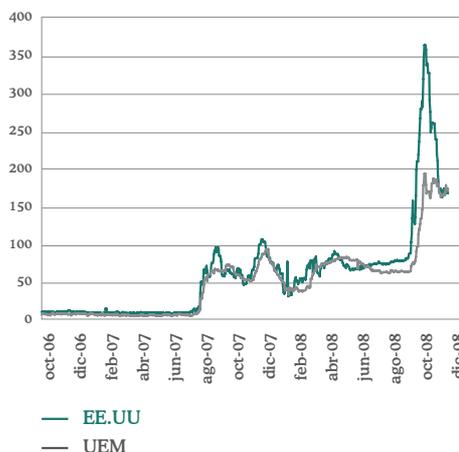
(diferencial letras del tesoro - euribor a 3 meses)



Fuente: BBVA y Bloomberg.

EE.UU. v/s UEM: Indicador de Tensiones de Liquidez Interbancaria

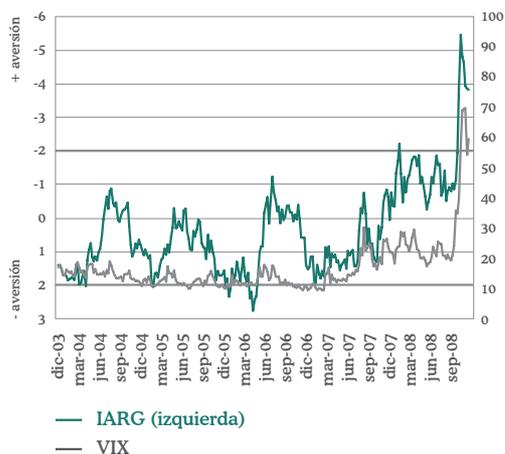
(diferencial LIBOR - OIS a 3 meses)



Fuente: BBVA y Bloomberg.

Indice de Aversión al Riesgo Global (BBVA-IARG)

64 activos: (US\$) y desarrollados (moneda local)



Fuente: BBVA y Datastream.

Hace unos meses, hablar de la crisis financiera internacional era sinónimo de relatar la secuencia de hechos que se desarrollaba en el mercado de EE.UU. Pero desde el 12 de septiembre de 2008, fecha de la quiebra de Lehman Brothers, se ha producido un punto de inflexión a nivel mundial. La incertidumbre y la fuerte aversión de los inversores se han trasladado a todas las regiones del globo, principalmente a Europa, pero también al mundo emergente.

Tras la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de AIG Group por parte del Departamento del Tesoro de EE.UU., el gobierno de los EE.UU. aprobó el Troubled Asset Relief Program (TARP) – más conocido como el plan Paulson – con el objetivo de solucionar el problema de los activos tóxicos en los balances de los bancos y así aliviar los problemas de liquidez y solvencia de muchas instituciones estadounidenses. A diferencia de lo ocurrido en los episodios de Bear Stearns, AIG o las agencias gubernamentales, la quiebra de Lehman supuso pérdidas cuantiosas para los tenedores de bonos, hecho que hizo recrudecer de forma espectacular las tensiones en los mercados. Este fuerte incremento de los diferenciales hizo que la liquidez se encareciera a niveles nunca vistos e insostenibles. El diferencial entre las letras del tesoro y el interbancario a 3 meses (TED) en EE.UU. y la UEM se sitúa hoy en los 216 pb y 233 pb, respectivamente. Sin embargo, su valor máximo en los EE.UU. (464 pbs.) superó ampliamente el máximo de 300 pb alcanzado el 20 de octubre de 1987. Además, el diferencial entre el tipo LIBOR menos el del overnight index swap a 3 meses (OIS) – que aproxima la disponibilidad de fondos en los mercados – en EE.UU. se sitúa actualmente en los 170 pb (366 pb máx.), mientras que en la UEM se encuentra en los 171 pb (194 pb máx.). Al tiempo que las tensiones financieras se iban acentuando, también se aceleró la crisis bancaria no sólo en EE.UU., sino también en países europeos.

Los mercados bursátiles a nivel global han registrado caídas históricas. En lo que va de 2008, las caídas en las principales bolsas de los mercados desarrollados se encuentran en torno al 40%. El rango de caídas en los emergentes es más amplio, y va desde el 17,0% de Chile hasta el 76,0% de Rusia. Además, los niveles de aversión al riesgo son extremos. Esta elevada aversión, junto con la caída de las expectativas de política monetaria explica la disminución promedio en octubre de 60 puntos básicos en el bono a 2 años de EE.UU. y 100 puntos básicos en el de la UEM, respecto de los valores previos a la quiebra de Lehman Brothers.

Tras las primeras tentativas unilaterales, los principales países desarrollados unifican criterios para enfrentar la crisis global.

Los bancos centrales han inyectado enormes cantidades de liquidez al mercado con el fin de aliviar las tensiones financieras, pero hasta la fecha las medidas adoptadas no han tenido un efecto decisivo. La Reserva Federal ha prácticamente doblado la cantidad subastada a través de su facilidad de crédito TAF, hasta llegar a los \$ 300 mil millones, y aumentado en más de \$ 500 mil millones sus líneas swaps en dólares para el resto de bancos centrales. El Banco Central Europeo también ha realizado subastas extraordinarias en cuanto a los montos, monedas y plazos. La última iniciativa del BCE ha sido la de comenzar a realizar subastas de cobertura total de la demanda (en inglés “full allotment”) con el fin de aliviar las presiones en las necesidades de financiación de corto plazo.

Las autoridades económicas y monetarias de los diferentes países se encuentran ante una crisis financiera que está siendo amplificada por el efecto de la aversión al riesgo. En una primera fase, los diferentes

gobiernos emprendieron diferentes medidas destinadas a restaurar la confianza entre los depositantes de las instituciones financieras y la normalidad en los mercados financieros, con un efecto limitado. La razón principal es que los mercados observaron una completa falta de coordinación entre los gobiernos y que los pasos tomados se percibieron como respuestas específicas en la medida que surgían problemas de entidades puntuales.

A inicios de octubre, no obstante, comenzaron a surgir acciones coordinadas. En primer lugar, los bancos centrales de EEUU, la Unión Monetaria Europea, Reino Unido, Suiza, Suecia y Canadá redujeron sus tipos de interés oficiales en 50pb., de forma simultánea y con un comunicado común. Poco después, los gobiernos europeos alcanzaron un oportuno acuerdo para hacer frente a la crisis de forma coordinada y concertada, en el que se anunciaron programas basados en avales e inyecciones de capital. Aunque el impacto inmediato ha sido limitado, esta coordinación evitó probablemente una crisis financiera aún más grave.

Estos esfuerzos culminaron en la cumbre del G-20 que tuvo lugar en la ciudad de Washington. Lo primero que se debe destacar de la cumbre, y de los acuerdos adoptados, es el hecho de que refleja la firme voluntad de la Comunidad Internacional para afrontar la actual crisis económica y financiera de forma coordinada, combinando acciones y medidas multilaterales con políticas nacionales acordadas y validadas por todos los participantes en la cumbre. Esto es muy importante, ya que deja entrever que se estarían evitando errores cometidos en el pasado cuando respuestas puramente nacionales, en ocasiones de corte proteccionista, sólo sirvieron para agravar los procesos recesivos. También se debe resaltar la lista de medidas anunciada, que es ambiciosa y parte de un diagnóstico ajustado de las causas de la crisis y su posterior extensión y agravamiento.

Crecimiento, inflación y tipos de interés bajos, dólar apreciado.

Teniendo en cuenta que las tensiones en los mercados financieros no cederán en un horizonte breve, y dado que el contexto financiero internacional se trasladará posiblemente en forma de menor disponibilidad de crédito a las familias y empresas, nuestras previsiones para EE.UU. y la UEM reflejan una intensificación de la desaceleración económica. En cuanto a nuestro escenario de crecimiento económico, para EE.UU. esperamos que el consumo, la inversión residencial y la inversión no residencial continúen contrayéndose, y por ende contribuyendo negativamente al crecimiento. Además, por el lado del comercio exterior, las importaciones continuarán cayendo debido al mal desempeño del crecimiento. Las exportaciones crecerán, pero a un ritmo sustancialmente menor debido a la apreciación del dólar y la debilidad global. Esto implica que las exportaciones netas no se convertirán en un soporte demasiado sólido para el crecimiento. En resumen, esperamos que la actividad en EE.UU., se contraiga un 0,8%. Para la UEM esperamos una contracción del PIB en torno al 0,9%. A pesar de que existen algunos factores que son parcialmente positivos como los tipos de interés oficiales sustancialmente menores y que el euro se depreciará respecto del dólar, la efectividad de los paquetes de medidas diseñados por los diferentes gobiernos será clave para que la contracción de la actividad no sea mayor.

En este marco de referencia hemos visto que los mercados de materias primas han reaccionado con mucha fuerza, con caídas de precios que bordean el 60% respecto de sus picos a mediados de este año en el caso del petróleo y el cobre, y en torno a 40% para granos como maíz, trigo y soja. Nuestra proyección en estos casos apunta a una estabilización y posterior recuperación, ya que restricciones de oferta a mediano y largo plazo, y el aumento en el consumo de energía, alimentos y materias primas industriales en China, India y otros países emergentes seguirá

Mercados Bursátiles

EE.UU.	S&P500	-46%
España	IBEX35	-47%
Reino Unido	FTSE100	-38%
Francia	CAC40	-47%
Alemania	DAX30	-48%
UEM	STOXX	-50%
Japón	NIKKEI 225	-50%
China	Shanghai SE 180	-64%
Hong Kong	HANG SENG	-56%
Brazil	BOVESPA	-48%
México	MXSE IPC Gral.	-38%
Argentina	MERVAL 25	-59%
Chile	SASE Gral Index	-17%
Rusia	IRTS	-76%

Fuente: xxxx.

creciendo a un ritmo acelerado. Sin perjuicio de ello, las caídas de precios que ya han ocurrido significarán una fuerte disminución en el ingreso disponible, de países en desarrollo con exportaciones e ingresos fiscales muy concentrados en algunos de ellos. A diferencia de episodios anteriores, eso sí, es destacable el hecho de que en esta ocasión, la mayoría de los países de América Latina ha ahorrado una proporción significativa de los ingresos extraordinarios obtenidos durante el “boom”, lo que les permite enfrentar en mejor pie la actual caída de precios.

En cuanto a la inflación, prevemos que continuará encaminándose hacia niveles sustancialmente menores a los actuales. Nuestro escenario para 2009 contempla que la inflación general en EE.UU. se situará en torno al 0,8% en promedio. En la UEM la inflación se situará en torno al 1,9% en promedio. Tales expectativas se justifican por la fuerte caída que ha registrado el precio del petróleo y otras materias primas, junto con un escenario de menor crecimiento global. Además, el hecho de que la inflación se muestre contenida ha permitido a los bancos centrales recortar tipos de interés con el fin de fomentar el crecimiento económico. En este sentido el BCE y la FED recortaron 50 pb hasta el 3,25% y 1,0%, respectivamente. Nuestro escenario para los tipos de interés oficiales considera que la FED recortará su tipo de intervención hasta 0,5% en 2009 y el BCE lo situará en 1,5% a comienzos de 2009. De esta forma, esperamos un dólar estable y oscilando en un nivel en torno a 1,30 hasta finales de 2008. Para 2009, esperamos que el dólar-euro se deslice hacia 1,15, aunque observamos que los riesgos se encuentran sesgados hacia el lado de una posible mayor apreciación del dólar.

Bajo nuestro escenario central de tipos oficiales, esperamos que la rentabilidad de los bonos soberanos a diez años de EE.UU. se mantenga estable en 3,80% al cierre del cuarto trimestre de 2008. Para 2009 prevemos una caída de las rentabilidades que comenzarán el 2009 en torno a 3,70% y finalizarán el año próximas a 3,40%. Para la UEM esperamos que las rentabilidades a diez años cierren 2008 en 3,80%. Durante el primer trimestre de 2009 se situarán en 3,50%, cayendo a medida que avanza el año hasta alcanzar 3,10% en el cuarto trimestre de 2009.

En relación al mundo emergente, las previsiones se ajustan a la baja incorporando un escenario de recesión en las economías desarrolladas. Aún así estamos hablando de una desaceleración del crecimiento en 2009 respecto a 2008, pero todavía manteniendo crecimientos dinámicos. Asia emergente registrará un crecimiento del 6% frente a 7,5% de 2008, con China sosteniendo el crecimiento en el entorno de 8% gracias en buena parte al plan de estímulo fiscal del Gobierno, mientras otras economías de la región crecerán a tasas muy inferiores, especialmente aquellas economías pequeñas y abiertas y por tanto más expuestas a la demanda externa.

De cara a los próximos meses, la evolución de las políticas que los gobiernos desarrollen – enfocados en lograr restaurar la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los mercados – será un elemento crucial para lograr recuperar la confianza, romper el círculo vicioso entre liquidez y solvencia y así restablecer el normal funcionamiento de los mercados.

2. Panorama Macroeconómico: deterioro en las perspectivas hacia 2009

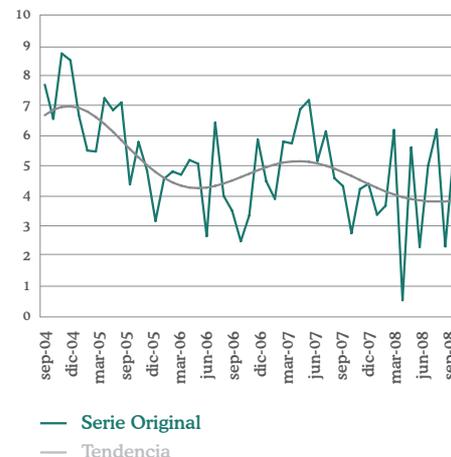
El aumento en las tensiones en los mercados financieros encuentra a la economía chilena bien preparada, aunque inmersa en una coyuntura de bajo crecimiento y alta inflación. Así, los cuellos de botella en algunos sectores de bienes transables (minería, salmón, metanol, etc.) y el incremento en los costos energéticos apuntan a que el crecimiento de tendencia o potencial habría caído durante los últimos dos años. Adicionalmente, condiciones domésticas (sequía, indexación) han potenciado mayores niveles de inflación que en otros países de la región, haciendo que el Banco Central haya prometido un enfriamiento de la economía para combatir el aumento en precios. Sin embargo, dado el cambio significativo en las expectativas sobre el contexto internacional, es poco probable que la disminución en la demanda interna se produzca como resultado de un alza de tasas por parte de la autoridad monetaria. Por el contrario, existen una serie de canales alternativos a través de los cuales el gasto se ajustará a la baja. Entre estos cabe mencionar la disminución en la riqueza financiera, el aumento en las primas de riesgo, la caída en los flujos de capital hacia economías emergentes, el deterioro en los términos de intercambio o una menor demanda externa por bienes chilenos. Aunque las perspectivas para el crecimiento del consumo y la inversión el próximo año se corrigen a la baja, existen varios soportes para pensar que la disminución se mantendrá acotada. Algunos de ellos serán la caída esperada en la inflación, la implementación de políticas contracíclicas y la saludable posición del sector bancario chileno.

El bajo crecimiento durante los primeros nueve meses de 2008 se explica por una caída en la productividad, ligada principalmente a condiciones adversas en algunos sectores específicos y a una falta de disponibilidad de fuentes de energía de bajo costo.

Hasta el mes de septiembre, la economía habría crecido un 4,2% en promedio durante 2008. De consolidarse esta cifra para el resto del año, Chile habría crecido un 4,5% anual en el último trienio, por debajo del 5% de crecimiento tendencial o potencial que se estima para la economía chilena.¹ Claramente, el problema de esta falta de capacidad para alcanzar elevadas tasas de crecimiento no está en la demanda, la cual, tanto a nivel interno como externo, se ha mantenido creciendo a niveles elevados. Tampoco se puede argumentar una menor dinámica en la acumulación de factores de producción, ya que tanto el capital físico, como el empleo han tenido aumentos por encima de lo esperado (en promedio de 9 y 2,5% respectivamente). Por lo tanto, el problema del bajo crecimiento en la economía chilena se debe principalmente a la caída en el crecimiento de la productividad, y en particular, a lo observado en tres sectores clave. El primero es la industria, el cual acumula un año en el cual el aumento en la producción ha sido nulo o negativo. Existen diversas razones para explicar este comportamiento. La primera tiene que ver con una serie de factores de carácter estructural cuya solución es difícil de observar en el corto plazo. Por ejemplo, las restricciones de gas desde Argentina mantienen la producción de metanol en niveles muy inferiores a los alcanzados hace un año y medio. Asimismo, la Anemia Infecciosa del Salmón (virus ISA por sus siglas en inglés), ha tenido efectos devastadores sobre las manufacturas que dependen de este pescado como insumo. Además, la industria enfrentó durante el último año un escenario de incremento en los costos energéticos, aumento en los salarios reales, encarecimiento de materias primas y apreciación del tipo de cambio. Para aquellos productores incapaces de traspasar a precios el aumento en el valor de los insumos,

IMACEC

(var. real % a/a)



Fuente: BBVA y BCCh.

Producto por Trabajador

(var. % a/a)



Fuente: BBVA y BCCh.

PIB de Manufacturas

(crecimiento % real anual)

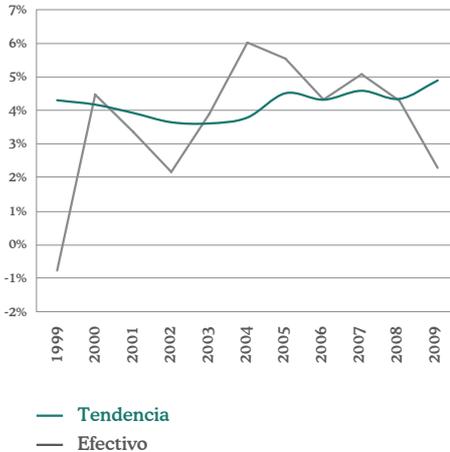
	2007				2008	
	I	II	III	IV	I	II
Total	4,4%	5,3%	0,1%	0,4%	-0,1%	-0,1%
Alí., Beb., y Tab.	0,9%	3,7%	2,0%	3,8%	2,2%	2,6%
Textil	-1,4%	-0,2%	-8,0%	-13,2%	-4,4%	-3,4%
Madera	6,6%	-0,2%	-15,3%	-5,5%	-14,8%	-4,7%
Papel	19,3%	25,0%	17,8%	12,8%	3,1%	3,7%
Química	6,3%	1,8%	-4,7%	-10,5%	-5,0%	-7,6%
Minerales N.M.	-3,2%	-1,2%	-1,2%	7,0%	5,5%	-3,9%
Prod. Metálicos	2,2%	11,7%	4,5%	11,8%	9,7%	12,5%

Fuente: BBVA con datos de INE.

¹ Ver las estimaciones del Comité de expertos que consulta el Ministerio de Hacienda para la elaboración del Presupuesto.

PIB de Tendencia y Efectivo

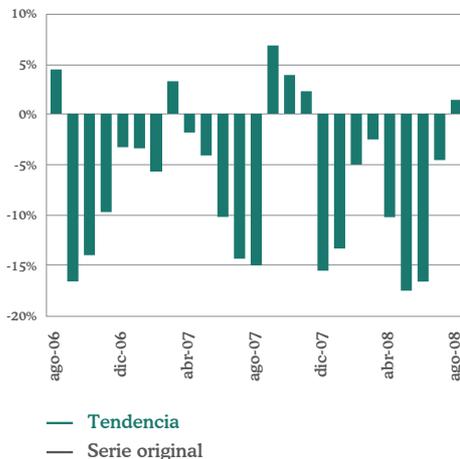
(var. real % a/a)



Fuente: BBVA.

Producción de Cobre de CODELCO

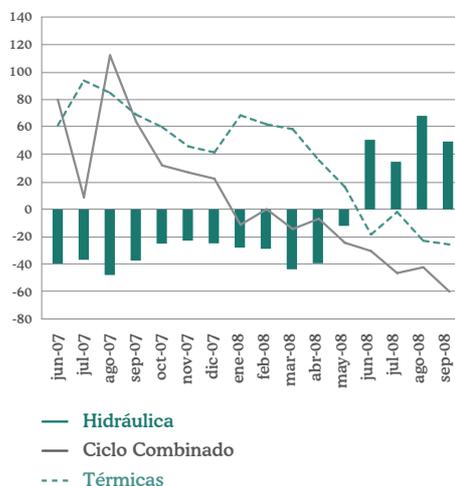
(var. % real a/a - promedio 3 meses)



Fuente: BBVA en base a Cochilco.

Generación de Energía por tipo de Planta

(var. % a/a)



Fuente: INE

los últimos doce meses no han sido fáciles e incluso se han saldado con cierres de fábricas (e.g. industria textil).

El segundo sector que explica la caída en la productividad es la minería. Aquí, hasta julio de 2008 era claro que el principal problema derivaba de la producción pública, la cual habría presentado una tasa de crecimiento negativa durante los últimos 24 meses un 80% del tiempo. Sin embargo, a partir del mes de agosto, se ha observado una disminución en la oferta de cobre relacionada a proyectos privados importantes como Escondida y Collahuasi, que ha compensado la puesta en marcha de la mina Gaby, o las aportaciones positivas de Pelambres y Spence. Finalmente, el tercer sector culpable de la ralentización es el de la generación de energía. En particular, la falta de lluvia durante el invierno de 2007 supuso un cambio en la matriz de producción, reduciendo la cantidad de energía obtenida a través de embalses, e incrementando la participación de plantas térmicas o de ciclo combinado. Lo anterior supuso la provisión de menor valor agregado por parte de este sector y un impacto negativo indirecto sobre el resto de la economía como consecuencia del acceso a fuentes de energía cada vez más caras.

Todo esto apunta a que por tercer año consecutivo la aportación de la productividad al crecimiento será negativa. Esto supone un obstáculo para la capacidad productiva del país y permite afirmar que durante los últimos años, el crecimiento de tendencia en Chile habría sido más cercano al 4,5%, que al 5% postulado por el Comité de Expertos. Una de las lecciones que se pueden obtener de este análisis, es que a pesar del esfuerzo realizado por crear nuevos focos de exportaciones, las fuentes de divisas continúan poco diversificadas y concentradas en sectores ligados a los recursos naturales. Así, cuando uno de estos grupos sufre problemas importantes, la producción total lo resiente con fuerza.

Hacia 2009, algunas de estas restricciones de oferta se corregirán, producto del fuerte aumento en la inversión en 2008.

Durante el próximo año, será difícil observar una recuperación en los sectores ligados a la industria ya que debido a transformaciones en marcha (salmón) o a problemas de difícil solución en el corto plazo (metanol), algunas manufacturas vivirán un entorno igual o más difícil que en 2008, con caídas del empleo y estancamiento en la producción.

Sin embargo, un factor para ser optimista es que esperamos que los cuellos de botella en la producción minera se resuelvan como consecuencia del fuerte aumento observado en la inversión en ese sector. Lo mismo pasará con la generación de energía, donde además del beneficio de un año normal de lluvias, se tendrá acceso a insumos importados a precios significativamente menores que los observados este año (alrededor de un 20% más baratos, aún con la depreciación del tipo de cambio) y a proyectos de inversión que alcanzarán su maduración durante los próximos meses.

Todo lo anterior traerá un incremento en la productividad, que hará que el crecimiento de tendencia se acerque más al 5% durante los próximos años. Otro de los argumentos para pensar que la capacidad productiva del país continuará incrementándose es el fuerte crecimiento que se observa en la fuerza de trabajo, en particular la femenina. A este respecto, cabe destacar que al iniciarse la década de los noventa la tasa de participación laboral de las mujeres bordeaba el 30%, elevándose a la fecha en diez puntos porcentuales. El fenómeno es interesante y puede ser explicado desde distintas perspectivas.

En particular, es factible argumentar que esta marcada tendencia al alza responde a factores estructurales que han alterado la forma en la que las mujeres participan en la sociedad chilena. Por ejemplo, la caída en la tasa de fecundidad, o el fuerte impulso a la educación preescolar han

permitido que las mujeres dispongan de más tiempo para dedicar al trabajo formal. Más aún, por su mejor acceso a la educación, las nuevas generaciones de mujeres que acceden a la fuerza de trabajo lo hacen con habilidades superiores o más acordes con las nuevas tecnologías.

A diferencia de años anteriores, en 2009 el crecimiento estará determinado por el menor dinamismo de la demanda interna.

A pesar del aumento que se estaría observando en el crecimiento de tendencia de la economía, nuestras previsiones para el siguiente año apuntan hacia un aumento del PIB del 2,3%. Lo anterior es consistente con lo esperado por el mercado y por el mismo Banco Central, el cual ha proporcionado un rango de entre 2 y 3% para el crecimiento de la economía. Parte fundamental de este menor dinamismo será la caída esperada en el aumento de la demanda interna. Esta pasará de aumentar a un ritmo cercano al 9%, a niveles alrededor del 2%.

Los canales a través de los cuales se verá afectado el gasto privado son variados. Por ejemplo, el ajuste en algunos precios (riqueza financiera, tipo de cambio, primas de riesgo, términos de intercambio) y cantidades (menor demanda externa) disminuirá la riqueza de familias y empresas.

En primer lugar, la mayor volatilidad en los mercados internacionales ha traído caídas importantes en los principales índices accionarios, disminuyendo la riqueza financiera de las familias y reduciendo la valoración de las empresas. Aunque el efecto riqueza de una caída en el mercado accionario es menor en países emergentes que en economías más desarrolladas, una investigación reciente prueba que esta relación de todas maneras es importante, sobre todo en el caso de la inversión. Por ejemplo, una caída del 10% en el índice de renta variable de un país emergente se asocia con una reducción de 1% en la inversión privada.² Asimismo, no se descarta que en un país como Chile, con un sistema de pensiones privado y desarrollado, el impacto en el consumo sea mayor que en otros emergentes.

En segundo lugar, el aumento en la incertidumbre ha traído también un incremento en las primas de riesgo que pagan las empresas en el mercado externo y local de deuda corporativa. Lo anterior implica que las empresas han observado aumentos en sus costos de financiamiento, a lo que han respondido con una disminución en la emisión de bonos. Adicionalmente, esto último ha significado una vuelta por parte de las grandes empresas a demandar crédito bancario, lo que en un entorno de mayor incertidumbre y menor disponibilidad de fondos, podría significar menos recursos para las pequeñas y medianas empresas.

En tercer lugar, la depreciación real del tipo de cambio implica una caída en el ingreso de las familias y empresas respecto a los bienes que se producen en el exterior. A este respecto, hay que recordar que una buena parte de las compras relacionadas a consumo e inversión se refieren a productos provenientes del exterior como los automóviles o distintos tipos de maquinaria y equipo. Dada la fuerte caída en el valor del peso chileno (25% respecto al dólar en el período entre el 16 de septiembre y el 30 de octubre), es de esperar una moderación importante del gasto en bienes importados durante los próximos meses, y por su importancia en el gasto total, una caída en el crecimiento de la demanda interna.

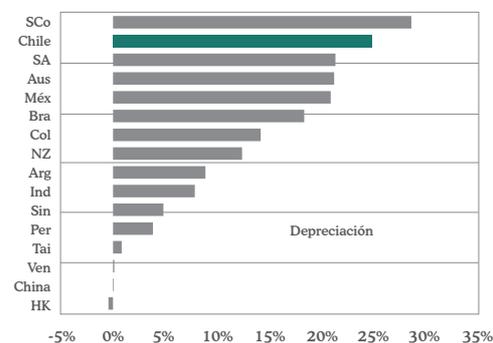
Finalmente, el mercado interbancario local se ha visto afectado por la falta de disponibilidad en dólares a nivel mundial, lo que trajo un episodio de mayores primas de riesgo, tanto en el financiamiento en divisa extranjera como en el crédito en pesos. Aunque las acciones del Banco Central y del Ministerio de Hacienda eventualmente tuvieron éxito en

Emisión de Bonos Corporativos (miles de UF, acumulado 12 meses)



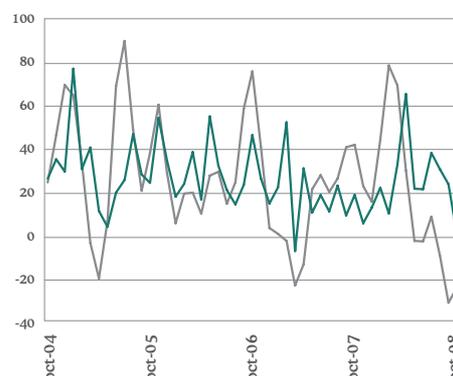
Fuente: BBVA con datos de SVS.

Cambio en Paridad vs. Dólar (desde 16 septiembre hasta 31 octubre)



Fuente: BCCh.

Importaciones de Consumo Durable (var. % a/a en dólares)



Fuente: BBVA en base a BCCh.

² Ver FMI, 2008, "Spillovers to Emerging Equity Markets," en Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys (Washington, October).

Reservas Internacionales y Fondos Soberanos

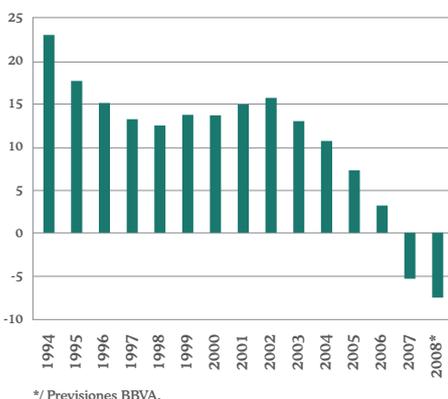
(como porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA con datos de BCCh y Ministerio de Hacienda.

Deuda Pública Neta

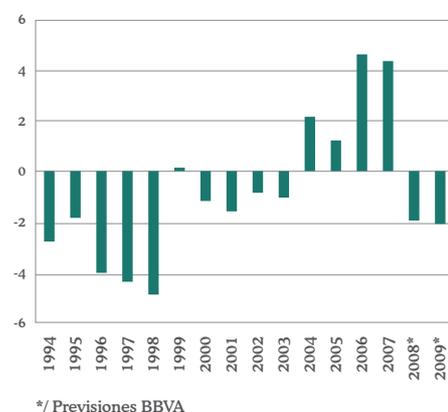
(como porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA con datos del Ministerio de Hacienda y estimaciones propias.

Cuenta Corriente

(porcentaje del PIB)



Fuente: BBVA en base a datos del BCCh.

disminuir las tensiones, es de esperar que de aquí en adelante, las tasas de interés incluyan una prima por liquidez adicional durante los próximos meses, sobre todo en financiamiento a plazos mayores a un año.

El efecto final de todos y cada uno de estos canales será la disminución en el ingreso disponible del sector privado, lo que implicará tasas de crecimiento para el consumo y la inversión significativamente por debajo de las alcanzadas en 2008.

Las fortalezas son suficientes para garantizar que la economía no entrará en recesión. Más aún, la inversión realizada en 2008 y la ganancia en competitividad (tipo de cambio, precio de combustibles) harían que el país tuviera una transición estable.

A estas alturas, es conocido el buen manejo macroeconómico del gobierno chileno. Este, le ha valido la acumulación de excedentes en moneda extranjera que actualmente representan casi un 25% del PIB, además de encontrarse en una posición neta acreedora. Por lo tanto, el sector público puede inyectar liquidez o simplemente aumentar el gasto sin poner en riesgo la salud de sus finanzas. De hecho, esperamos que de concretarse un escenario más negativo en la actividad, el gobierno tome una posición de liderazgo como ya lo hizo a principios del mes de octubre, señalizando la validez de los supuestos presupuestarios e inyectando recursos al sistema (directamente o a través del Banco del Estado). Así, esperamos que durante el siguiente año el gasto público se incremente como proporción del producto hasta alcanzar niveles alrededor del 21% del PIB, dos puntos más que este año. Incluso en este escenario, las cuentas públicas podrían alcanzar un superávit como consecuencia de la depreciación del peso y su impacto sobre los ingresos fiscales.

De todas maneras, nuestra previsión de crecimiento de la demanda interna supone un aumento superior al esperado por el Banco Central en su actualización de previsiones (1,7% BBVA, vs. 0,6% BCCh). Para justificar dicha diferencia hay que comenzar con los distintos precios de materias primas asumidos. Por ejemplo, mientras la autoridad monetaria supone que el valor del cobre tendría una corrección fuerte que lo pondría en un nivel promedio de 165 US\$/lb, nosotros asumimos que la caída será menor (180 US\$/lb), lo que sería un soporte adicional para la demanda.

Adicionalmente, creemos que durante los siguientes meses, la economía podrá tomar ventaja de una serie de factores que aumentarán la competitividad de los productos chilenos. El primero tiene que ver con la caída en el precio de la energía, en parte como consecuencia de la disminución en el valor del barril de petróleo, pero también por el impacto que tendrá un año con mejores condiciones climáticas (lluvia) y el incremento observado en la inversión en este sector. Más aún, esperamos que el aumento en la fuerza de trabajo mantenga los costos laborales bajo control, aún en un entorno de alta inflación, lo que sería de especial beneficio para los sectores exportadores. Asimismo, el país tomará ventaja de la buena cantidad de acuerdos comerciales firmados durante los últimos años lo que permitirá a los productores chilenos la consolidación de una ya diversificada fuente de ingresos. Finalmente, la subvaloración del peso frente a las monedas de países desarrollados ayudará a los exportadores a compensar la esperada caída en la demanda, permitiéndoles ofrecer precios competitivos, lo que eventualmente se traducirá en un mantenimiento o aumento de su cuota de mercado en los países de destino.

Estos soportes, junto con el deterioro en los términos de intercambio, apuntan a que durante el siguiente año el país volverá a presentar un déficit en cuenta corriente. De todas formas, su financiamiento está asegurado.

Durante los últimos meses y como consecuencia de la caída en el precio de las exportaciones chilenas, el superávit en la balanza comercial ha

disminuido considerablemente y a octubre alcanza los 11 mil millones de dólares (un 50% menos que en mayo de 2007). De acuerdo con nuestras previsiones, dicho excedente se reduciría aún más durante los próximos dos meses y terminaría el año alrededor de los 8 mil millones de dólares, valor muy cercano al promedio que registraría esta variable durante el siguiente año. Una vez tomada en cuenta la repatriación de los beneficios de las empresas extranjeras, esto supondría un déficit en cuenta corriente cercano al 2% del PIB para los próximos dos años. Nuestra percepción es que estos recursos serían financiables fácilmente sólo a través de los flujos que se esperan por Inversión Extranjera Directa (3-3,5% del PIB). Aún y cuando este no fuera el caso, la sólida posición financiera de los sectores público y privado, sería suficiente para garantizar el acceso a estos recursos, aunque a un mayor costo.

El menor crecimiento de la demanda previsto para 2009 se conjugaría favorablemente con un descenso en el precio de las materias primas, una corrección de las expectativas de inflación y menores presiones de costos para permitir la convergencia de la inflación al rango meta en 2010.

La trayectoria inflacionaria viene superando el techo del rango meta de $3\% \pm 1\%$, desde agosto del año 2007, con lo que a octubre de 2008 no sólo se acumulan 15 meses de incumplimientos, sino que la brecha entre la inflación efectiva y el centro de la meta se hace cada vez mayor. A las alzas en los bienes transables, se sumaron las subidas más acusadas en los servicios, configurando un claro escenario de mayor propagación inflacionaria. Dichas alzas se habrían visto favorecidas por el crecimiento del empleo y una política monetaria expansiva que permitieron que la desaceleración prevista para el consumo fuese más lenta que lo proyectado a comienzos de año. Lo anterior generó el ambiente propicio para que los proveedores de bienes y servicios pudieran transmitir a los consumidores buena parte de sus mayores costos de importación o producción. Sin embargo, la expectativa de menor crecimiento para el siguiente año, unida al aumento observado en la fuerza de trabajo y al sólido incremento en la inversión en 2008, deberían hacer que la brecha entre lo que la economía chilena puede producir y lo que se demande, se incremente. Esto, junto a una reducción del precio del petróleo, se convertiría en uno de los principales soportes para esperar una menor tasa de inflación durante 2009.

Los costos de producción estarían dejando atrás los niveles máximos observados a comienzos de año. Esto, gracias a los menores precios de todas las fuentes de energía y al crecimiento moderado de los salarios nominales.

Los costos de producción no sólo se vieron afectados por las alzas en el precio internacional del petróleo y sus derivados, sino también han influido algunos factores específicos, como la sequía o el déficit de abastecimiento de gas natural desde Argentina. Hacia delante, si bien la disponibilidad de gas desde el país vecino no muestra mejorías, el panorama energético se torna más auspicioso gracias a las caídas en el precio del petróleo y a la disponibilidad de energía eléctrica más barata gracias a las abundantes lluvias del invierno.

Asimismo, las remuneraciones han mostrado un ritmo de crecimiento todavía por debajo de la expansión de la inflación y en línea con las cláusulas de indexación habituales. Esto se refleja en que las remuneraciones reales han desacelerado su ritmo de crecimiento desde mediados del año pasado y se encuentran actualmente en territorio negativo (ver gráfico), reflejando un deterioro en el poder adquisitivo de las familias. Sin embargo, la desaceleración prevista para la inflación constituye una voz de alarma de cara a las remuneraciones futuras, pues muchos de los contratos, en particular los de empresas grandes, son rígidos a la baja en términos nominales y su variación actual no es consistente con una inflación de 3%. De hecho, dada la menor movilidad

PIB y Demanda Agregada

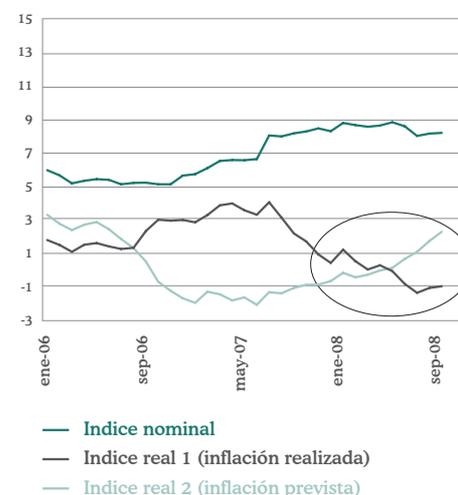
(var. % a/a)



Fuente: Banco Central.

Remuneraciones INE

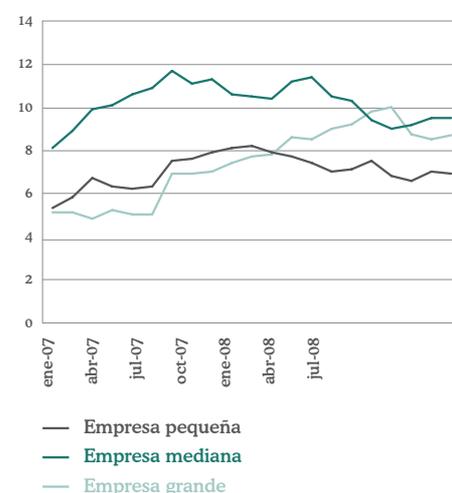
(var. % a/a)



Fuente: BBVA

Remuneraciones Nominales según Tamaño de Empresa

(var. % a/a)



Fuente: INE y BBVA.

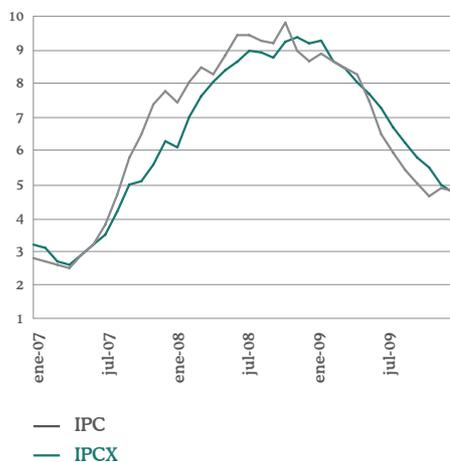
Expectativas de Inflación a 11 meses



Fuente: Banco Central y ABIF.

Perspectiva de Inflación

(var % a/a)



Fuente: BBVA.

Proyecciones de Inflación

(var % a/a)

Var %	2008		2009	
	IpoM	BBVA	IpoM	BBVA
IPC dic.	8,5	7,5	4,0	4,8
IPC Prom.	8,9	8,7	6,2	6,5
IPCX dic.	9,4	9,3	4,2	4,8
IPCX prom.	8,5	8,4	6,6	7,0
IPCX1 dic.	8,2		4,3	
IPCX1 prom.	7,8		6,1	
Precio Petróleo (US\$/b)	105	100	70	74
(Promedio anual)				

Fuente: BBVA y Banco Central.

en el empleo y la mayor formalidad en las cláusulas de indexación que presentan las grandes empresas respecto de las pequeñas, los salarios reales han bajado menos en éstas últimas respecto de empresas de tamaño mediano o grande. En este sentido, la desaceleración prevista para el próximo año traería mayores holguras en el mercado laboral, atenuando el riesgo anteriormente descrito.

De todas maneras, en una economía donde se tiene un régimen de metas de inflación y donde existen mecanismos de indexación como la chilena, existen dos puntos importantes a tomar en cuenta durante los próximos meses. El primero tiene que ver con las expectativas de inflación y sus efectos sobre la dinámica inflacionaria durante los próximos meses. Por ejemplo, teniendo en cuenta que gran parte de los reajustes salariales se negocian en el último trimestre del año, será de particular importancia el comportamiento de las perspectivas de inflación durante dicho periodo. Creemos que en la medida que el precio del petróleo se mantenga acotado, no se disipen los riesgos sobre el escenario externo e interno y el Banco Central siga dando señales claras de su compromiso con el control inflacionario, las expectativas se podrían seguir moderando, ayudando así a que los nuevos reajustes salariales se realicen en condiciones favorables para la inflación futura.

Por todo lo anterior, esperamos que la trayectoria inflacionaria comience su senda descendente a partir del penúltimo mes de este año. La caída inicial estaría impulsada por los precios de combustibles que comenzarían a bajar con fuerza a partir de noviembre siguiendo la tendencia que se viene observando en los precios internacionales desde mediados de julio. De todas maneras, no hay que descartar un eventual sesgo al alza en el corto plazo, producto de un contexto de turbulencias en los mercados financieros que ha traído un peso chileno más depreciado. Lo anterior se traduciría no sólo en mayores costos de importación, sino también en una potencial alza de precios de las tarifas reguladas indexadas al dólar.

Como ya se ha dicho, para 2009 se proyecta una notable desaceleración en el consumo y la inversión. Lo anterior, junto con la reducción en el precio de las materias primas debiera ayudar a atenuar los registros inflacionarios del próximo año, dejando atrás las sorpresas al alza de 2008. Sin embargo, la inercia es tal, que la inflación interanual se mantendría elevada durante todo el año, cerrando alrededor de 4,5% y retardando la convergencia a la meta 2010.

Por último, cabe mencionar que esta perspectiva de inflación está por encima de la dada a conocer por el Banco Central de Chile a través de su última actualización de previsiones. En lo general, las diferencias entre nuestra previsión y la de la autoridad monetaria se derivan de una visión menos optimista respecto a la trayectoria de la inflación subyacente, ya que en ambos casos esperamos que la caída en el precio de las materias primas tenga un impacto negativo sobre el crecimiento en precios. De todas maneras, la ampliación de brechas de capacidad tanto en la economía doméstica como en la externa (i.e. el crecimiento de la oferta sobre el de la demanda) traerían bienvenidas presiones a la baja sobre la inflación, aunque los chilenos recordarán que los beneficios de una autoridad monetaria creíble y un régimen de metas estable se tienen que pagar con menos crecimiento en el corto plazo.

El entorno internacional continuará siendo la mayor preocupación para la economía chilena. Ante una coyuntura más difícil, se hacen necesarias reformas estructurales que promuevan la flexibilidad.

Una buena parte del análisis aquí presentado supone que las presiones sobre precios en la economía chilena disminuyen considerablemente. De no producirse esto, sería difícil que el Banco Central disminuyera la Tasa de Política Monetaria (TPM) con la fuerza que estamos asumiendo.

Si bien es cierto que las expectativas de inflación comienzan a converger a la meta, en buena parte lo han hecho por el deterioro en el panorama externo y la caída en el precio de las materias primas, no por la acción de la política monetaria. Hasta hace muy poco, el mercado dudaba sobre la efectividad del Banco Central para reducir la inflación en un contexto de altos precios de las importaciones y crecientes presiones en las medidas subyacentes. En caso de mantenerse las presiones sobre la inflación, el Central podría retrasar la reducción en la TPM, obligado a restituir su credibilidad y disminuyendo la probabilidad de un ajuste suave en la actividad durante el siguiente año.

Por otro lado, los cuellos de botella que se observan en algunos sectores (salmón, energía) podrían agravarse, limitando el crecimiento de la oferta. Esto supondría una revisión a la baja de las perspectivas sobre la capacidad de producción de la economía chilena.

De todas maneras, el riesgo más importante que enfrenta actualmente la economía chilena continuará siendo el deterioro adicional del entorno externo. Lo anterior potenciaría el impacto negativo de los canales de transmisión arriba mencionados, lo que eventualmente se traduciría en menor crecimiento para el país. Aunque no se deben subestimar las consecuencias de un escenario como éste, nuevamente hay que reiterar que desde la macroeconomía, el país es uno de los que está mejor preparado para enfrentar la creciente incertidumbre en los mercados. Sin embargo, desde la microeconomía, continúan observándose deficiencias que sería bueno atajar. De particular importancia es resolver el tema de la flexibilidad laboral, no sólo hablando sobre el costo de despido (indemnizaciones), sino poniendo especial atención en la educación como principal herramienta que tiene un trabajador para enfrentar un escenario de mayor incertidumbre.

Inflación sin Alimentos

(var % a/a)



--- IPC X1 sin alimentos (53%)

--- IPC X sin alimentos (69%)

Fuente: BBVA en base INE.

Indicadores de Actividad

Tasas a/a	1tr07	2tr07	3tr07	4tr07	1tr08	2tr08	3tr08**	4tr08	1tr09	2tr09	3tr09	4tr09	2006	2007	2008p	2009p
Consumo hogares	8,0%	8,3%	7,2%	7,4%	5,4%	5,7%	5,8%	4,9%	3,6%	2,8%	2,2%	0,1%	6,5%	7,8%	5,4%	2,2%
Consumo público	6,5%	5,7%	5,5%	5,8%	5,7%	5,2%	4,8%	5,1%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	5,9%	5,9%	5,2%	6,5%
FBCF	9,1%	13,2%	8,0%	16,9%	16,5%	24,4%	30,1%	19,4%	7,9%	0,9%	-5,0%	-9,7%	3,2%	11,8%	22,6%	-1,5%
Demanda interna*	6,8%	8,0%	7,9%	8,6%	8,3%	11,4%	11,2%	8,3%	5,3%	2,7%	0,8%	-1,9%	6,7%	7,8%	9,8%	1,7%
Exportaciones	9,1%	10,6%	4,2%	7,3%	1,9%	-1,4%	6,5%	4,0%	1,4%	1,0%	2,8%	0,6%	5,5%	7,8%	2,8%	1,5%
Importaciones	10,6%	14,7%	13,5%	18,0%	13,5%	15,5%	20,5%	12,9%	5,6%	1,0%	-2,9%	-6,0%	10,6%	14,2%	15,6%	-0,6%
Saldo exterior*	-0,6%	-2,0%	-4,4%	-5,1%	-4,9%	-7,1%	-4,0%	-4,3%	-1,7%	-0,6%	0,6%	-0,2%	-2,3%	-3,0%	-5,1%	-0,5%
PIB	6,2%	6,2%	3,9%	4,0%	3,3%	4,5%	4,8%	4,4%	3,1%	2,1%	2,6%	1,3%	4,3%	5,1%	4,3%	2,3%
Empleo total, tasa de variación	2,9%	3,4%	2,6%	2,4%	2,8%	2,9%	3,7%	4,1%	2,5%	0,9%	-0,7%	-1,5%	1,7%	2,8%	3,4%	0,3%
Tasa de Paro (% Pob Activa)	6,7%	6,9%	7,7%	7,2%	7,6%	8,4%	7,8%	6,6%	7,5%	8,9%	9,6%	8,9%	7,8%	7,0%	7,6%	8,8%

* : Contribución al crecimiento

** : A partir de 1tr08 previsiones

Cambio de Año Base para el Cálculo de la Inflación

En Chile se actualiza cada 10 años la base de bienes y servicios sobre la cual se calcula el índice de precios al consumidor (IPC). Esta actualización pretende capturar el cambio en los patrones de consumo de la población. Otro aspecto que también queda reflejado en la encuesta son los cambios de precios relativos de los distintos bienes y servicios en el período considerado. La mayor productividad de la industria a nivel mundial sumado a la mayor apertura al comercio exterior, asociado a la firma de los tratados de libre comercio, se ha traducido en un abaratamiento de productos importados como vestuario y electrodomésticos al tiempo que los servicios se han ido encareciendo.

La frecuencia en la actualización de la base, está todavía por debajo de los estándares internacionales, aunque similar a la mayoría de los países de Latinoamérica. De hecho, en la Unión Europea se actualizan las bases cada 5 años, mientras que en EE.UU. y México, la frecuencia es anual y bianual respectivamente.

Nuevo año base

A partir de enero de 2009 la inflación se calculará con nuevos ponderadores obtenidos de la VI Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF), levantada entre noviembre de 2006 y octubre de 2007. El detalle de la importancia relativa de cada uno de los ítems fue dado a conocer por el INE a comienzos de noviembre de este año, sobre el cual se calculará el índice con la nueva base. Así el primer dato de inflación calculado con los nuevos ponderadores corresponderá a enero de 2009 que, como es usual, se publicará a comienzos de febrero.

La inflación con la nueva base será calculada en dos etapas. A partir de enero de 2009 la base estará fijada en diciembre de 2008 (antes diciembre de 1998) y abarcará sólo el Gran Santiago, al igual que hasta ahora. A partir de 2010, el año base considerará el promedio de 2009 y abarcará tanto el Gran Santiago como las distintas capitales regionales¹. Considerando la distribución del gasto a nivel nacional, el 62% de los hogares encuestados están radicados en el Gran Santiago, y el 38% restante en las principales ciudades del país.

El año de desfase con que ocurrirá la inclusión de las capitales regionales, permitirá acumular información de precios tanto de Santiago como de regiones para calcular

la nueva base con un promedio anual en lugar de un mes en particular, siguiendo así los estándares de los países desarrollados. Sin embargo, es muy probable que el INE no entregue el desglose entre el Gran Santiago y las capitales regionales. De hecho durante 2009, sólo se entregarán las variaciones de precios a nivel de productos para el Gran Santiago.

La nueva base incluirá un total de 374 productos, que se compara con los 483 productos de la base anterior. Para efectos de calcular el índice agregado y su división por grupos, los distintos bienes seguirán ponderándose de acuerdo a la media aritmética. Sin embargo, a nivel de producto la totalidad de los establecimientos y variedades encuestadas se ponderarán de acuerdo a una media geométrica (antes media aritmética). Considerando que la media geométrica otorga menor ponderación a las observaciones extremas, este cambio en metodología para reportar los precios de cada producto, podría significar en el margen una menor varianza en los precios de cada uno de ellos.

Estructura del gasto de los hogares

En la tabla se ilustra la importancia relativa de los grandes grupos obtenidos de la nueva encuesta comparados con aquella levantada diez años antes y utilizada para la elaboración del cálculo del IPC actualmente vigente.

	1998	2008	Cambio
Alimentos	25,2	19,9	-4,4
Sin elaboración	8,5	6,3	-2,3
Con elaboración	16,7	14,6	-2,1
Energéticos	5,7	8,7	3,0
Industriales	26,7	28,5	1,8
Servicios	42,5	42,0	-0,5
	100,0	100,0	

Nota: En 1998 se consideró sólo Santiago, en 2008 también se incluye a las principales capitales regionales.

• **Alimentos:** en el rubro de alimentos sin elaboración, prácticamente se mantienen las proporciones consideradas para frutas (12%), verduras (35%) y carnes frescas (53%), aunque llama la atención la reducción en el número de productos encuestados desde 62 hasta 26. Por ejemplo, anteriormente se consideraban 15 frutas distintas y con la nueva base se incluyen sólo 5 productos (las cuatro más importantes y un quinto producto que considera todas las demas). Los alimentos sin elaboración

¹ Las ciudades incluidas en la encuesta son Arica, Iquique, Antofagasta, Copiapó, Gran La Serena (La Serena y Coquimbo), Gran Valparaíso (Valparaíso, Viña del Mar, Quilpué, Concón y Villa Alemana), Gran Santiago (todas las comunas de la provincia de Santiago, Padre Hurtado, Puente Alto y San Bernardo), Rancagua, Talca, Gran Concepción (Concepción, Chiguayante, Penco, San Pedro de la Paz, Talcahuano, Hualpén), Gran Temuco (Temuco y Padre de las Casas), Valdivia, Puerto Montt, Coyhaique y Punta Arenas.

pasan desde 95 hasta 64 productos: cereales y derivados pierden importancia relativa a favor de bebidas, mientras que la porción de lácteos se mantiene estable.

- **Energía:** aumenta su participación en 3 puntos porcentuales, tanto por aumento de cantidades consumidas como por mayores precios relativos a la hora de levantar la encuesta. De hecho, en el periodo de referencia los precios de combustibles fueron particularmente elevados, mientras que diez años antes los precios de combustibles estaban por debajo de sus valores de largo plazo. El detalle por productos es el siguiente:

	1998	2008	Cambio
Combustible	4,01	8,09	2,08
Gas por red	0,36	1,01	0,65
Gas licuado	1,22	1,18	-0,04
Parafina	0,17	0,21	0,04
Carbón	0,04	0,05	0,01
Petróleo	0,00	0,2	0,2
Bencina	2,22	3,44	1,22
Electricidad	1,64	2,59	0,95
Total	5,65	8,68	3,03

Nota: En 1998 se consideró sólo Santiago, en 2008 también se incluye a las principales capitales regionales.

- **Industriales:** La importancia relativa de este grupo muestra una subida de 1,8 puntos porcentuales. Destaca la menor ponderación de calzado y vestuario (debido principalmente a la caída en los precios en el lapso interencuestas) y la mayor importancia relativa de otros bienes tales como autos o productos tecnológicos.

- **Servicios:** Prácticamente no varía su participación relativa, pasando desde 42,5% hasta 42,0%. La importancia de ítems asociados a los servicios de salud y educación permanecen prácticamente sin variaciones, mientras que alimentos fuera del hogar y entretenimiento muestran un aumento. El ítem de transporte colectivo, sube su importancia relativa desde 5,4% hasta 6,1%,

explicado principalmente por la incorporación de peajes interurbanos, mientras que la ponderación en el gasto en microbuses y metro (ahora llamado transporte multimodal) permanece inalterado en 3%. Por último cabe señalar que las tarifas reguladas e indexadas incluidas en el ítem de servicios bajan su ponderación desde 15,7 % hasta 14,4%.

Tarifas reguladas e indexadas: comprenden los combustibles líquidos, servicios básicos (electricidad, gas, agua), comunicaciones (teléfono, internet), transporte (microbuses y metro), vivienda (arriendo, dividendo, contribuciones) y gastos financieros. El detalle es el siguiente:

	1998	2008
Servicios Básicos	4,3	6,5
Electricidad	1,6	2,6
Gas	1,6	2,2
Agua	1,1	1,7
Combustible	2,4	3,7
Comunicaciones	3,0	4,1
Vivienda	6,9	4,1
Microbuses y metro	2,8	2,8
Gastos Financieros	1,9	1,6
Total	21,3	22,9

Nota: En 1998 se consideró sólo Santiago, en 2008 también se incluye a las principales capitales regionales.

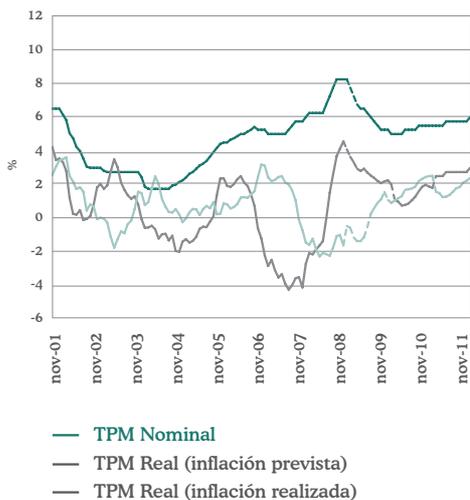
Destaca la caída en la ponderación de precio de vivienda, pues por cambio en la metodología, se excluye de la base de cálculo tanto el pago de dividendos como contribuciones. Desde ahora en adelante sólo se incluye el pago de intereses y seguros de los dividendos hipotecarios en el ítem de gastos financieros. Además el ítem de contribuciones (0,8%) se reemplaza por retiro de basura (0,2%).

En el área de comunicaciones pierde importancia el teléfono fijo, para ceder protagonismo a telefonía celular, internet y televisión pagada.

3. Panorama Monetario y Cambiario: impactado por la crisis financiera

El impacto de la crisis financiera internacional sobre la economía chilena está siendo de tal intensidad, que el Banco Central ha modificado sus previsiones interrumpiendo el calendario cuatrimestral usual. Las nuevas perspectivas de inflación y crecimiento son coherentes con un escenario de baja en la tasa de interés oficial.

Tasa Oficial: Nominal y Real



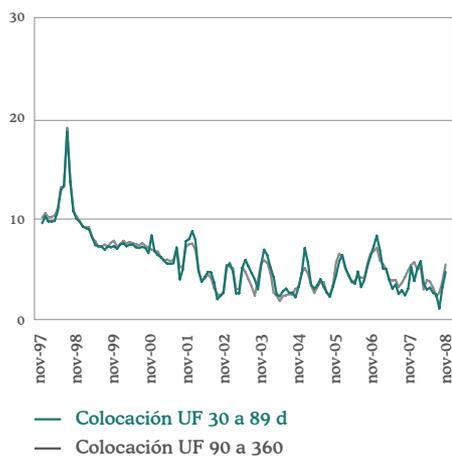
Fuente: BBVA en base Banco Central de Chile.

Desde que la inflación comenzó a acelerar en abril de 2007, el Banco Central nunca dejó de mencionar el impacto que tenía el componente exógeno sobre los registros, apostando a que la vuelta a la normalidad en los precios de materias primas ayudaría a ejercer un control automático. Sin embargo, la persistencia de este fenómeno, en un ambiente de importante crecimiento de la demanda interna, llevó a que dicha inflación se propagara a otros precios y las expectativas inflacionarias se terminaran por desanclar. Esto impulsó al instituto emisor a aplicar decididas alzas de tasas, que pasaron desde 6,25% en junio hasta 8,25% en septiembre de 2008.

El cambio en el escenario macroeconómico gatillado por la crisis financiera internacional, ha llevado a que la tasa oficial vigente se torne cada vez más restrictiva. Lo anterior debido a que las expectativas de inflación a un año han descendido abruptamente desde mediados de septiembre, traduciéndose en una tasa más elevada en términos reales (ver gráfico). Además, la menor disponibilidad de liquidez a nivel global y la mayor aversión al riesgo, se han traducido en mayores costos de financiamiento para las empresas y personas a nivel local, con el consiguiente efecto restrictivo sobre el consumo y la inversión. Tal como se detalla en la sección de panorama financiero, los créditos al consumo ya mostraron una reducción mensual en septiembre, y antecedentes preliminares de octubre, indican que dicha situación habría continuado.

Tasas de Crédito Bancario: Promedio Mensuales UF

(ene 98 - oct 08, primera quincena)



Fuente: BBVA en base Banco Central de Chile.

En respuesta a los factores mencionados anteriormente, las tasas de interés reales a todos los plazos han tendido a subir en los últimos meses. Desde el frente interno, la moderación de las expectativas de inflación desincentivó la demanda por papeles denominados en UF, con la consiguiente alza de tasas de dichos instrumentos libres de riesgo. Esto se sumó a las mayores primas por riesgo a nivel global, reflejándose finalmente en una subida todavía mayor en las tasas de interés para el otorgamiento de créditos. En el gráfico adjunto se muestra que no obstante las subidas de los últimos meses, las tasas para tomar créditos permanecen todavía a niveles históricamente bajos, y muy por debajo de los niveles observados durante la crisis asiática. Además de las alzas de tasas, el crédito también estaría siendo restringido mediante mayores exigencias autoimpuestas por los bancos, que quedaron reflejadas en la encuesta que realiza mensualmente el Banco Central a las distintas instituciones.

El Banco Central comenzaría a bajar tasas a partir del primer trimestre de 2009, en la medida que el retroceso inflacionario para los próximos meses siga el curso esperado.

En el documento de actualización parcial del Informe de Política Monetaria (IPoM) dado a conocer como parte integral de la reunión de noviembre, el Banco Central asume una trayectoria futura para la tasa similar a la que descontaban los mercados dos semanas antes del cierre del informe, esto es una tasa referencial de 6,5% a 6,75% al cierre de 2009. Lo anterior es consistente con la previsión de convergencia a la meta inflacionaria hacia fines de 2009.

Así, siendo evidente que vienen bajas de tasas, las principales incógnitas han pasado a ser tanto la fecha en que el Banco Central aplicará la primera bajada, como las magnitudes de ésta y las siguientes reducciones.

Lo primero está condicionado a la evolución de la inflación en el corto plazo, donde hay consenso en que los registros de los próximos meses serán bajos. Sin embargo, lo anterior se atribuye principalmente a la disminución de precios de combustibles, por lo que será de especial interés observar la evolución del núcleo inflacionario, siguiendo así de cerca los efectos de la propagación de la inflación pasada. En este punto es importante señalar que continúa presente el riesgo de que la depreciación del peso chileno respecto del dólar, pueda retrasar la convergencia inflacionaria. Si bien la evidencia empírica indica que el "pass through" en Chile es reducido³, la depreciación de la moneda ha sido de tal magnitud (27% en dos meses), que no se descarta una transmisión a la inflación, al menos en el corto plazo. El principal temor, es que dicho eventual contagio se materialice a través de tarifas de servicios públicos indexadas a la moneda norteamericana, tales como cuentas de electricidad, agua potable y teléfonos. El riesgo de transmisión por la vía los mayores costos de importación al consumidor es limitado, considerando que las menores ventas asociadas a un escenario de actividad más desfavorables han llevado a que las empresas hayan comenzado a reducir sus stocks. Además, ante un escenario de menor demanda, las compañías estarían dispuestas a estrechar sus márgenes. Pasado el primer impacto, cabe considerar que un peso chileno más depreciado y unos términos de intercambio más desfavorables, se reflejarán en una desaceleración más intensa en el consumo, coherente con una convergencia más rápida a la meta.

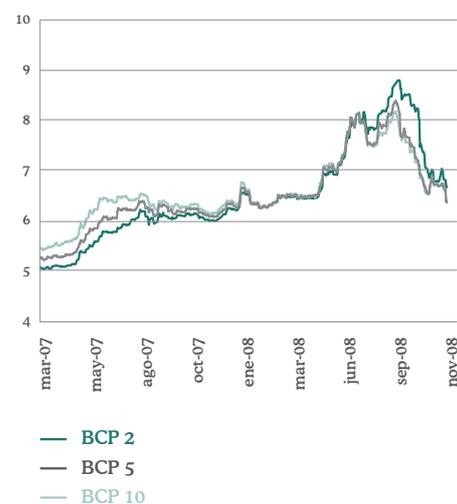
En atención a los factores anteriormente señalados y sin perder de vista, que tanto el Banco Central como nosotros proyectamos una inflación subyacente superior al 9% para el cierre de este año, es razonable pensar que la primera bajada de tasas se postergará hasta el primer trimestre de 2009. Desde ahí en adelante y en la medida que no haya sorpresas que sesguen la trayectoria inflacionaria hacia arriba, se seguirían aplicando bajadas en la mayoría de las reuniones de política monetaria llevadas a cabo en 2009. De hecho creemos que la tasa oficial se ubicaría en 5,25% en diciembre de 2009, completando bajadas de 300 pb durante el año.

Las tasas libres de riesgo (nominales y reales) tenderían a disminuir en 2009, impulsadas por la baja tanto de la tasa oficial a nivel local como de los instrumentos libres de riesgo de las economías desarrolladas.

Hacia futuro las tasas nominales debieran comenzar a ceder en la medida que la trayectoria inflacionaria vaya dando señales de retroceso, ya sea por la vía de nuevos registros mensuales más bajos o por noticias específicas de precios regulados, tales como combustibles. De todas maneras, la estructura de tasas nominales permanecería invertida al menos hasta la primera parte de 2009, considerando que el retorno al centro de la meta se proyecta para fines de 2009 o comienzos de 2010. Así esperamos que las tasas nominales a 2 y 5 años, continúen descendiendo hasta llegar a niveles en el rango de 5,5% a 6,0%.

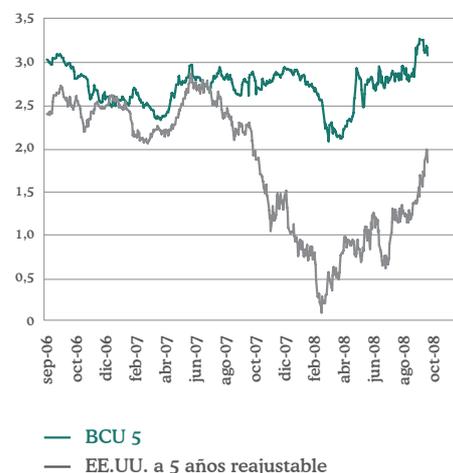
Por su parte, las tasas indexadas de largo plazo ya han tomado la senda bajista, respondiendo tanto a la mayor demanda por instrumentos libres de riesgo en un ambiente de bruscas caídas en los índices accionarios como a las renovadas expectativas de bajadas en la tasa oficial. A lo anterior se agrega la disminución de las tasas de bonos del gobierno en EE. UU., que también agudizaron su senda de bajas a partir de septiembre, debido a que ante la incertidumbre global, los inversionistas siguen privilegiando los instrumentos libres de riesgo de países desarrollados.

Evolución Tasas Nominales



Fuente: BBVA base ABIF.

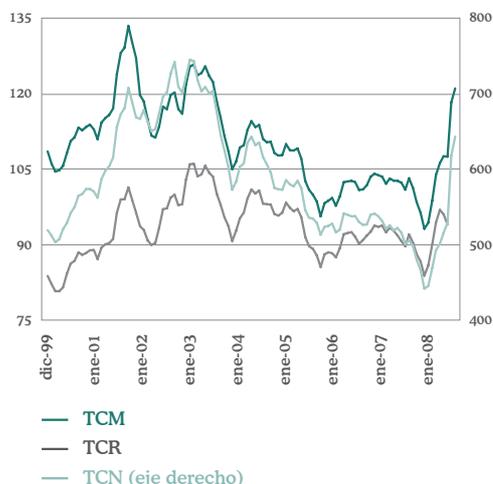
Tasas Reales a 5 Años



Fuente: BBVA base ABIF y Bloomberg.

³ Documento de Trabajo 128. Banco Central de Chile. Price inflation and Exchange Rate Pass Through in Chile. Noviembre 2001. García, Carlos y Jorge Restrepo.

Tipo de Cambio distintas Medidas



Fuente: BBVA base Banco Central de Chile.

Evolución de distintas Monedas Índice



Fuente: BBVA base Banco Central de Chile.

Tasa de Interés Oficial: Chile y EE.UU.



Fuente: BBVA base Banco Central de Chile.

El peso chileno ha mostrado una importante volatilidad en lo que va de 2008, tanto así que el Banco Central ha incrementado su nivel de intervención en el mercado.

Los movimientos cambiarios durante 2008 han sido bruscos, lo que se ha manifestado en que todas las medidas alternativas de tipo de cambio (nominal, multilateral y real) hayan pasado de niveles históricamente bajos con una fortaleza generalizada de la moneda, a un episodio de relativa debilidad en un periodo de pocos meses (ver gráfico). Por ejemplo, en abril del presente año el peso chileno parecía asentarse en niveles mínimos, animando al Banco Central a intervenir mediante un calendario de compras programadas de divisas, que favoreció la depreciación de la moneda. En una segunda etapa a partir de julio, las mayores cotizaciones del peso chileno respecto del dólar se vieron exacerbadas por un fortalecimiento de la moneda norteamericana a nivel global, que se hizo todavía más evidente tras la caída de Lehman Brothers. De hecho, la moneda chilena ha experimentado entre agosto y la primera quincena de noviembre, una variación de 27% con respecto del dólar norteamericano y de 13% con respecto a una canasta de monedas de nuestros principales socios comerciales (tipo de cambio multilateral).

Conscientes de que la moneda se alejaba de su equilibrio de largo plazo, esta vez en la dirección contraria, el Banco Central no sólo suspendió su plan de compra de divisas sino al poco tiempo comenzó a ofrecer swaps en dólares a los bancos. Lo anterior con el objetivo principal de que las fuertes fluctuaciones en la cotización del peso y los problemas de liquidez en dólares a nivel internacional, no entorpecieran las operaciones habituales de la banca en moneda extranjera (operaciones de comercio exterior, seguros de cambio).

Si bien las caídas en los precios de materias primas y las perspectivas de menor crecimiento económico requieren una moneda más depreciada que lo que se proyectaba anteriormente, las cotizaciones actuales reflejan una sobre reacción.

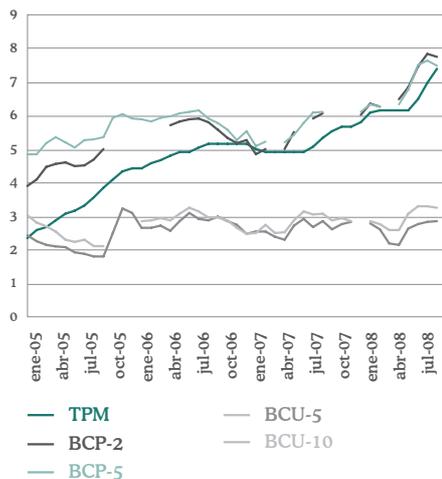
Una vez que vuelva cierto grado de certidumbre a los mercados financieros internacionales, la sobre reacción actual se comenzaría a corregir y la moneda volvería a tomar un camino guiado por los fundamentos. En este sentido, no parece demasiado aventurado proyectar que el peso chileno estará bajo su equilibrio de largo plazo durante lo que queda de este año y el próximo. Aquí, los principales argumentos para pensar en una moderada apreciación real del peso durante el siguiente año se basan, primero, en la percepción ya mencionada de que la moneda chilena se encuentra subvalorada. De hecho, la subvaloración actual del tipo de cambio real no se observaba desde hace 6 años, aunque los fundamentales de la economía hayan mejorado consistentemente: reducción de la deuda pública, aumento del ahorro externo, mayor estabilidad en los flujos de inversión, etc. Adicionalmente, esperamos que los diferenciales de crecimiento y tasas continúen favoreciendo a la economía chilena, sobre todo tomando en cuenta el fuerte aumento observado en las primas de riesgo durante los últimos meses. Finalmente, la mayor incertidumbre en el exterior ha hecho que los Fondos de Pensiones se replanteen sus estrategias de inversión y que comiencen a repatriar una parte de los recursos que abandonaron el país durante el último año y medio. Lo anterior, sería un soporte para el peso en el mediano plazo.

De todas maneras, existen algunos factores a tomar en cuenta y que podrían retrasar la convergencia hacia este escenario de mayor apreciación. En primer lugar, en la medida que se mantenga la incertidumbre sobre el impacto de la crisis internacional en países emergentes, cabe esperar que a nivel global la moneda norteamericana siga constituyendo un refugio para los inversionistas, lo que significa que los flujos seguirán orientándose hacia el dólar norteamericano. Tal como se explica en la sección de panorama internacional, la cotización

del dólar se proyecta en 1,15 dólares por euro al cierre de 2009, lo que constituye una apreciación adicional de 9% respecto del nivel actual, poniendo un límite a la senda de corrección a la baja de la moneda chilena. En segundo lugar, desde el punto de vista de búsqueda de rentabilidades, y en caso de confirmarse un impacto más negativo sobre la actividad, las disminuciones previstas en la tasa de interés en Chile podrían reducir significativamente el atractivo de inversión en el país y por lo tanto la entrada de divisas, reforzando el retraso de la corrección a la baja de la moneda. Adicionalmente, un mayor deterioro en los términos de intercambio (caída en el precio del cobre) llevaría a un incremento en la debilidad de las cuentas públicas y externas. De todas maneras, hay que recordar que el efecto aquí debería ser menor que en otros episodios de reducción en el precio de materias primas, ya que en caso de necesitarlo, el gobierno tiene a su disposición más de 20 mil millones de dólares acumulados en el exterior, monto similar al que tiene el Banco Central en las Reservas Internacionales. Más aún, los proyectos en marcha en Minería y Generación de Energía garantizan un flujo de Inversión Extranjera Directa suficiente para financiar sin problemas el déficit esperado en la Cuenta Corriente.

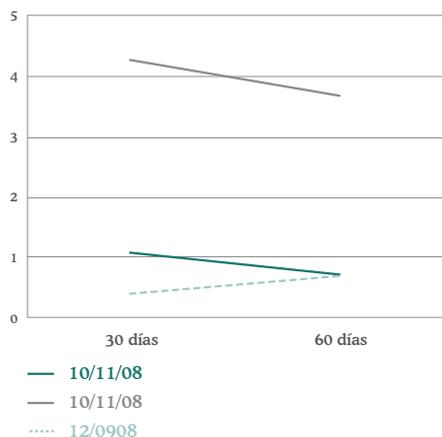
TPM y Tasas de Interés de los Instrumentos del Banco Central de Chile

(promedios mensuales, porcentajes)



Fuente: BBVA en base a SBIF.

Liquidez medida por los Spreads entre Depósitos Bancarios y Papeles BCCh (porcentaje)



Fuente: BBVA en base a datos de Bloomberg.

Licitaciones Swap del Banco Central

Fecha	Monto colocado (US\$ millones)	Plazo (días)	Libor (%)	Premio s/Libor (%)
30/09/08	388	28	3,92	3,49
07/10/08	30	28	4,14	3,06
14/10/08	200	91	4,64	1,07
21/10/08	150	63	3,70	1,04
28/10/08	67	91	3,47	1,10
04/11/08	227	63	2,61	1,09
11/11/08	15	91	2,17	1,06

Fuente: BBVA en base a datos de BCCh.

Medidas del Gobierno para calmar los mercados

Banco Central

- Suspensión de la compra de dólares.
- Ampliación transitoria de las monedas elegibles para constituir encaje sobre obligaciones en moneda extranjera.
- Licitación de US\$ 500 millones a 90 y 60 días bajo la modalidad de compra swap de divisas (durante 6 meses hasta un máximo de US\$ 5.000 MM).
- Inyección de liquidez en pesos a plazos similares, mediante operaciones REPO por ventanilla a la tasa de política monetaria.
- REPOS a 7 días ampliando los colaterales elegibles (depósitos a plazo).

Gobierno Central

- El gobierno inyectó US\$ 1150 MM del Tesoro público al sistema bancario y anunció la capitalización de Banco Estado por US\$ 500 MM.

4. Panorama Financiero: entorno internacional y doméstico moderan crecimiento del crédito

Dos factores, uno doméstico y el otro externo han sido centrales en la explicación del comportamiento de los mercados financieros en los últimos meses.

En el plano doméstico, la aceleración inflacionaria fue determinante en los ajustes de la tasa de política hasta septiembre de este año. En el ámbito externo, las turbulencias financieras que se acentuaron en octubre han impactado tanto a los mercados como a la toma de decisiones en materia económica y financiera.

Ciertamente, hasta mediados de septiembre las condiciones de liquidez en Chile no habían reflejado las turbulencias de los mercados internacionales. Sin embargo, al deteriorarse las condiciones financieras externas a lo largo de este mes, y producto de la importante apertura comercial y financiera del país, comienzan a observarse tensiones de liquidez en dólares que se traspasan a operaciones en pesos y en UF. Estas condiciones monetarias más estrechas se reflejaron en la evolución de los spreads entre los depósitos bancarios y los papeles del Banco Central negociados en el mercado secundario, cuadruplicándose durante la primera quincena de octubre con relación a los niveles observados un mes antes.

Las tensiones de liquidez se incrementaron por dos razones: por una parte el aumento de la aversión al riesgo a nivel global llevó a la banca internacional a cortar líneas de financiamiento, que básicamente se expresó en un fuerte ajuste en las tasas y en el acortamiento de los plazos. Por otro lado, la caída de las bolsas internacionales implicó ajustes en la valoración de los Fondos Mutuos y los Fondos de Pensiones.

El aumento en la aversión al riesgo en los mercados globales se observa en el comportamiento del riesgo país de los diferentes países. En el caso de Chile éste aumento es el más bajo de los países de la región, no obstante, al 14 de noviembre y medido por el EMBI Global Diversificado (EMBI G) se ubica en 365 puntos, 196 puntos por encima de su nivel de hace 3 meses.

En respuesta a las tensiones de liquidez el Banco Central tomó un conjunto de medidas: dio por concluido el programa de compra de reservas internacionales, reactivó las licitaciones swap de divisas, y modificó las normas con relación al encaje en moneda extranjera.

El 29 de septiembre el Consejo del Banco Central anunció su decisión de concluir el programa de compra de reservas internacionales que desde abril supuso un incremento de US\$ 5.750 millones -70% de los US\$ 8.000 millones programados originalmente-, lo que representó un aumento de 30% de las reservas internacionales respecto a su nivel en marzo de este año. Junto con esto se anunció la reapertura de las operaciones swap de divisas a partir del 30 de septiembre.

No obstante, la cautela y demora en la implementación de estas medidas por parte del Banco Central –que sugieren que éste interpretó como transitoria la situación de tensión en el mercado-, le restó eficacia a la política y no impidió el deterioro en las condiciones de liquidez. Este deterioro llevó al Banco Central a anunciar, el 2 de octubre, que realizaría licitaciones de compra swap de divisas durante tres semanas, por montos de al menos 500 millones de dólares en cada oportunidad.

Sin embargo, las condiciones financieras desfavorables determinaron que en la siguiente subasta se colocaran apenas 30 millones de dólares.

Particularmente, el plazo de 30 días no respondía al requerimiento del mercado de financiamiento de plazos más largos. Este resultado llevó al BCCh a anunciar, el 10 de octubre, la flexibilización de la gestión de liquidez.

Por otro lado, el Ministerio de Hacienda, buscando contrarrestar el efecto en la economía real del empeoramiento de las condiciones financieras, anunció planes de apoyo a pymes, exportadores y para la adquisición de viviendas los días 13 de octubre y 4 de noviembre. El monto comprometido el 13 de octubre alcanzó a los US\$ 850 millones.

El 4 de noviembre, dentro de un paquete por US\$ 1.150 millones, se anunció la capitalización de BancoEstado por US\$ 500 millones, para facilitar el financiamiento a los sectores foco del programa.

Las adversas condiciones de liquidez arriba detalladas determinaron un fuerte ajuste al alza a lo largo de la curva de tasas de captación, efecto que se trasladó a las tasas para los diferentes componentes del crédito.

A medida que se han ido normalizando las condiciones de liquidez y las expectativas de inflación se han reducido se ha producido un traslado hacia abajo de la curva de rendimiento. Por otro lado, hasta octubre las tasas para préstamos no han acompañado el comportamiento de las tasas pasivas, lo que indicaría un aumento en la aversión al riesgo de las instituciones financieras.

Como puede verse en la gráfica al costado, al comienzo de octubre la curva de la TAB nominal (que refleja el costo de fondeo de los bancos) presentó un salto (con respecto a los niveles observados un mes antes) a lo largo de toda la curva, aumento que promedió los tres puntos porcentuales en sus tramos más cortos. Sin embargo, al 11 de noviembre la curva, aunque todavía estaba por encima de su nivel hace dos meses, prácticamente se superpone a la del primero de septiembre.

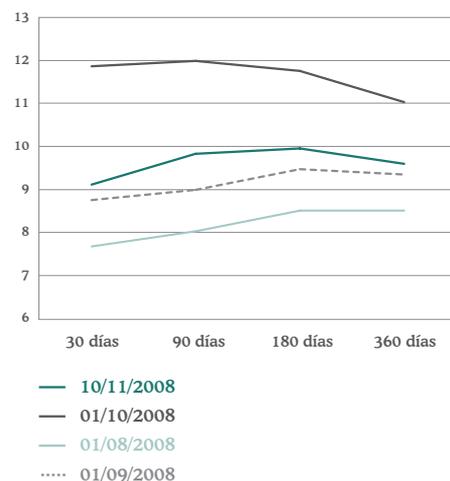
Por lo pronto, entre julio y octubre, en los créditos de consumo de menor cuantía –hasta 200 UF-, el ajuste fue de 260, 403 y 365 puntos básicos en las líneas de crédito, tarjetas de crédito y crédito al consumo respectivamente. En los créditos sobre 200 UF, en tanto, estos aumentos promediaron 2,6%. Por otro lado, las tasas para créditos comerciales se incrementaron en promedio alrededor de dos puntos porcentuales en el mismo lapso, en tanto las operaciones reajustables de largo plazo y mayores a 2.000 UF (asociadas a créditos hipotecarios) se ajustaron apenas algo más de un punto porcentual, lo cual refleja la estabilidad relativa de sus referentes, los títulos en UF del Banco Central.

Al tiempo que aumentaban las tasas, los ingresos disponibles de los hogares se contraían por efecto de la creciente inflación y la mayor carga financiera de los mismos.⁴

Ambos factores, la subida en las tasas de interés y los menores ingresos disponibles han sido determinantes en la evolución de los diferentes componentes de la cartera de créditos de la banca.

Pero adicionalmente a los factores de demanda destacados, por el lado de la oferta, la encuesta sobre condiciones del crédito bancario del Banco Central, referida al segundo trimestre del año –es decir, antes del deterioro de la situación financiera-, indicó que las condiciones para el otorgamiento de préstamos se habrían endurecido, particularmente para los créditos a las personas sin colateral, vale decir, principalmente para los créditos de consumo.

Tasa TAB nominal (porcentaje)



Fuente: BBVA en base a SBIF.

Tasas Principales Productos de Consumo* (operaciones en moneda nacional no reajutable mayores a 90 días)

	Hasta 200 UF			de 200 a 500 UF		
	Líneas de crédito	Tarjetas de crédito	Créditos de consumo	Líneas de crédito	Tarjetas de crédito	Créditos de consumo
2004	28,1%	33,4%	21,5%	18,4%	18,9%	11,9%
2005	31,3%	34,1%	21,7%	22,5%	20,7%	13,6%
2006	34,0%	37,3%	23,1%	25,0%	25,2%	14,6%
2007	36,4%	41,7%	24,1%	25,0%	25,6%	14,8%
ene-07	35,2%	39,5%	23,9%	25,0%	26,4%	14,2%
feb-07	35,6%	40,5%	24,4%	25,2%	26,0%	14,4%
mar-07	35,9%	41,4%	23,4%	25,3%	26,6%	14,0%
abr-07	35,8%	40,6%	23,8%	24,7%	26,3%	14,3%
may-07	35,8%	40,1%	23,6%	24,2%	25,8%	14,7%
jun-07	35,9%	41,7%	23,5%	24,7%	24,5%	14,8%
jul-07	36,4%	41,8%	24,3%	24,7%	24,4%	14,9%
ago-07	36,7%	41,9%	23,8%	25,0%	23,8%	15,2%
sep-07	37,1%	42,3%	24,2%	25,2%	25,3%	15,2%
oct-07	37,3%	43,0%	24,5%	25,2%	25,4%	15,2%
nov-07	37,4%	43,7%	24,6%	25,4%	25,9%	15,1%
dic-07	37,9%	43,8%	25,1%	25,6%	27,1%	15,2%
ene-08	38,3%	43,5%	27,6%	25,8%	25,7%	18,8%
feb-08	39,0%	43,8%	25,4%	26,3%	25,1%	15,7%
mar-08	37,9%	44,4%	25,2%	26,6%	28,3%	15,3%
abr-08	38,8%	44,6%	25,7%	26,7%	28,3%	16,1%
may-08	37,6%	43,9%	26,3%	25,9%	28,3%	16,2%
jun-08	38,5%	45,2%	27,0%	26,3%	27,4%	16,3%
jul-08	39,5%	46,0%	28,0%	26,9%	27,6%	17,6%
ago-08	39,3%	47,8%	28,3%	27,0%	28,1%	18,1%
sep-08	41,0%	48,3%	29,1%	27,6%	28,9%	19,1%
oct-08	42,1%	50,0%	31,7%	29,2%	29,7%	20,9%

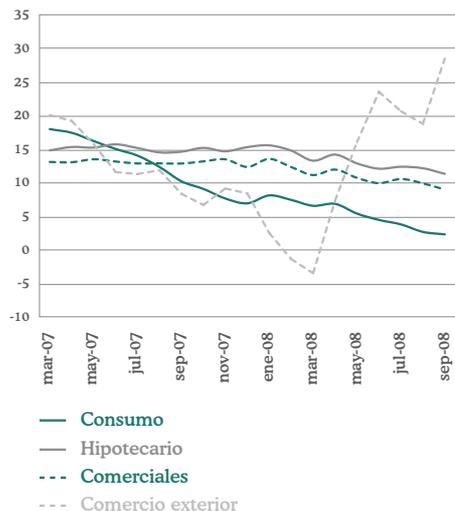
* Tasas de interés promedio expresadas en términos anuales. Fuente: SBIF.

4 Ver en esta misma publicación el artículo donde se estudia el nivel de deuda y la carga financiera de los hogares chilenos.

Como se ve en la gráfica anexa, el crédito al consumo es el que más se ha visto afectado por los factores destacados.

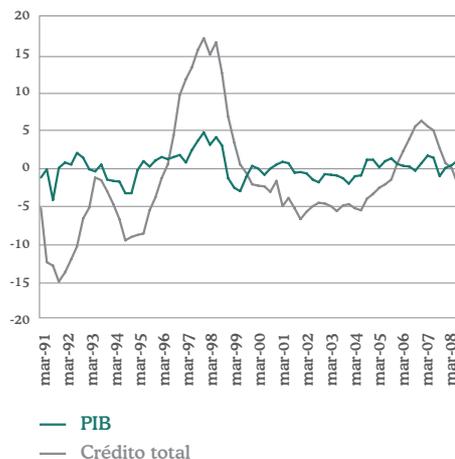
En el caso del crédito a las empresas, sus dos principales componentes, los créditos comerciales y los para financiar el comercio exterior, han tenido un desempeño contrapuesto, acelerándose el último y cayendo el primero. Finalmente, el crédito hipotecario se mantiene básicamente estable.

Dinámica del Crédito
(variación porcentual real anual)



Fuente: BBVA en base a SBIF.

Ciclos del Crédito de Consumo y PIB
(porcentaje de desviación respecto de tendencia)



Fuente: BBVA.

Elasticidad a PIB y ciclo de componentes del crédito

	Elasticidad	Máx. Correl./1	Ciclo/2	Máx. desv.(+)/3	Máx. desv.(-)
Crédito total	1,37	0,43 (3er)	16	17,8	7,1
Comercial	1,28	0,4 (3er)	12	16,3	7,4
Consumo	3,67	1,03 (3er)	20	88,9	15,2
Hipotecario	0,45	0,2 (4to)	32	11,2	6,3

1/ Correlación parcial máxima con PIB y rezago en que se alcanza.
2/ Duración del ciclo expresada en trimestres.
3/ Desviación porcentual positiva respecto de tendencia.

Fuente: BBVA.

En cuanto al comercio exterior, el efecto dominante es el asociado al fuerte dinamismo observado en las importaciones. A este respecto, hay que resaltar el repunte de las compras de bienes de capital y durables al exterior. Este efecto ha sido lo suficientemente intenso como para permitir que el agregado de empresas se mantenga con un crecimiento real relativamente estable, ya que el comercio exterior representa menos del 20% del crédito destinado a las empresas. Por otro lado, las grandes corporaciones han seguido aumentando sus solicitudes de financiamiento hacia la banca, dada la mayor incertidumbre que existe alrededor de la emisión de bonos corporativos, pero a una tasa decreciente en términos reales. Hacia el próximo año, es dable anticipar una reducción de los créditos al comercio exterior, básicamente por una reducción en las importaciones, ante un escenario de tipo de cambio nominal real promedio sustancialmente más alto que el estimado para el año 2008. En cuanto al financiamiento a las empresas, las turbulencias financieras internacionales no permiten anticipar cambios positivos en las condiciones para la emisión de bonos corporativos que han prevalecido durante los últimos meses, por lo que continuarán recurriendo al financiamiento bancario. Sin embargo, luego de un periodo de fuerte acumulación de capital y ante expectativas de disminución en el crecimiento de la demanda, también se espera una disminución en el ritmo de crecimiento de este segmento del crédito.

El crédito hipotecario, en tanto, si bien refleja las determinaciones menos asociadas a los ciclos económicos cortos y una mayor estabilidad, igualmente presenta una tendencia decreciente que se refleja en el aumento del inventario de viviendas. Sin embargo, el plan de apoyo a través de aumentos en los subsidios y las coberturas por parte del Estado debería moderar esta tendencia.

Precisamente, un análisis del ciclo de los créditos comerciales, de consumo e hipotecarios y de la elasticidad de cada uno de ellos a las variaciones del producto le da sostén a las expectativas de ralentización del crédito.

En términos del crédito total cabe destacar que, de acuerdo a nuestra estimación, la elasticidad con respecto al PIB alcanza a 1,37, esto es que por cada punto porcentual de aumento (contracción) del PIB, el crédito total aumentaría (disminuiría) 1,37 puntos porcentuales.⁵ Es interesante, también, resaltar que estas elasticidades varían considerablemente para los diferentes agregados de crédito, desde un máximo de 3,67 para el crédito de consumo a un mínimo de 0,45 para los préstamos hipotecarios.⁶ Esto, además de las diferencias en cuanto a tasas y a colateral, permitiría explicar la mayor estabilidad de los créditos hipotecarios y la mayor vulnerabilidad al ciclo del crédito al

5 Estos resultados son bastante cercanos a los obtenidos por Barajas, Luna y Restrepo en su estudio Macroeconomic Fluctuations and Bank Behavior in Chile, WP N° 436 del Banco Central de Chile, Diciembre de 2007, quienes utilizan las funciones impulso respuesta de un modelo VAR para estimar las elasticidades en un horizonte de un año.

6 Para la estimación de las elasticidades de los componentes del crédito a PIB se definieron las variables (desestacionalizadas) en primeras diferencias de los logaritmos, salvo la tasa de interés real que se tomó en niveles. El valor se obtuvo de los coeficientes contemporáneo y para cuatro rezagos del PIB. La estimación se hizo con variables instrumentales para controlar sesgo por simultaneidad.

consumo.⁷ Cabe destacar que, de acuerdo a nuestra estimación, el crédito al consumo ya estaría en una fase decreciente del ciclo, iniciada aproximadamente hace un año y que se prolongaría al menos por un año.

En cuanto a los préstamos hipotecarios y comerciales estarían llegando al final de una fase expansiva, y por tanto debería esperarse que comiencen a disminuir sus tasas de crecimiento.

Finalmente, a pesar de las condiciones adversas tanto externas como domésticas, de acuerdo a nuestras estimaciones los créditos totales del sistema bancario chileno aumentarían en 17,4% en términos nominales durante el presente año, lo cual supone una caída de 3,5 puntos porcentuales respecto al crecimiento de 2007.⁸ No obstante, este resultado para 2008 resultaría de un primer semestre donde el Banco Central consideraba las presiones inflacionarias todavía como transitorias y el carácter de la política monetaria era más bien laxo. Por otra parte, a pesar del signo de las políticas fiscales y monetarias observadas y previstas en lo que resta del año y las condiciones externas adversas para 2009, nos lleva a anticipar una mayor desaceleración del crédito para el próximo año.

Condicionado, por cierto, a una cierta recuperación del entorno financiero internacional, esperamos un crecimiento nominal del crédito total de 12,5% para 2009, que se repartiría en crecimientos de 16%, 11,9% y 8,8% para los créditos hipotecarios, comerciales y de consumo, respectivamente.

Las condiciones de aprovisionamiento, morosidad y rentabilidad del sistema financiero chileno permiten afirmar que los efectos de la situación financiera internacional serán asimilados adecuadamente por la banca.

Aunque los índices de cartera vencida de los bancos se han mantenido sin variaciones relevantes en la primera parte del año, las instituciones financieras han incrementado sus niveles de aprovisionamiento en respuesta al aumento en la percepción de riesgo crediticio, especialmente en el segmento de consumo, pasando este último de 4,92 puntos porcentuales en enero a 5,30 pp en septiembre. Las colocaciones vencidas del sistema pasan de 0,83 pp en enero a 0,94 pp en septiembre de 2008. En cuanto a la rentabilidad (después de impuestos) sobre capital y reservas del sistema bancario, ésta se ubica en 15,73% en septiembre, en comparación con 16,9% en enero de este año, lo cual constituye un nivel adecuado para la elevada competitividad y bajo riesgo del mercado financiero chileno.

⁷ En términos más formales, el ciclo se define como el periodo que va desde la máxima desviación porcentual de un agregado de crédito respecto de su tendencia –o valor de equilibrio, que se estimaron un filtro de Kalman–, hasta el siguiente máximo.

Otro aspecto a considerar es la asimetría entre las fases de expansión y desaceleración, las cuales, para todos los agregados, son intensas pero de corta duración en la fase positiva del ciclo, prolongadas en la fase negativa o de bajo crecimiento.

⁸ Es conveniente aclarar que estas tasas de crecimiento se calculan con una serie corregida que estima, para los datos pasados, el efecto del cambio contable de enero de este año y que no permite la comparación con la serie original.

5. Carga Financiera de los Hogares Chilenos

El detonante de la actual crisis financiera internacional fue el aumento en la morosidad de las hipotecas de alto riesgo o sub prime del mercado estadounidense, deterioro aparentemente explicado en las dificultades que los deudores de bajos ingresos habrían confrontado para financiar el aumento en el servicio de sus deudas a causa de las alzas en las tasas de interés que siguieron al periodo de tasas bajas luego de la recesión del año 2001. Fue, precisamente, este periodo de tasas bajas, junto a la prolongada expansión económica, lo que motivó el boom de crédito y precios en el mercado inmobiliario de éste país. Pero no sólo los créditos hipotecarios experimentaron una fuerte expansión los últimos años, también lo hizo el crédito al consumo con el consiguiente aumento en el tamaño de la deuda de los hogares.

Como se muestra más adelante, Chile no ha sido una excepción en esta tendencia hacia mayores niveles de endeudamiento, lo que junto a un escenario de tasas de interés crecientes, expectativas de mayores alzas y moderación en el crecimiento económico en el corto plazo motivan una revisión de este fenómeno y una reflexión sobre sus consecuencias.

En este artículo se revisa la dinámica reciente de la deuda y la carga financiera de los hogares, se hace una estimación del nivel que alcanzarían las mismas al cierre del presente año, y se intenta una conclusión sobre las posibles consecuencias de los resultados en el desempeño futuro del crédito a los hogares.

Se utilizan dos criterios para estudiar la evolución de la deuda y la carga financiera de los hogares. Estos son: la razón deuda a ingreso disponible (RDI) y la razón carga financiera a ingreso disponible (RCI).

La RDI se define como el cociente entre el saldo total de la deuda de los hogares al cierre de un año determinado, entre el ingreso disponible de los hogares durante ese mismo año. En otras palabras es la deuda total de los hogares del país entre los ingresos que esos hogares reciben en un año:

$$RDI_t = \frac{\sum D_{ti}}{ID_t}$$

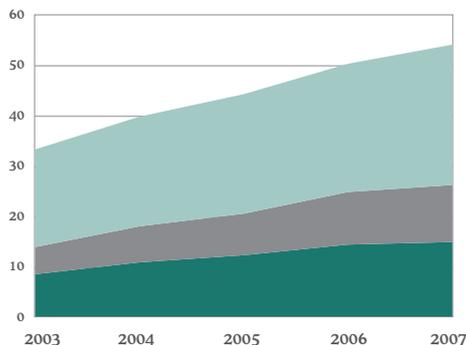
Donde D_{ti} se refiere a la deuda de tipo i (por ejemplo, de consumo, hipotecaria, etc.) en un año t , e ID_t es el ingreso disponible. El cálculo de la RDI es posible hacerlo con información que proporciona la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) y el Banco Central. La SBIF publica información sobre deudas de consumo (bancaria y no bancaria) e hipotecas; en tanto el Banco Central, en sus Cuentas Nacionales, publica los datos del ingreso disponible de los hogares.

Los cálculos para Chile muestran un importante dinamismo para la RDI, ya que esta pasa de 33,4% del ingreso disponible el año 2003 a representar 54,3% de ese ingreso para el año 2007.

También es importante el cambio en la composición de esta deuda, donde la hipotecaria pasa de una participación de 58,5% en 2003 a una de 51,7% en 2007. La contrapartida de este comportamiento es, por supuesto, un aumento en la deuda de consumo y, particularmente en la deuda de corto plazo que aumenta casi 5 puntos porcentuales en el periodo considerado.

Lo relevante de la dinámica de la RDI es que afecta la carga financiera tanto por el nivel de la deuda como por su composición, ya que los créditos al consumo se reembolsan en menor tiempo y a mayores tasas.

Razón Deuda a Ingreso disponible de los Hogares (porcentaje)



- RDI largo plazo
- RDI corto plazo
- RDI hipotecaria

Fuente: BBVA en base a datos de BCCh y SBIF.

Estructura de la deuda por Plazos (porcentaje)

	2003	2004	2005	2006	2007
Largo Plazo	25,3	27,1	27,5	28,4	27,4
Corto Plazo	16,3	18,0	18,7	20,8	21,0
Hipotecaria	58,5	54,9	53,8	50,8	51,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: BBVA en base a datos de BCCh y SBIF.

De manera análoga a la RDI, la RCI mide la relación entre la carga financiera –el ingreso que los hogares destinan al servicio de sus deudas por concepto de intereses y amortización de capital-, y el ingreso disponible de los hogares. Sin embargo, el numerador de esta expresión es algo más difícil de calcular que en el caso de la RDI. Aquí se deben suponer pagos y tasa fija para cada tipo de deuda.⁹ En el caso de los bancos, la SBIF proporciona información de la cual es posible inferir los plazos por tipo de deuda. Con relación a los créditos no bancarios, se utiliza el plazo del equivalente bancario, en tanto que para los préstamos de corto plazo se supone un tiempo remanente de 90 días. En cuanto a las tasas, la SBIF entrega información sobre préstamos en las modalidades de cuotas, tarjetas de crédito, líneas de crédito e hipotecarios.

Como cabría esperar, tanto por el comportamiento de la deuda con relación al ingreso disponible como por el acortamiento de los plazos, la carga financiera ha aumentado considerablemente entre el año 2003 y el 2007, de 12% a 23,7%. Este aumento se da tanto en los créditos de corto y de largo plazo, como en los créditos bancarios y no bancarios. Particularmente, son estos últimos (básicamente de corto plazo) los que más contribuyen al aumento de la carga financiera con 6,4 puntos porcentuales.

En este mismo sentido, de la evolución de la RDI se desprende que durante los últimos años las deudas de los hogares se han acumulado más rápidamente de lo que ha crecido su ingreso disponible. Por otro lado, la tasa de interés aplicada a esta deuda habría aumentado tanto por el cambio en la composición hacia créditos de más corto plazo, como por un movimiento general al alza de las tasas desde 2004, aunque este efecto precio sería el de menor magnitud.

Al estimar las deudas y cargas financieras para el cierre de 2008, son los ajustes al alza de tasas de interés y deudas los que dominan.

En el caso de la RDI, en 2008 esta alcanzaría a 60,2% del ingreso disponible si se verifica nuestro escenario de crecimiento para los créditos de consumo, los hipotecarios y para el ingreso disponible de los hogares.

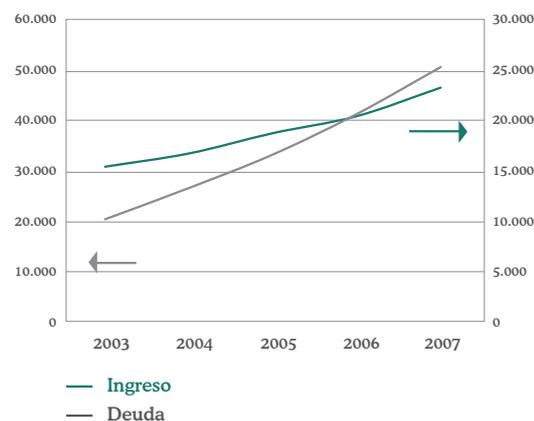
En cuanto a la carga financiera, de acuerdo al comportamiento de las tasas de interés durante los primeros meses del año, se anticipa un aumento en torno a 2 puntos porcentuales para las tasas de consumo y de medio punto porcentual para la tasa hipotecaria. Con esto, la carga financiera de los hogares alcanzaría a algo más de la cuarta parte de su ingreso disponible, hasta 26,2%. De este porcentaje, 4,6% correspondería a hipotecas, 10,1% a créditos de consumo bancario y 11,5% a créditos de consumo no bancarios.

Ahora bien, la pregunta que interesa responder es si estos niveles de deuda y carga financiera no suponen mayores riesgos para el sistema financiero. A este respecto habría que señalar, en primer lugar, que ciertamente los créditos de consumo usualmente suponen mayores riesgos que, por ejemplo, los créditos hipotecarios, básicamente por la ausencia del colateral. Es precisamente a causa de este mayor riesgo que se imputan mayores tasas a estos créditos. En este punto, claramente cobra relevancia una institucionalidad que permita determinar adecuadamente el nivel de riesgo de los diferentes hogares, por ejemplo, incluyendo en las deudas consolidadas y grado de exposición de los mismos la creciente contribución a sus deudas y cargas de los intermediarios no bancarios.

⁹ El valor del numerado se obtiene de la usual expresión para calcular una cuota fija C, para una deuda inicial Dt, a una tasa de interés fija r, vigente por un n:

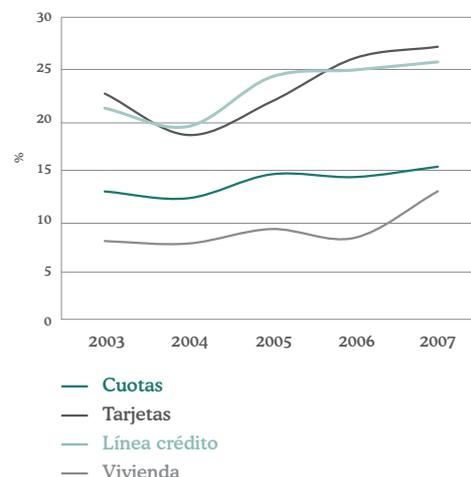
$$C = \frac{D_t r}{1 - (1+r)^{-n}}$$

Ingreso Disponible y Deuda de los Hogares (mMM\$ corrientes)



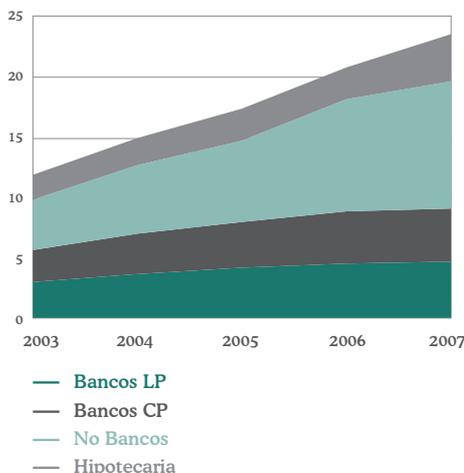
Fuente: BBVA en base a datos de BCCH y SBIF.

Comportamiento de las Tasas de Interés en Período considerado



Fuente: BBVA en base a datos de BBCh y SBIF.

Razón Carga Financiera a Ingreso Disponible de los Hogares (porcentaje)



Fuente: BBVA en base a datos de BCCh y SBIF.

Deuda de los Hogares en Países seleccionados (porcentaje del ingreso nacional disponible)

	1995	2005
Dinamarca	112,9	155,2
Holanda	63,4	134,1
Portugal	49,8	112,6
EEUU	78,8	111,1
España	47,4	93,5
Alemania	74,3	83,2
Suecia	54,7	78,3
Francia	47,8	65,2
Finlandia	47,2	58,6
Bélgica	45,7	54,2
Grecia	8,6	44,9
Chile	NA	44,4
Italia	24,6	43,1

Fuente: BBVA y Crook y Hochguerte (2007).

Los mayores ajustes en las tasas de los créditos de consumo en los últimos meses, y, en general, las expectativas de ulteriores ajustes a la estructura de tasas de interés para los próximos conducen a plantearse la pregunta acerca del efecto de estos aumentos en la carga financiera de los hogares chilenos. Igualmente, dada la tendencia hacia una mayor participación de los créditos de corto plazo en el crédito total, cabe la pregunta sobre el efecto que tiene el acortamiento de los plazos de pago en la carga. Para responder estas preguntas, resultan útiles los conceptos de elasticidad de la carga financiera a la tasa de interés y de la carga financiera al plazo remanente.¹⁰

Utilizando los últimos datos disponibles con relación a tasas y periodos remanentes, se obtiene estimaciones para las elasticidades de la carga financiera a la tasa de interés que van desde 0,800, en el caso de los préstamos hipotecarios, a 0,13 para las líneas de crédito. Esto quiere decir que, por ejemplo, en el caso de los créditos hipotecarios, donde se estima una carga financiera al cierre de 2008 de 4,6% del ingreso disponible, un aumento de un punto porcentual en la tasa de interés llevaría la carga financiera hasta 5,4% del ingreso disponible. Sin embargo, un aumento de esta magnitud es improbable, ya que la mayor parte del stock de deuda en el segmento hipotecario está contratada a tasa fija.

En cuanto a los plazos remanentes, las elasticidades van desde -0,200 para las hipotecas a -0,870 en el caso de las líneas de crédito. El signo negativo indica que un aumento en el plazo reduce la carga financiera. En este caso, un acortamiento de un año en los créditos de corto plazo, aumentaría la carga financiera en cerca de un punto porcentual.

Finalmente, es útil comparar los niveles de deuda de los hogares chilenos con los observados en otros países, de mayor ingreso, pero algunos con similares niveles de desarrollo financiero e institucional.

Al hacer esta comparación es interesante notar que los niveles de deuda de Chile el año 2005 son similares a los de países como Francia, Finlandia y Bélgica el año 1995, y sustancialmente inferiores a los niveles de una mayoría de países desarrollados en la actualidad. En este sentido, es importante destacar que la capacidad de endeudamiento de los agentes económicos de un país —a fin de reducir las consecuencias de la volatilidad de sus ingresos—, es una manifestación de su desarrollo, particularmente financiero, y si bien Chile dista de ser un país desarrollado en términos de ingreso, su sistema financiero es probablemente el más avanzado y profundo de América Latina.

Referencias bibliográficas

Cifuentes, Rodrigo y Paulo Cox (2005): “Indicadores de deuda y carga financiera de los hogares en Chile: metodología y comparación internacional”. En Informe de estabilidad financiera, 1er semestre 2005. Banco Central de Chile.

Reserve Bank of Australia (2003): “Household Debt: What the Data Show”. En Reserve Bank of Australia Bulletin, March.

Contexto Internacional

Materias Primas (promedio año)							
	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Brent (USD/barril)	73	101	55	Oro (USD/troyoz.)	698	879	775
Cobre (USD/t)	7.108	6.994	3.569	Soja (USD/ton)	317	458	342

PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
USA	2,9	2,0	1,4	-0,8	3,2	2,9	4,2	0,8
EMU	3,0	2,7	1,0	-0,9	2,2	2,1	3,3	1,4
Japón	2,4	2,0	0,7	-0,3	0,3	0,1	1,2	0,3
China	11,6	11,9	9,5	8,1	2,8	6,5	4,5	3,0

Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasa Oficial (% fin de período)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
USA					5,25	4,25	0,50	0,50
EMU (\$/euro)	1,32	1,46	1,30	1,15	3,50	4,00	2,50	1,50
Japón (yenes/\$)	116,4	113,1	100,7	95,6	0,24	0,06	1,20	0,30
China (cny/\$)	6,12	7,47	6,93	5,31	1,70	4,80	6,40	3,40

América Latina

PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	8,5	8,7	6,9	1,9	9,9	8,5	8,0	13,0
Brasil	3,7	5,4	5,2	2,5	3,1	4,5	6,3	4,8
Chile	4,3	5,1	4,3	2,3	2,6	7,8	7,5	4,8
Colombia	6,8	7,7	3,7	3,0	4,5	5,7	7,2	4,5
México	4,9	3,3	1,8	0,0	4,1	3,8	6,2	4,0
Perú	7,7	8,9	8,9	5,0	1,1	3,9	6,5	2,9
Venezuela	10,3	8,4	5,5	2,6	17,0	22,4	30,7	32,5
LATAM ¹	5,4	5,6	4,4	1,8	5,0	6,0	8,1	7,0
LATAM Ex-México	5,7	6,6	5,4	2,6	5,4	7,1	9,0	8,4

Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina ²	1,8	1,2	1,9	0,5	3,8	2,7	2,0	-0,3
Brasil	-3,0	-2,2	-1,9	-2,0	1,6	0,6	-1,8	-1,5
Chile ²	7,8	8,8	6,5	2,7	4,9	4,5	-2,7	-2,6
Colombia	-0,8	-0,8	-1,0	-1,3	-2,2	-3,4	-2,0	-1,9
México*	-0,1	0,0	0,0	-1,8	-0,6	-1,0	-1,5	-3,5
Perú	2,1	3,1	2,5	0,1	3,0	1,4	-2,1	-3,0
Venezuela ²	2,1	4,5	0,6	-4,2	14,7	10,5	14,2	4,3
LATAM ¹	-0,5	0,0	-0,2	-1,5	2,0	0,9	-0,3	-1,7
LATAM Ex-México	-0,3	0,3	0,0	-1,2	3,0	1,7	0,1	-1,0

¹ Media de los 7 países mencionados. ² Gobierno Central.

Tipo de cambio (fin de período)				Tasa Oficial (% fin de período)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	3,06	3,14	3,30	3,90	9,80	13,50	22,00	20,00
Brasil	2,15	1,78	2,30	2,10	13,25	11,25	13,75	12,75
Chile	530	499	660	603	5,25	6,00	8,25	5,25
Colombia	2.239	2.015	2.329	2.443	7,50	9,50	9,50	8,00
México	10,93	10,96	12,82	12,83	7,02	7,44	8,00	5,45
Perú	3,21	2,98	3,10	3,25	4,50	5,00	6,50	6,00
Venezuela	2,00	2,00	2,15	2,70	10,26	11,70	17,50	18,00

Indicadores Económicos Básicos

	2006	2007	2008(e)	2009(e)
Actividad, promedio				
PIB Nominal (\$, miles de millones)	73.539	83.076	89.197	87.599
PIB Nominal (USD miles de millones)	139	159	170	144
PIB Real (variación %)	4,3	5,1	4,3	2,3
Precios				
IPC (Var. % fin de período)	2,6	7,8	7,5	4,8
IPC (Var. % prom.)	3,4	4,4	8,7	6,6
Sector Público				
Superávit/Déficit Fiscal (% PIB)	7,8	8,8	6,5	2,7
Deuda pública total (% PIB)	5,3	4,1	4,5	4,5
Deuda pública externa (% PIB)	3,0	2,2	1,8	2,0
Sector Externo				
Exportaciones (USD miles de millones)	58	68	68	39
Importaciones (USD miles de millones)	35	44	59	37
Balance Comercial (USD miles de millones)	23	24	10	2
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	4,9	4,5	-2,7	-2,6
Tipo de cambio nominal (\$/USD, fin periodo)	530	499	660	603
Deuda externa en % del PIB	33,0	34,2	31,5	35,5
Reservas internacionales mM\$	5,25	16,9	22,6	22,6
Sector Financiero				
Tipo de interés de referencia (política monetaria)	5,25	6,00	8,25	5,25
Indicadores Laborales				
Empleo total (Var. % prom.)	1,7	2,8	3,4	0,3
Tasa de Paro (% Pobl. Activa)	7,8	7,0	7,6	8,8

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

España: Julián Cubero

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Europa: Miguel Jiménez

Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido

Investigación y Desarrollos Cuantitativos: Rodolfo Méndez

Economía Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo

Sudamérica: Joaquín Vial

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Juana Tellez

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Oscar Carvallo

Análisis Transversal Asia: Ya-Lan Liu

China: Li-Gang Liu

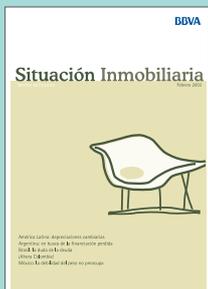
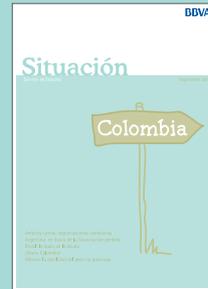
Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Tendencias Globales: 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.