

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2 / Nro. 7 - Tercer Trimestre 2006



- Editorial: Incertidumbres y desaceleración
- Panorama Internacional: Continúa el crecimiento pero aumentan los riesgos
- Panorama Macroeconómico: ¿Se terminan las sorpresas positivas?
- Panorama Financiero: Inflación controlada a pesar del petróleo
- Estudio Especial: El mercado hipotecario en Chile

# Índice

Fecha de cierre: 8 de agosto de 2006.

<b>Editorial</b>	2
Incertidumbres y desaceleración	
<b>1. Panorama Internacional</b>	3
Continúa el crecimiento, pero se mantienen los riesgos	
<b>2. Panorama Macroeconómico</b>	7
¿Se terminan las sorpresas positivas?	
<b>3. Panorama Financiero</b>	12
Inflación controlada a pesar del petróleo	
<b>4. Estudio Especial</b>	16
El mercado hipotecario en Chile	
<b>Tablas de Indicadores y Proyecciones</b>	21
<b>Recuadro</b>	11
Cambios en la encuesta de empleo INE: ¿Cómo afectan a la medición de estadísticas en el mercado laboral?	

Han elaborado esta publicación:

**Economista Jefe:**

Joaquín Vial Ruiz Tagle

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

**Economistas:**

William Baeza López

Silvia Leiva Parra

Francisca Lira Domínguez

Michael Settels

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

[sleiva@afpprovida.cl](mailto:sleiva@afpprovida.cl)

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

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

**Joaquín Vial**

Gerente Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## Editorial: Incertidumbres y desaceleración

En estos días vivimos una paradoja difícil de explicar: mientras las condiciones externas son inmejorables, la economía chilena desacelera y los índices de confianza empresarial y de percepciones económicas caen.

La principal explicación de esta paradoja radica en el temor de consumidores y empresarios frente a riesgos (o percepciones de ellos) que podrían echar a perder el actual escenario y provocarles pérdidas patrimoniales. Otra paradoja más sorprendente aún, es que estos temores se dan en momentos en que nunca como hoy el país había tomado tantos resguardos para enfrentar una situación adversa, llegando incluso a acumular un superávit fiscal cercano al 7% del PIB en el año, asegurando con ello la estabilidad del gasto público en años venideros.

¿Cuáles son estos riesgos? Ciertamente hay un componente internacional relevante: si bien la economía mundial nos sorprende con un crecimiento mayor al esperado, vemos que el precio del petróleo se instala sobre los US \$ 70/barril, sin visos de caer, menos cuando los conflictos bélicos en el Medio Oriente se extienden y amenazan con involucrar a grandes productores de petróleo. Por otra parte, hay mayor preocupación por la inflación y posibles alzas en tasas de interés en países clave como Estados Unidos y China, especialmente porque los mercados aún no aprenden a interpretar las señales, bastante confusas por cierto, que entregan los nuevos directivos de la Reserva Federal. También en el plano externo, pero más cerca de Chile, existe una preocupación fundada por el abastecimiento de gas, que tiene su origen en la errática conducta de las autoridades argentinas y en la falta de alternativas para contrarrestar sus consecuencias en el corto plazo.

Sin embargo, es indudable que los factores de riesgo más influyentes son de origen doméstico. Estos son más difíciles de precisar, pero la encuesta del CEP da algunas pistas: parte del problema radica en una peor imagen de la efectividad del gobierno, algo ciertamente prematuro, pero que tiene precedentes. En efecto, a los inicios del gobierno de Lagos se produjo una caída en la confianza y un retraimiento de la demanda interna, cuando éste todavía no definía un rumbo claro y los debates sobre ajustes menores al sistema tributario acaparaban la discusión económica. Es posible que el sector privado esté hoy influenciado excesivamente por el conflicto estudiantil así como por las percepciones de pugnas de poder asociadas al proyecto de ley sobre subcontratación laboral.

Si bien el gobierno ha dado claras muestras de compromiso con un manejo responsable de las finanzas públicas y la propuesta de reforma al sistema de pensiones que emergió de la "Comisión Marcel" ha sido bien acogida, es posible que se necesiten algunas señales adicionales que despejen horizontes a futuro. Entre ellas cabría señalar las siguientes:

- La reforma de pensiones es un tema demasiado grande como para dejarlo en la incertidumbre. El gobierno debería dar una señal clara de acogida a los grandes lineamientos de la propuesta de la Comisión Marcel y definir quiénes conducirán su tramitación en el Congreso.
- Hoy sabemos que el Fisco va a ahorrar los excedentes extraordinarios del cobre, pero no está claro como ellos se van a gastar en el futuro, ni cómo se compatibiliza esto con la regla fiscal. Mayor claridad en este aspecto puede ayudar.
- En estos días el gobierno está adoptando medidas difíciles, como la cancelación del puente sobre el Chacao. Es muy importante que se respalde una decisión técnica con sólidos fundamentos, en momentos en que existen dudas sobre la capacidad de gestión del gobierno.
- En momentos en que la economía desacelera y la inflación se mantiene elevada por los altos precios del petróleo, a lo mejor convendría una señal tranquilizadora del Banco Central respecto de las tasas de interés.

La opción de hacer nada y dejar que el tiempo disipe los temores infundados es muy riesgosa: la experiencia del gobierno de Lagos muestra que eso puede tomar bastante tiempo, justamente uno de los recursos más escasos en un gobierno de cuatro años.

# 1. Panorama Internacional: Continúa el crecimiento, pero se mantienen los riesgos

La primera mitad de 2006 termina con niveles de crecimiento económico global que han seguido superando las previsiones más optimistas. En el ámbito de países desarrollados, EE.UU. registra un ritmo de avance anual promedio del PIB del 3,5% durante el último año. Japón y la zona euro han dado signos que apuntan hacia tasas de mayor dinamismo que en el pasado y, por su parte, las principales economías emergentes mantienen ritmos de crecimiento elevado.

Este contexto internacional sigue estando caracterizado por una inflación moderada, a pesar no sólo de la propia senda de expansión económica, sino también de la escalada de precios en materias primas. Sin embargo, existe una creciente preocupación sobre la posibilidad de que presiones inflacionarias derivadas del aumento de precio de los insumos pueden finalmente transmitirse hacia el resto de la economía. Ello ha provocado una mayor incertidumbre sobre la política monetaria, especialmente en EE.UU. Un ejemplo de ello es el alza de las proyecciones de tasas de interés entre mayo y julio y, como consecuencia directa de ello, una mayor probabilidad de un escenario de liquidez global más restringida.

En los mercados emergentes la menor liquidez está teniendo un mayor impacto. La inversión financiera ha mostrado una mayor aversión al riesgo desde mayo, lo cual se ha traducido en una caída significativa de las bolsas de las principales economías emergentes.

Si bien las previsiones coinciden en que el crecimiento relativamente generalizado va a continuar, se aprecia también una mayor preocupación por los desequilibrios que caracterizan a este ciclo de expansión. De hecho, y aunque en el corto plazo la economía mundial pueda convivir con esta situación (alto déficit por cuenta corriente en EE.UU., precios del petróleo), el consenso sobre la necesidad de un ajuste a mediano plazo es cada vez mayor. En las declaraciones del FMI se ha llamado a una modificación de los tipos de cambio como herramienta para nivelar los flujos de capital de la economía mundial. A pesar de todo, y dado el ajuste de algunas variables financieras, el optimismo perdura y la distribución geográfica del crecimiento mundial hace menos vulnerable el dinamismo observado hasta hoy.

## La actividad mundial: más protagonistas

Hace ya varios trimestres se han considerado diversos y múltiples factores de riesgo sobre el crecimiento mundial. Pero a pesar de estos, la economía continúa experimentando un dinamismo elevado, que comprende varias regiones geográficas y que a la vez es el de mayor intensidad desde finales de la década de los sesenta.

A pesar de que algunos indicadores económicos en EE.UU. han apuntado recientemente hacia una moderación de la actividad, el ritmo de crecimiento observado y previsto es positivo. El sector industrial y sus niveles de inversión siguen siendo favorecidos por los beneficios empresariales, aunque la senda alcista en las tasas de interés puede moderar esta tendencia. Por otro lado, el consumo tiende a cierta estabilidad. A pesar del comportamiento de los precios energéticos o de activos inmobiliarios, los índices de confianza del consumidor se ven favorecidos por la riqueza financiera acumulada en mercados bursátiles, y por niveles de desempleo bajos. Estos factores pueden ser un contrapeso a la desaceleración del sector inmobiliario, de la cual se desprenderá una ligera moderación del consumo privado para la segunda mitad del 2006. En nuestro escenario central, esperamos que EE.UU. presente un crecimiento del 3,3% en 2006 y del 3,2% el próximo año.

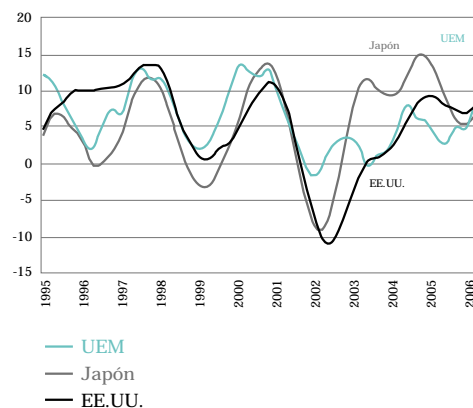
En la UEM han aparecido finalmente los primeros signos de recuperación del gasto de las familias. En Alemania, una de las economías más retrasadas

Servicio de Estudios Económicos  
BBVA, Madrid

Silvia Leiva  
Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## Exportaciones reales: EE.UU., UEM y Japón

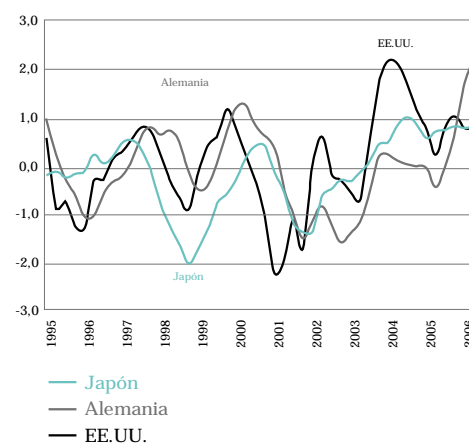
Variación % anual



Fuente: Datastream y Estadísticas Nacionales.

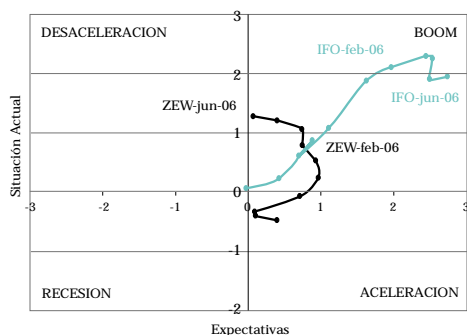
## Confianzas industriales

Índices estandarizados



Fuente: BBVA a partir de ISM, IFO y Tankan.

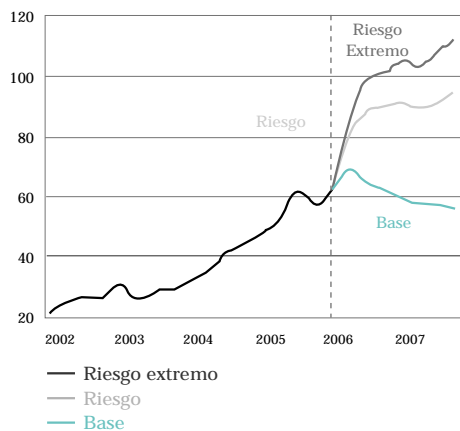
### Fases de la actividad según indicadores



Fuente: IFO; ZEW.

### BBVA: Escenarios de petróleo

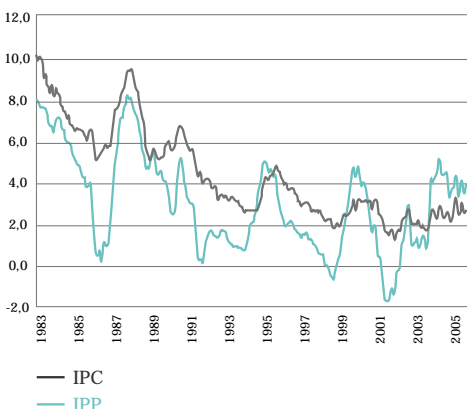
Dólares por barril



Fuente: BBVA.

### OCDE: Inflación del consumidor y de producción

Variación % anual



Fuente: OCDE.

en la expansión actual, los indicadores continúan siendo positivos y el optimismo es más generalizado. Se estima que el fuerte dinamismo observado en el primer trimestre del 2006 se mantendrá en el segundo. Sin embargo, algunos de los recientes indicadores de confianza industrial han retrocedido ligeramente. Esto estaría reflejando una divergencia entre las expectativas de los analistas (más pesimistas) y las de los empresarios (más optimistas). Por último, Japón continúa su camino hacia un crecimiento promedio del 3%. Al término del primer trimestre de este año, el output gap de la economía nipona se situaba en territorio positivo por primera vez en más de ocho años. Las expectativas continúan siendo optimistas y sostenidas a lo largo del 2006 y 2007.

Este nuevo balance mundial, en el que se recupera la demanda interna de Europa y Japón, permite depender menos del crecimiento económico de EE.UU. y de China, y se vislumbra como un factor que ayuda en el ajuste gradual de los desequilibrios. Este contexto internacional favorable continuará siendo un motor de apoyo para el comercio mundial y para los sectores industriales exportadores.

### La política monetaria a primer plano

Durante el primer trimestre de 2006, EE.UU. continuó su ciclo de alzas en tasas de interés iniciado en junio de 2004. Para ese entonces la pregunta era, ¿ha terminado ya este ciclo? La respuesta parecía clara, el ciclo estaba por terminar. Sin embargo, tras la reunión del 10 de mayo de la Reserva Federal, en la que no se confirmó una pausa en las subidas; y tras los discursos alcistas de las autoridades monetarias, los mercados empezaron a descontar mayores subidas de las tasas de interés, apuntando hacia el 5,50%. En este contexto, la Fed se debate entre dos posibilidades. O bien continuar la senda alcista dada la preocupación sobre inflación subyacente, o por el contrario, estimar que el ciclo alcista ha llegado a su fin y hacer una pausa en las subidas de la tasa de interés para analizar los efectos de su estrategia de política monetaria.

En todo caso, incluso si continúa el ciclo alcista en EE.UU., y considerando que la UEM seguiría este mismo camino a lo largo de 2006, los tipos de interés se moverán dentro de un rango de tipos neutrales. Por otro lado, Japón, con sus buenos resultados en actividad y precios, estaría también a punto de comenzar su ciclo alcista y abandonar su política monetaria relajada.

En EE.UU. existen señales de aceleración de la inflación subyacente durante el segundo semestre del año (aunque todavía dentro del rango de previsión de la Fed), y el potencial aumento de expectativas de inflación en el corto plazo representan importantes riesgos para la autoridad monetaria. Esto, en conjunto con la moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad, supone una atención más detallada de la coyuntura para determinar el rumbo de la política monetaria.

El pronóstico central es que, dado el crecimiento estable y la inflación relativamente controlada, los tipos oficiales en EE.UU. se mantendrán en el 5,25% en 2006 y 2007. Mientras tanto, la UEM finalizará este año en 3,50% y el próximo año en 4,00%, dada la mejoría en las expectativas de crecimiento y la existencia de presiones inflacionarias. Con este escenario base, y en el supuesto de que el ciclo alcista en EE.UU. ha terminado, las tasas de 10 años oscilarían en un rango de 5,1-5,2%, pero manteniendo un sesgo al alza en caso de presentarse sorpresas coyunturales en crecimiento o inflación. La previsión del escenario base para la zona euro deja los tasas a 10 años entre el 4,2 y el 4,3%. Esta evolución en las tasas de interés ya no favorecerá al dólar como hace unos trimestres, lo que junto con el creciente consenso sobre la necesidad de una mayor depreciación de la divisa estadounidense, lleva nuestra previsión a un rango de 1,25-1,30 por euro.

## Los riesgos dan un sesgo al alza a las tasas en el corto plazo

Dentro de este marco económico, ¿cuáles son los principales riesgos? Uno de los más importantes es consecuencia directa de la incertidumbre relativa a la política de la Reserva Federal de EE.UU. No podemos eliminar la posibilidad de que la Fed muestre una actitud más alcista en aras no sólo de contener tensiones inflacionarias, sino también de convencer a los mercados sobre su determinación en materia de política monetaria. Este contexto es propicio para una ligera "sobre-restricción", que suba las tasas por encima de los niveles que el mercado descuenta actualmente. Con estas consideraciones, esperaríamos que la subida de las tasas aumentase las entradas en deuda pública norteamericana, guiadas por un "efecto refugio" que reduciría el volumen de flujos financieros que las economías emergentes han recibido hasta hace muy poco. Estas entradas en el mercado de renta fija estadounidense no evitarían una depreciación del dólar ni una subida limitada de las tasas largas en dicho país. Probablemente, parte de la subida de tasas oficiales se revertiría en 2007.

El segundo escenario de riesgo tiene como factor desencadenante un cambio en percepciones que lleve a una convicción generalizada sobre la inviabilidad del déficit de EE.UU. Este shock financiero traería consigo subidas de tasas considerables en EE.UU., junto con la depreciación del dólar, descensos de los precios bursátiles, y una posterior caída del PIB. En Europa, la apreciación del euro limitaría las subidas de tasas de interés.

El último riesgo abandona los aspectos financieros para concentrarse en la economía real, concretamente en el mantenimiento de los elevados niveles en los precios del petróleo. El escenario base de petróleo contempla un precio promedio del Brent de 68 dólares por barril en 2006 y de 62 en 2007. En un escenario alternativo el petróleo alcanzaría los 82,5 dólares en 2006, y 91,6 en 2007. Ello repercutiría en una considerable caída en los principales índices bursátiles, del 10% en 2006, y 20% en el año siguiente. Las tasas de interés experimentarían un incremento algo mayor al del nuestro escenario base en 2006, para bajar sustancialmente en 2007.

Con todo, las tensiones inflacionarias así como la estabilidad en el crecimiento mundial dibujan un horizonte en el que las tasas de interés muestran un sesgo ligeramente al alza durante 2006. En 2007 el sesgo sería bajista tanto en EE. UU. como en la zona euro. El dólar muestra un sesgo claramente depreciador dado el amplio déficit corriente de EE. UU., y el alejamiento de la ventaja estadounidense en tasas de interés.

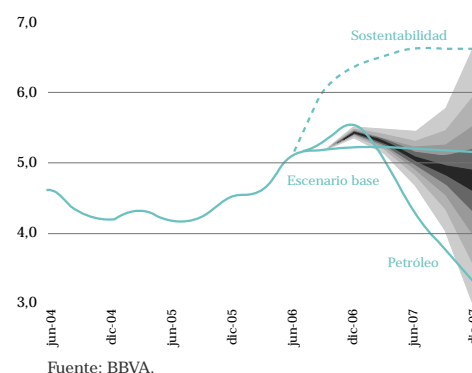
## Nuevamente las materias primas: el cobre

El crecimiento económico se ha presentado con una inflación moderada, sin embargo y tal como se ha mencionado, existe una creciente preocupación de que los altos precios de las materias primas se traspasen al resto de la economía.

Los aumentos del precio del cobre, se explican principalmente porque el consumo de este metal sigue creciendo, gracias a la expansión económica global. Si bien se insinúa una desaceleración en EE. UU., la producción industrial en Japón muestra un fuerte dinamismo y tanto China como Europa, han experimentado un sólido crecimiento durante este semestre. De hecho, en China el problema vuelve a ser que el crecimiento del PIB sorprende al alza, desmintiendo a quienes anticipaban una desaceleración en 2006. Por su parte, la producción de cobre ha permanecido al límite de la capacidad instalada, lo que es difícil de sostener por mucho tiempo, como ha quedado en evidencia en las últimas semanas. A ello se agrega un mayor potencial de conflictos laborales en algunas empresas mineras importantes. Es por ello que hemos revisado al alza las proyecciones del precio del cobre para lo que resta del año, pero mantenemos nuestra visión de que una vez que se manifieste más claramente la desaceleración de Estados Unidos y que China vuelva a una trayectoria de crecimiento más sostenible, se van a recomponer los inventarios de cobre y el precio va a experimentar un ajuste significativo.

## EE.UU.: Tasas de interés a 10 años

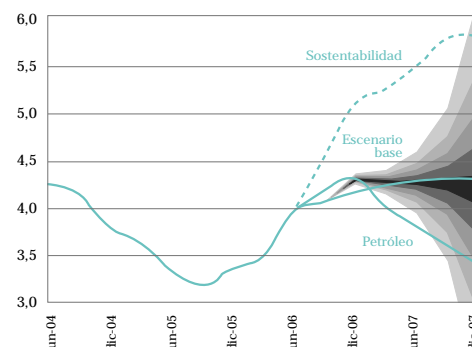
Evolución histórica y proyecciones



Fuente: BBVA.

## UEM: Tasas de interés a 10 años

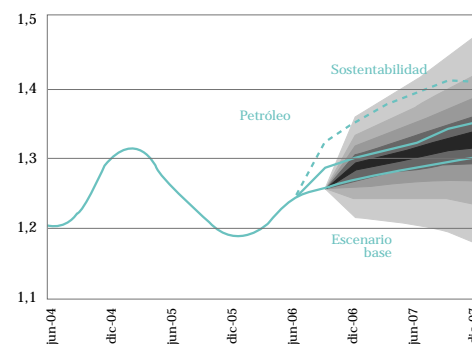
Evolución histórica y proyecciones



Fuente: BBVA.

## Euro-Dólar

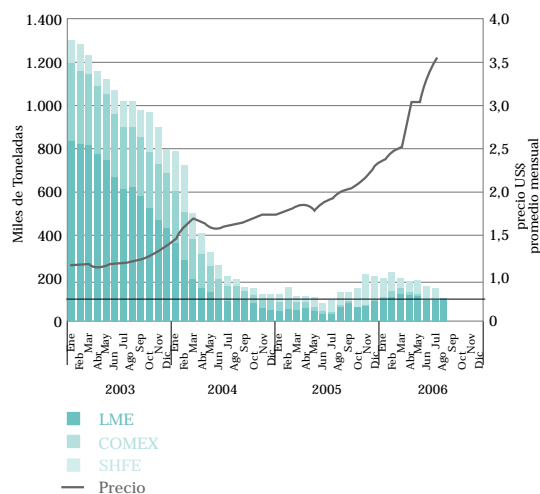
Evolución histórica y proyecciones



Fuente: BBVA.

## Precio e inventarios de cobre

Evolución histórica y proyecciones



Fuente: BBVA.

## Comentario final: el fracaso de la Ronda de Doha

Después de cinco años de conversaciones, en julio de este año se han suspendido las negociaciones destinadas a liberalizar el comercio mundial en los sectores agrícolas, industriales, y servicios, entre otros.

Los principales actores del comercio internacional no lograron acuerdos en torno a las reformas del comercio agrícola internacional, destinadas a reducir los subsidios aplicados por los países desarrollados en sus sectores agrícolas, los cuales distorsionan el comercio.

Sin embargo, y a pesar de la suspensión indefinida de las negociaciones, los países miembros persisten en el compromiso de finalizar la Ronda de Doha y lograr acuerdos satisfactorios, aunque por el momento no se ha definido cómo y cuándo se retomarán las conversaciones.

Esta situación ciertamente debilita a la OMC, y con ello a la institucionalidad que rige al comercio internacional, lo que va en desmedro de los países más pequeños y débiles. Por otra parte, también es posible que induzca a muchos países a buscar acuerdos bilaterales con aquellos socios que presentan un mayor interés potencial. Desde el punto de vista de Chile, lo primero es claramente perjudicial y significa un peligro de mayor inestabilidad en las reglas del juego y un estancamiento de los procesos de apertura de otros mercados. Lo segundo, en cambio, encuentra al país en muy buen pie, ya que en los últimos 15 años ha desarrollado un rico entramado de acuerdos bilaterales con la mayoría de los socios comerciales relevantes.

## 2. Panorama Macroeconómico: ¿Se terminan las sorpresas positivas?

Viendo la evolución económica chilena en los primeros meses del año actual, objetivamente no hay razón para quejarse. La economía mantiene un crecimiento sólido mientras la demanda interna sigue desacelerándose, incluso más rápido de lo esperado (en especial la inversión), mientras el mercado laboral sigue evolucionando favorablemente, en especial el empleo formal. A pesar de eso, y quizás a un nivel más subjetivo, se percibe un ambiente de mayor preocupación, y los índices de confianza empresarial evidencian un retroceso. Todavía no se puede hablar de pesimismo, pero el ánimo ha cambiado.

Por otra parte, desde comienzos de año las cifras de actividad económica dejaron de sorprendernos al alza y, como en el caso del PIB, se quedaron incluso por debajo de las proyecciones. Es así que el crecimiento del primer trimestre de 5,1% marcó una desaceleración más pronunciada que lo esperado al inicio del año: según la encuesta de expectativas del Banco Central, en marzo todavía se esperaba una expansión de 5,6% para dicho trimestre. Nuestra estimación preliminar para el crecimiento del segundo trimestre es aún más baja, con una cifra en torno a 4,9%.

¿Cómo se explica ahora esta desaceleración? Lo más notable, aunque anticipado, es la fuerte reducción en el crecimiento de la inversión hasta 10,2% en 2006.I, casi la mitad del resultado en el trimestre anterior (2005.IV: 19,7%) y muy por debajo del 25% que se había alcanzado en todo 2005. Fue una evolución previsible, en la medida que 1) la inversión privada ha compensado varios años con niveles de inversión muy bajas (desde 1998 en adelante) y 2) un gran número de importantes obras de infraestructura (autopistas, metro etc.) han terminado. Lo anterior hacía prever niveles de inversión más moderadas y "normales". Así lo entendíamos en nuestro informe anterior y confiábamos en que este sería un fenómeno transitorio que se revertiría en los meses venideros, lo que hasta ahora no ocurre. De hecho, las importaciones de bienes de capital cayeron 0,5% en el segundo trimestre respecto de igual período el año anterior, siendo su nivel levemente inferior a las del primer trimestre del presente año. Dado lo anterior, nuestra proyección del aumento de la inversión en 2006 T2 la hemos recortado desde 10,1% a solo 3%.

Lo que parece bastante claro a estas alturas, es que existen restricciones de capacidad significativas en sectores intensivos en recursos naturales, que constituyen una proporción muy elevada de las exportaciones. Por ejemplo, después de varios años de producción de cobre a máxima capacidad vemos que ocurren accidentes y que los niveles de producción comienzan a caer, como consecuencia de bajas en las leyes de minerales. Aparentemente no ocurre lo mismo con el resto de la economía, como veíamos en el informe del trimestre anterior.

El supuesto clave en el que se han sustentado las proyecciones de crecimiento para 2006 - 07 es que el consumo seguiría creciendo a un ritmo suficientemente elevado como para inducir mayores inversiones en los sectores no transables. Los datos muestran que efectivamente el consumo sigue creciendo a tasas relativamente altas, y, a pesar de ello, la inversión se ha desacelerado más rápido que lo anticipado.

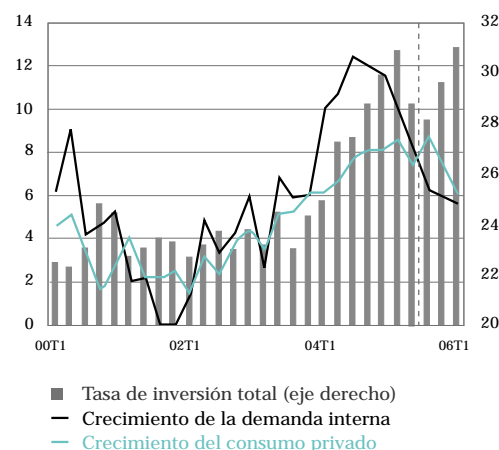
La interpretación de los datos requiere entonces de hipótesis que den cuenta de esta reticencia a invertir del sector privado, especialmente en sectores no transables. Por cierto, parte del problema es simplemente uno de bases de comparación muy altas, en un contexto en que obras de infraestructura han terminado y donde además se aprecia una partida relativamente lenta de las inversiones directas del Gobierno Central. Sin embargo pareciera haber algo más si tomamos en cuenta lo que nos están mostrando las encuestas de confianza empresarial. Si bien se podría argumentar que los

**Michael Settels**  
Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

**Joaquín Vial**  
Gerente Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

### Componentes de gasto del producto interno bruto a precios constantes

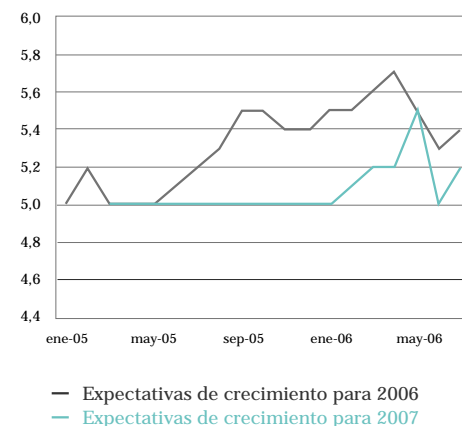
Variación anual



Fuente: Banco Central de Chile.

### Evolución expectativas económicas

Variación anual del PIB

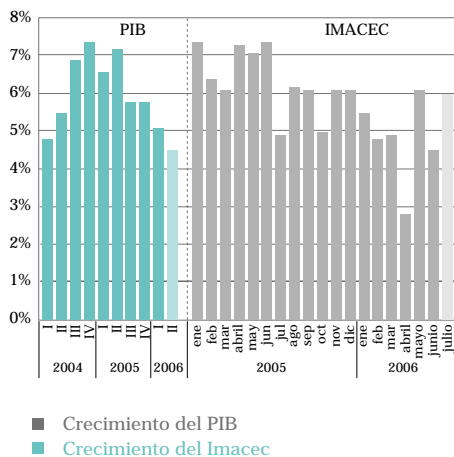


Fuente: Banco Central de Chile.



## Actividad

### Variación anual



Fuente: Banco Central de Chile.

temores se podrían originar en la posibilidad de que se revierta el positivo escenario externo, es evidente que las cifras de superávit fiscal, excedentes comerciales, reducciones de deuda pública deberían ser un elemento suficientemente tranquilizador como para mejorar los ánimos empresariales, pero ello no ocurre. Si existían temores respecto de la política económica del gobierno de Michele Bachelet, la conducta de estos meses debería haberlos disipado. Por lo tanto, es necesario recurrir a otras explicaciones y aquí es donde aparecen los fenómenos vinculados al acontecer político. Es posible que la intensidad de las protestas estudiantiles, los errores de conducción de ese conflicto por parte del gobierno y la percepción de desorden en las bancadas parlamentarias oficialistas, sean elementos que estén afectando el comportamiento empresarial. Esta hipótesis sólo podrá ser corroborada por el paso del tiempo y por estudios de opinión detallados, pero de ser cierta podría obligar a revisar a la baja las proyecciones de crecimiento en 2006 e incluso en 2007.

Dados los resultados del segundo trimestre, con un crecimiento en torno a 4,9%, es muy posible que el año 2006 muestre una cifra final en la parte baja del rango entre 5% y 5,5%. Esta desaceleración se explica especialmente por la disminución significativa del aporte de la inversión al crecimiento. Si la ola de pesimismo empresarial es transitoria y se disipa con la primavera, la inversión se va a recuperar y la economía se podría ubicar en una senda de crecimiento sólido entre 5% y 5,5% hacia el 2007, cercana a nuestra estimación de crecimiento potencial de la economía.

Un factor de apoyo será la favorable evolución del mercado laboral en meses recientes. Destaca el empleo asalariado que tiene gran importancia en el sustento del consumo y con eso de la demanda interna en su conjunto. Si bien los datos de aumento del empleo pueden estar contaminados por el cambio en el diseño muestral, indicadores sectoriales y otras mediciones de empleo tienden a confirmar que la economía está creando puestos de trabajo a un ritmo elevado, lo que es sin duda una muy buena noticia y la mejor medicina para contrarrestar los ánimos depresivos. La evolución de las exportaciones (en términos reales) también la vemos positiva. Una interrogante sigue siendo la producción de cobre, especialmente por los riesgos de huelgas y el accidente en Chuquibambilla. El crecimiento de las exportaciones agrícolas en tanto recuperó su fuerza en mayo y junio (con crecimiento sobre 36% en ambos meses) dejando atrás la fase de debilidad lo que demuestra una vez más que los problemas no tenían relación con una excesiva apreciación cambiaria sino más bien con problemas puntuales y propios al sector. También las exportaciones industriales regresaron a su "vieja" fuerza creciendo 30% y 20% en mayo y junio respectivamente después de haber asustado en abril con una expansión de sólo 1,7%.

### PIB potencial: en ascenso

Un tema que ya hemos mencionado varias veces es el PIB potencial. Tomando en cuenta el alto crecimiento de la inversión en los últimos dos años, que llevó su tasa respecto del PIB por encima de 30%, y la mayor tasa de participación en la fuerza de trabajo nos hicieron revisar al alza nuestra estimación del PIB potencial. Siguiendo la metodología del Ministerio de Hacienda para calcular el PIB potencial en el marco de determinar el gasto público acorde a la regla del balance fiscal estructural, hemos llegado a la conclusión que el crecimiento del PIB potencial de Chile se ubica alrededor de 5,5% e incluso algo por encima de ese valor. Estamos así en una situación en que el crecimiento del PIB efectivo que esperamos para este año se encuentra por debajo de este potencial, y tampoco lo superará en los siguientes años, con lo que no se observa un cierre importante de la brecha entre PIB potencial y PIB efectivo. Al contrario, prevemos que se vuelve a abrir. Con eso el peligro de un sobrecalentamiento de la economía que temíamos en algún momento durante el año pasado se ha alejado definitivamente y, junto a esto, la preocupación sobre mayor inflación y mayores tasas de interés por causa de factores internos.

Tomando en cuenta todo lo anterior hay un factor que deberíamos hacer notar: el mencionado aumento de la inversión en 2005 y, con ello, del stock de capital que se toma en cuenta al calcular el PIB potencial se explica en parte por una serie de grandes proyectos de infraestructura como autopistas, líneas de metro y ferrocarriles etc.. El método oficial de calcular el PIB potencial intenta corregir el stock de capital por un factor de uso, pero está relacionado con la tasa de desempleo. Ahora bien, en el caso particular de las obras de infraestructura, éstas por definición están pensadas en alcanzar su nivel máximo de utilización paulatinamente en un cierto período del tiempo<sup>1</sup>. El stock de capital que influye en el cálculo del PIB potencial no está corregido por este efecto por lo que los resultados deberían estar sesgados al alza.

## La política fiscal 2006 - 07

Los datos sobre ejecución presupuestaria en el primer semestre de 2006 apuntan a un superávit record del Gobierno Central, posiblemente en el entorno de 7% del PIB. Esto es consistente con la regla fiscal que apunta a obtener un superávit estructural de 1% del PIB, de manera que la diferencia de 6% se origina en una desviación transitoria del precio del cobre respecto de su tendencia de largo plazo. Este logro ha sido ampliamente aplaudido por los analistas internacionales que ven en esta disciplina el mejor seguro para enfrentar en buena forma eventuales deterioros del precio en el futuro.

En los últimos días ha surgido un debate y una preocupación respecto de la política fiscal en 2007, ya que el Ministro de Hacienda anunció un crecimiento real de un dígito en el gasto fiscal en 2007, antes de que se conocieran los resultados de la consulta a los expertos sobre el precio de referencia del cobre y la tasa de expansión del PIB de tendencia.

Todas las conjeturas apuntan a que la nueva información incorporada en el último año se debería traducir en una expansión significativa de los límites al gasto fiscal, lo que podría inducir al Banco Central a seguir una política monetaria más restrictiva.

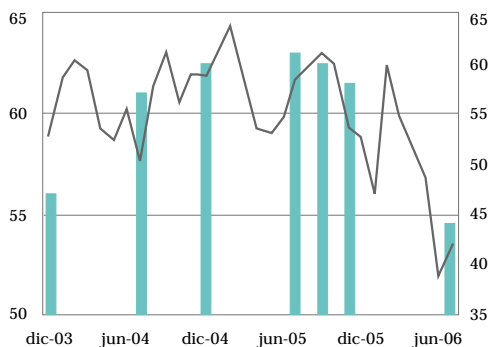
A estas alturas es un poco prematuro involucrarse en una discusión de esta naturaleza, ya que los efectos macroeconómicos del presupuesto dependen no sólo del nivel de gastos, sino también de su composición, la que sólo se conocerá a fines de septiembre.

A nuestro juicio el mayor desafío que tiene la administración en la preparación de la Ley de Presupuestos es compatibilizar el cumplimiento de la meta de balance estructural, que está definida para el balance global del Gobierno Central, con una expansión del gasto público con efectos macroeconómicos sobre la demanda agregada que sea consistente con los objetivos de la política económica. Esto es difícil cuando cabe presumir que el cambio de los parámetros podría llevar a tasas de aumento del gasto global en el entorno del 10% real, pero en la realidad no lo es tanto, en la medida que se tomen los resguardos para que una parte significativa de ese aumento del gasto se concentre en partidas con poco o ningún efecto macroeconómico, como podría ser, por ejemplo, transferencias de capital a empresas públicas para que prepaguen su deuda externa.

Un punto que sí parece importante para efectos de dar credibilidad a la política fiscal, es que el presupuesto sea plenamente consistente con la regla de balance estructural, ya que sería muy difícil defenderla en el futuro si ella se usa para limitar el gasto en períodos de estrechez económica y no se procede a usar todos los espacios que ella brinda en períodos de bonanza. Sin perjuicio de ello, parece conveniente que una vez despachado

<sup>1</sup> Una autopista, por ejemplo, que empieza a usarse al máximo de su capacidad no tendría espacio para absorber el creciente tráfico que ella misma genera por la mayor conectividad que ofrece. Ni hablar del mayor tráfico que genera el mayor nivel de ingreso que caracteriza una economía en camino hacia un país desarrollado.

### Confianza empresarial y grado de aprobación al manejo de gobierno



- Porcentaje de aprobación de la conducción del gobierno por parte del presidente en ejercicio (eje derecho).
- Indicador Mensual de Confianza Empresarial (IMCE).

Fuente: ICARE-UAI y Centro de Estudios Públicos.

el presupuesto 2007, las autoridades de Hacienda convoquen a una revisión de aspectos metodológicos de la regla para mejorar su aplicación en contextos complejos como los actuales.

### Los riesgos: el problema de "heredar" una economía en la cima de un boom

Después de varios trimestres bastante "aburridos" en cuanto a cambios en los posibles riesgos para la evolución económica en Chile, las cosas han empezado a moverse incluso más de lo que uno quisiera, con origen tanto interno como externo.

En el frente interno, el nuevo gobierno ha mostrado problemas de funcionamiento inicial, algo no demasiado sorprendente. Más allá de los detalles específicos de cada conflicto el gobierno pareció sorprendido por ellos y en vez de anticiparse a los problemas actuó en forma reactiva lo que dañó su imagen de efectividad para influir en la agenda política.

Quizás es esta la desventaja de "heredar" un gobierno en tiempos económicos buenos. Probablemente sea mucho más fácil ganar la elección bajo estas circunstancias pero una vez en la silla del poder, las ganas de los distintos grupos de interés de cobrar un "pedazo más grande de la torta" crece exponencialmente.

En el plano externo tenemos que mencionar además las nuevas tensiones geopolíticas en Medio Oriente y el gran peligro que presenta el renovado conflicto bélico entre Israel y sus vecinos, por la posibilidad de una propagación a otros países de la región con grandes reservas de petróleo.

La guerra aumenta la probabilidad de un escenario que en ediciones anteriores hemos identificado como el peor para la economía chilena: un shock negativo grande en el suministro del petróleo que dispara su precio que es muy distinto de un alto precio del petróleo causado por el fuerte crecimiento mundial que aumenta su demanda y la oferta tiene problemas de abastecer. En el primer caso (shock de oferta), se frena el crecimiento mundial, y en el peor de los casos causa recesión. Esto afectaría a Chile tanto por una caída en la demanda por sus exportaciones como en una fuerte caída de los términos de intercambio (efecto riqueza), dado que el alto precio de los bienes energéticos no está compensado por un mayor precio del cobre como ocurre en la actualidad. El precio del cobre probablemente empezaría a caer con mayor fuerza. Al final ambos efectos, menor demanda externa y menor ingreso por cobre frenarían el crecimiento chileno, tanto desde la demanda externa cómo la demanda interna. Si bien es cierto que el país ha mejorado significativamente sus resguardos frente a una crisis de este tipo, no cabe duda que una desaceleración económica internacional afectaría las exportaciones y con ello la demanda agregada. Además las primas por riesgo de los países emergentes subirían, lo que impactaría el costo del crédito: las fortalezas acumuladas moderarán estos impactos, pero difícilmente podrán eliminarlos.

## Cambios en Encuesta de empleo INE: ¿Cómo afectan a la medición de estadísticas en el mercado laboral?

La nueva Encuesta Nacional de Empleo realizada por el INE, se está implementando gradualmente y el reemplazo de la antigua encuesta se completará a fines de 2007. Esta encuesta incorporará las formas de medición de la participación en el mercado laboral que se aplican en los países desarrollados como los 30 que integran la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico OECD.

Los cambios más importantes son la actualización del Marco Muestral Maestro (MMM) 2003-2005, la incorporación de la nueva proyección demográfica y algunos cambios en el cuestionario. Este tipo de ajustes son normales y se realizan habitualmente cada 10 años para incorporar la información pertinente de los censos de población.

La puesta en vigencia del nuevo marco se ha realizado gradualmente a partir de Enero 2006, culminando en Junio recién pasado. Durante el segundo semestre de 2006, se pretende incorporar el cambio de las proyecciones de población, basadas en el Censo 2002. Finalmente el 2007 se pretende culminar la elaboración del nuevo cuestionario, el cual incorporará preguntas sobre calificación y capital humano. Se intentará medir además de la educación de la población, su competencia de acuerdo a los años de oficio de su especialidad, entre otros.

Las cifras de empleo y desocupación del primer semestre del año incorporan entonces el efecto del cambio en el marco muestral, que en este caso tiene una influencia relevante, ya que aumenta el peso relativo del grupo de población entre 15 y 40 años, que es justamente el que tiene mayores tasas de participación laboral. Esto dificulta las comparaciones con años anteriores, tanto de las tasas de participación, ocupación y desempleo, sin que podamos precisar de antemano la dirección de los sesgos, especialmente de la última de las variables mencionadas (la primera debería aumentar).

La otra medición que también se ve afectada es la estimación del número absoluto de ocupados y desocupados, tanto a nivel global como por categorías y sectores de actividad. En este caso el sesgo es más claro: si aumenta el peso relativo del grupo con mayores tasas de participación, entonces cabe esperar que todas esas cifras absolutas aumenten como consecuencia del cambio muestral. Por lo tanto, hay que ser cuidadoso con la interpretación de las elevadas tasas de crecimiento de la ocupación que está reportando el INE: ellas posiblemente están sobreestimadas y no reflejan la verdadera evolución del empleo, el que debería estar creciendo a tasas algo menores. A partir del segundo semestre del año la dirección del sesgo se vuelve incierta, ya que no sabemos cómo afecta el cambio en la proyección demográfica de estas variables. Sólo cuando se conozca el empalme estadístico de las series antiguas con las nuevas y la metodología utilizada podremos encontrar una estimación más fidedigna de la evolución temporal de estas variables. Dicho empalme y metodologías serán dados a conocer por el INE el 29 de agosto próximo.

Entretanto se puede recurrir a otras fuentes de información sobre empleo, con cobertura y metodología diferentes, para efectos de identificar tendencias. Entre ellas cabe mencionar las estadísticas de empleo de la muestra de la Asociación Chilena de Seguridad, las estadísticas de cotizantes en el sistema de AFP y los datos sectoriales provenientes de las organizaciones gremiales de la industria.

Cuadro: 1 Estadísticas mercado laboral, evolución empleo, % variación 12 meses

Mes	ACHS			SOFOFA	Trim. Móvil	INE		
	Construcción	Industria	Total	Industria		Construcción	Industria	Asalariados
Ene-06	7,4	1,7	3,1	- 0,23	Dic-Feb	0,3	1,1	4,2
Feb-06	7,5	1,7	3,2	0,29	Ene-Mar	3,8	2,0	5,1
Mar-06	7,8	2,2	- 1,1	0,37	Feb-Abr	2,5	3,8	5,8
Abr-06	6,1	1,4	3,2	-0,49	Mar-May	6,8	3,1	6,5
May-06	7,3	1,6	3,2	- 0,10	Abr-Jun	9,6	1,6	6,7

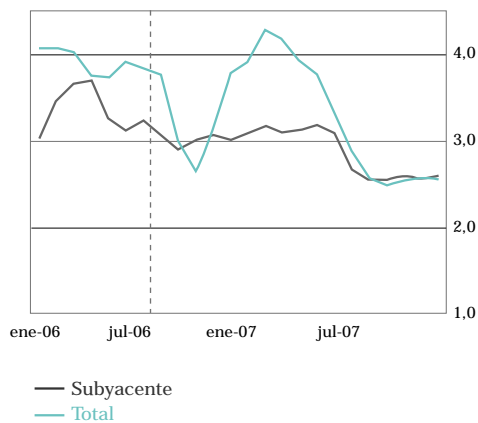
Fuente: ACHS, INE, Sofofa.

Al analizar los indicadores de distintas fuentes, éstos apuntan a una tendencia al aumento en el empleo, sin embargo esta alza es mayor cuando se analizan las estadísticas del INE versus las otras fuentes, situación que se acentúa a medida que se va avanzando en los meses, en coincidencia con la incorporación de la nueva muestra.

Francisca Lira

Servicio de Estudios Económicos  
BBVA ChileEvolución y proyecciones de  
inflación total y subyacente

Variación % anual



Fuente: INE y SEE BBVA.

## 3. Panorama Financiero: Inflación controlada a pesar del petróleo

## A pesar del precio del petróleo, esperamos baja de la inflación en meses venideros

A pesar que la inflación medida en doce meses ha estado en torno a techo de la banda desde comienzos de año (promediando 3,9% en el periodo enero julio) el tema inflacionario - y de eventuales alzas en la tasa de interés doméstica- no ha ocupado, al menos de manera directa, un primer plano en las noticias económicas, mientras temas relacionados con costos de distintas fuentes de energía y de la mano de obra, han estado en el tapete. Por su parte, el precio del petróleo no sólo se resiste a bajar sino comienzan a aparecer escenarios alternativos donde una cotización de 100 dólares por barril parece factible.

Tanto la confianza empresarial (según el IMCE) y la confianza de consumidor (según IPEC) han mostrado un notorio deterioro en los dos últimos meses, donde los temores de alzas de costos (precios) ocupan algún lugar en los factores de incertidumbre. El primer indicador exhibió una brusca caída en junio que no logró revertirse en julio, y se atribuye no sólo al deterioro de las expectativas en crecimiento económico futuro sino también al temor a alzas en los costos. Los empresarios además de su temor al alza en el precio de las distintas fuentes de energía se manifestaron intranquilos respecto del costo de la mano de obra, lo que podría estar influido por la ley de subcontratación y la percepción de un manejo más blando del gobierno ante las peticiones de distintos gremios. Asimismo, los consumidores encuestados por Adimark dejaron ver sus aprensiones respecto de la actividad futura, el empleo y los precios, los últimos a causa tanto del petróleo como de futuras tarifas de gas y eléctricas.

Al margen de la ya institucionalizada confianza en la labor del Banco Central, la escasa preocupación por eventuales alzas en la tasa de interés doméstica se explica porque las expectativas de inflación están dentro del rango que deja conformes a las autoridades.

Esta confianza en una trayectoria moderada de la inflación se basa en la moderación de la inflación subyacente. A pesar de que la inflación total ha estado rozando el 4% desde comienzos de este año, el componente subyacente ha bajado desde los altos niveles (3,7%) en marzo - abril, convergiendo hacia un 3,2% a julio. Si se considera un indicador todavía más depurado y que excluye tarifas reguladas e indexadas a la inflación pasada (IPCX1), éste disminuye hasta 2,6%.

Por el simple hecho de que la inflación mensual alcanzó a 1,0% en septiembre del año pasado, se proyecta una caída en la trayectoria a partir de dicho mes de 2006. Específicamente esperamos que la inflación de los meses de agosto y septiembre se ubique en torno a 0,3% mensual con lo que al cierre del tercer trimestre la inflación habrá vuelto al centro de la banda (3.0%). Posteriormente, e influido también por un tema de base de comparación, esperamos que la inflación vuelva a niveles algo superiores a 4,0% en la primera parte de 2007, después de haber cerrado el año 2006 con un nivel de 3,8%. En el gráfico adjunto se observa que a lo largo de 2006, la trayectoria inflacionaria baja desde la parte alta del rango hacia el centro sólo en los meses de septiembre a noviembre, con lo que el promedio anual resulta ser un 3,7%, el más alto desde que se instauró la meta actual.

La volatilidad característica de los precios de perecibles, que se acentúa en los meses de primavera, lleva a que se corra el riesgo que este descenso en la trayectoria en el trimestre móvil terminado en noviembre no se materialice, sea más tenue o incluso, sea más profundo con lo que la inflación podría caer por debajo del 3% anual.

A pesar de que esperamos que la inflación permanezca en la parte alta del rango durante los primeros cinco meses de 2007, con registros levemente superiores al 4,0% en enero y febrero, la trayectoria subyacente continuará en el centro del rango meta durante todo ese periodo. Además, para la segunda parte de 2007, esperamos que la inflación se estabilice en un nivel algo por debajo del centro del rango meta.

Uno de los principales factores de riesgo inflacionario en las proyecciones de fines del año pasado era el fuerte crecimiento de la demanda interna. Sin embargo, éste prácticamente ha desaparecido en el corto plazo debido a la fuerte desaceleración de la inversión en lo que va corrido del presente año.

**La inflación y los precios de combustibles: ¿ hay de qué preocuparse?**

Aun cuando el mayor precio del gas que provenga de Argentina se traspasara a los consumidores, no habría efecto directo alguno por este concepto, pues a 1998, fecha de cálculo del año base del índice, este producto no formaba parte de la canasta considerada como base. Esta considera solamente gas licuado y gas de ciudad, estando el precio del primero de éstos, al igual que la gasolina, regido por la evolución del precio internacional.

El efecto que un mayor precio del gas pudiera tener sobre las tarifas eléctricas y por ende sobre la inflación de este año y el próximo es limitado, pues dado el mecanismo de fijación de los precios nudo este mayor costo de generación se prorratea entre varios años y ya comenzó a hacerse efectivo a partir del año pasado. De hecho, capturando el efecto de los mayores costos de generación de las plantas de ciclo combinado, en la fijación de octubre de 2005 los precios nudo nominales crecieron 40% respecto de abril del mismo año. El traspaso de esta alza a consumidores fue limitada gracias a la apreciación de la moneda durante dicho periodo.

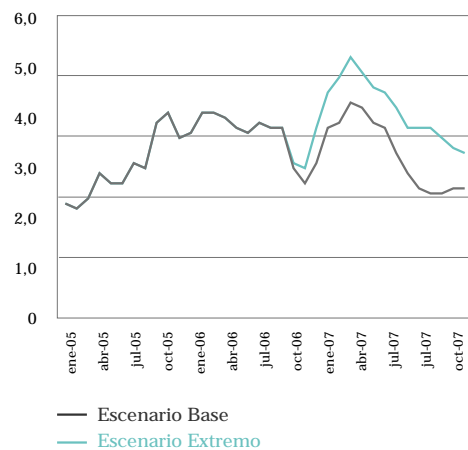
En lo que respecta al petróleo, tal como se señaló en la sección internacional, estamos suponiendo como un escenario más probable (base) uno en que los precios del Brent pasan desde los niveles actuales hasta 68 dólares por barril al cierre de año y presentan una baja moderada durante el año 2007, de tal manera que el promedio anual resulte de 62 dólares por barril que se compara con 68 en 2006. En todo caso, el sesgo es al alza, tanto así que en un escenario de riesgo extremo (que supone que se prolongan los conflictos geopolíticos de Medio Oriente y que los huracanes propios de la temporada agosto septiembre afectan la producción y refinación petrolera del golfo de México) el precio de este insumo podría llegar hasta 115 dólares por barril. Se realizó un análisis de sensibilidad de la inflación al precio del petróleo en el escenario de riesgo máximo a fin de visualizar el techo que podría alcanzar la inflación en este evento. Lo anterior se hizo mediante la aplicación del efecto directo del petróleo hacia los precios de combustibles, tarifas de microbuses y tarifas eléctricas dejando de lado los eventuales efectos de segunda vuelta, por lo que se proyectó sólo un periodo de 8 meses hacia adelante. En el ejercicio así realizado se aprecia que en un periodo de cinco meses la trayectoria inflacionaria se desplaza transitoriamente en cerca de un punto porcentual hacia arriba, alcanzando un nivel de 5% a comienzos de 2007, para luego converger hacia el centro de la banda en un plazo cercano a un semestre.

**El ciclo de alzas de tasas de acerca a su fin**

A pesar de que el Banco Central en su Informe de Política Monetaria (IPoM) del mes de mayo dejó entrever que la tasa podría terminar el año 2006 con un nivel de hasta 5,75% (y de 6,25% a diciembre de 2007) la evidencia disponible con posterioridad a esa fecha nos hace esperar que sólo será necesaria un alza adicional de 25 pb en lo que resta del año para mantenerse a ese nivel durante 2007, esto siempre y cuando la Reserva Federal de Estados Unidos aumente su tasa de referencia en 25 p. b. en lo que resta del año. En concreto, esperamos que en el evento que la FED suba la tasa en su reunión de septiembre, el Banco Central de Chile subiría la tasa doméstica en su reunión de octubre hasta 5,5% dando así por terminado

**Precio petróleo: escenario base y de riesgo extremo**

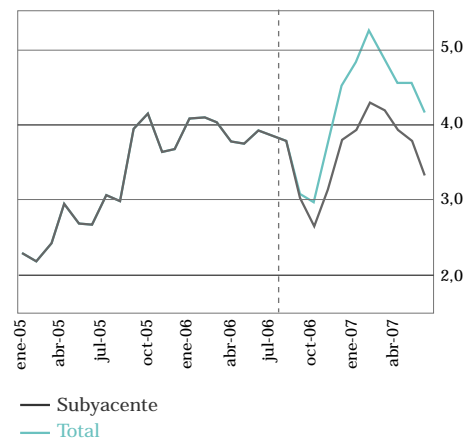
Dólares por barril



Fuente: BBVA.

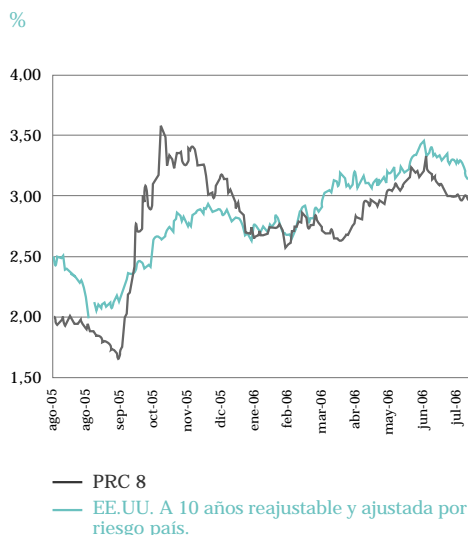
**Sensibilización de la trayectoria inflacionaria ante escenario extremo de petróleo**

Variación % 12 meses



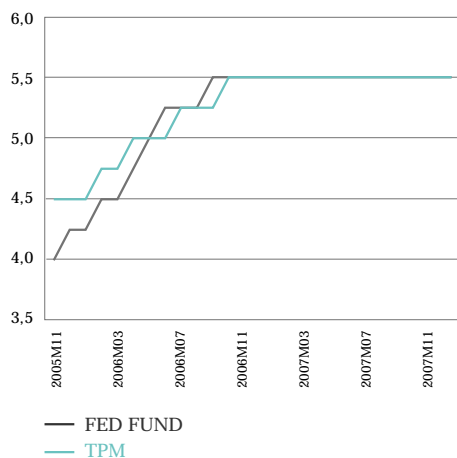
Fuente: INE y SEE BBVA.

### Evolución de tasas de largo plazo: doméstica e internacional



Fuente: FED y ABIF.

### Tasa de interés oficial en Chile y EE. UU. Evolución y proyecciones



Fuente: BBVA.

el ciclo alcista. Esta perspectiva se ha comenzado a alinear con mensajes que ha entregado el Banco Central de Chile con posterioridad al informe de mayo. En efecto, en la última minuta emitida referente a la reunión del mes de julio, cuando se subió la tasa en 25 p. b, se señaló que desde ahí en adelante los periodos de pausa serían más prolongados.

Aún si consideramos el escenario de riesgo extremo en el precio del petróleo, la tasa de interés doméstica no se vería afectada debido a que ante este evento, los bancos centrales de las principales economías del mundo, en particular en EE. UU., actuarían bajando la tasa de referencia para impedir que la economía se ralenticé muy bruscamente o que incluso llegue a una recesión.

El sólido vínculo existente entre las economías financieras de Chile y el mundo se manifestó con especial claridad a fines de mayo y comienzos de junio, cuando algunas señales que dio la FED tras la reunión del 10 de mayo fueron interpretadas como alcistas por los mercados. Lo anterior fue suficiente para que las tasas de largo plazo chilenas siguieran a las norteamericanas marcando un alza de cerca de 30 p. b. en un periodo de apenas un mes. Posteriormente e impulsados por la mejor comunicación entre el presidente del FED y los mercados las expectativas se ajustaron a la baja por lo tanto las tasas de interés internacionales como domésticas retomaron su trayectoria de largo plazo.

Considerando los escenarios descritos anteriormente en cuanto a tasas internacionales y tasa de política monetaria doméstica, es de esperar que la tasa de mediano plazo, BCU 5, se mantenga prácticamente a los niveles actuales en lo que resta del año con una muy leve tendencia al alza.

### El tipo de cambio al vaivén de las rentabilidades

A mediados de mayo, mientras las autoridades y los distintos agentes involucrados exponían sus puntos de vista respecto de medidas alternativas para favorecer la depreciación de la moneda (o al menos para evitar que ésta continuara con su senda de apreciación), bastó con un cambio en las expectativas respecto del curso que seguiría las tasas de interés en Estados Unidos para que la moneda doméstica se debilitara en un 5,3% en un periodo de un mes. Tal como se señalaba anteriormente, las declaraciones de Bernanke de la reunión de mediados de mayo, generaron un temor en los agentes respecto de una posible aceleración en la inflación con su consiguiente efecto sobre las tasas de interés, tanto así que los mercados comenzaron a descontar alzas adicionales de 50 y de hasta 75 p. b. antes del cierre de este año. Mientras tanto, las expectativas de alza de tasas doméstica terminaron por decantar a un nivel de 5,5% al cierre de este año. De acuerdo a la encuesta de expectativas económicas elaborada por el Banco Central de Chile la proyección de un cierre de 5,5% a diciembre de 2006 se viene sosteniendo desde enero de 2006. Las alzas esperadas en la tasa norteamericana, junto con la solidez de las expectativas de la tasa oficial a nivel local, generaron una ampliación de la brecha de rentabilidades a favor de inversiones financieras en el exterior, lo que habría causado la depreciación de la moneda local, vía salida de dólares desde Chile, o retención de fondos el mercado de capitales del exterior. Posteriormente, a comienzos de julio las expectativas de alzas en la tasa norteamericana se suavizaron y las monedas parecen haber llegado a un equilibrio.

Debido a que la moneda doméstica convergió hacia un precio más cómodo para la mayoría de los agentes, la discusión referente a la inversión de los excedentes fiscales para no afectar el precio de la moneda (o hacerlo en la dirección deseada) perdió protagonismo, aunque no por ello ha perdido importancia.

A partir del mes de abril de este año, e impulsado por el extraordinario superávit fiscal que de acuerdo a la regla de superávit estructural debe ser ahorrado, la Dirección de Presupuestos ha comenzado a emitir un informe trimestral con el detalle de la cartera de inversiones de dicho fondo. Si se

considera que los pronósticos apuntan a que este año el Fisco obtendrá cerca de 10.000 millones de dólares de excedente, la forma en que éste se invierta es relevante, pues transacciones de altos montos podrían influir en los precios. A modo de referencia cabe señalar que las transacciones diarias de dólares no superan los 1.200 millones de dólares diarios y las compras y ventas diarias de instrumentos de renta fija son bastante menores, con lo que una venta de 5% o 10% del total de fondo podría afectar el tipo de cambio o tasas de interés. De esta forma resulta deseable que los excedentes fiscales que se reciben en dólares tales como el excedente del cobre, sean ahorrados en la misma moneda.

A junio de 2006, los activos financieros del sector público alcanzaron a un equivalente de cerca de 7.000 millones de dólares, que se componían en un 82% de activos denominados en dólares. De estos últimos, un 62% se encuentra invertido en el mercado internacional, un 18% en depósitos en el Banco Central y el resto en depósitos en moneda extranjera en el mercado nacional. Si se compara con la composición del ahorro al mes de abril, a junio hay un aumento en la proporción invertida en dólares (desde 71% hasta 82%) que ayudado por el aumento en el stock total de activos financieros, resulta en un aumento de ahorro público en moneda extranjera de 1.500 millones de dólares.



## 4. Estudio Especial: El mercado hipotecario en Chile

El importante crecimiento que ha mostrado el mercado hipotecario en Chile en los últimos años ha venido acompañado de una mayor flexibilidad de las condiciones en que se dan los créditos tanto en lo referente a plazos como a tasas. Lo anterior se logró gracias a la mayor participación de mutuos hipotecarios no endosables, que a diferencia del resto de los productos hipotecarios (letras y mutuos endosables) no están sujetos a ninguna normativa específica, y se rigen por las regulaciones del sistema financiero en su conjunto.

Tradicionalmente los créditos hipotecarios para vivienda eran financiados por la banca y mediante el mecanismo de letras hipotecarias. Con el boom hipotecario de mediados de los noventa, empezaron a cobrar mayor importancia los créditos otorgados a través de mutuos hipotecarios. Posteriormente, las bajas tasas de interés desde comienzos de 2002 incentivaron el desarrollo de los mutuos hipotecarios no endosables por parte de la banca, tanto así que estas dos últimas categorías alcanzan actualmente más de la mitad del stock de deudas hipotecarias vigentes.

El financiamiento vía letras hipotecarias se realiza a una tasa constante durante todo el horizonte del crédito más una comisión fija. Considerando que las letras hipotecarias son vendidas por los bancos al mercado secundario, la comisión que cobra el banco al cliente permite cubrir los costos administrativos del crédito, el eventual riesgo de no recuperación (que es bajo gracias a la cobertura de garantías) más un margen de utilidad.

Los mutuos hipotecarios (endosables y no endosables) a diferencia de las letras hipotecarias pueden ser pactados a una tasa de interés fija, flexible o mixta a la que se agrega también una comisión. Los mutuos endosables pueden ser vendidos directamente a otras compañías y tanto los mutuos endosables como no endosables pueden ser securitizados. Los créditos vía mutuos hipotecarios pueden ser otorgados por compañías no bancarias (entre las que destacan compañías pertenecientes a agentes involucrados en el negocio financiero o de la construcción) y su normativa exige un menor aporte por parte del comprador (pie).

La modalidad de tasa hipotecaria flexible permitió promover el fuerte crecimiento de los mutuos no endosables a partir de 2002, cuando las tasas alcanzaron niveles muy bajos que persisten hasta el día de hoy. Es así como en los últimos cuatro años gracias a este esquema de tasa flexible o mixta, ha sido posible traspasar una mayor proporción de las caídas en tasas a los deudores, lo que se ha traducido en un dividendo más bajo en los primeros años del crédito comparado con la alternativa de un financiamiento vía tasa fija a largo plazo. La tasa flexible se revisa cada año (de acuerdo a la evolución de una tasa de referencia y un spread predeterminado) y la mixta se mantiene fija por períodos más largos de tiempo, normalmente durante los cinco primeros años del crédito.

En la presente sección se analiza la evolución de los distintos instrumentos de deuda hipotecaria y las respectivas tasas de interés. Las menores tasas de interés que se observan en el mercado desde hace cerca de cuatro años han permitido a los deudores que optaron por la alternativa de financiamiento a tasa flexible pagar un dividendo menor que el que hubiesen contratado a tasa fija. En contrapartida, es de esperar que si a futuro las tasas de interés suben, la situación se podría revertir con lo que las familias deberán pagar un mayor dividendo, generando un efecto adverso sobre el ingreso disponible, situación que se pretende cuantificar en la última parte de esta sección.

## Organización de la industria y tipos de productos.

El stock de deuda hipotecaria para la vivienda financiada por los bancos constituye actualmente el 15% del PIB, cifra que se compara con un 8% existente a comienzos de los noventa<sup>2</sup>. En efecto, a mayo de 2006, el stock de deuda hipotecaria para la vivienda alcanza a 9.560 miles de millones de pesos chilenos (17.700 millones de dólares). En el gráfico adjunto se observa un importante cambio en su composición desde comienzos de 2004, en que el tradicional financiamiento con letras comenzó a ceder gran espacio a los mutuos hipotecarios no endosables. De hecho, en un periodo de apenas dos años el stock de letras hipotecarias bajó desde 68% hasta 40%, diferencia absorbida por los mutuos no endosables cuya participación sobre el total de deuda hipotecaria aumentó hasta 51% en mayo de 2006. Si bien, durante este periodo se continuó financiando un promedio de 46.000 millones mensuales vía letras, ello coincidió con importantes pagos anticipados de esta categoría de créditos a fin de refinanciarlos a tasas más bajas y flexibles (vía mutuos no endosables), que generaron una disminución del stock de letras en términos absolutos.

Los mutuos no endosables (clasificados por la SBIF bajo la categoría de préstamos hipotecarios para la vivienda) consisten básicamente en créditos otorgados a tasa variable o con una modalidad mixta (tasa fija por los primeros 3 o 5 años del crédito y variable el resto del tiempo<sup>3</sup>). Algunos bancos, incluyen una tasa máxima en sus contratos, la que fluctúa entre 6,9% y 7,9% real dependiendo del monto del crédito y la institución que lo otorga.

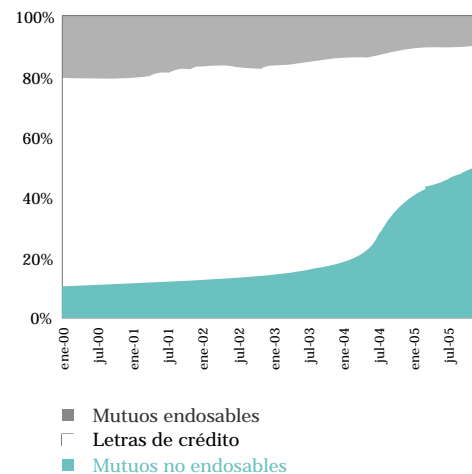
Los créditos hipotecarios a tasa variable permiten al banco acreedor financiar los fondos de año en año de acuerdo a la tasa imperante en el mercado. Esto implica que incurren en un riesgo financiero cuando cubren dichos créditos con captaciones a un plazo menor a un año, o bien cuando fijan una tasa de interés máxima para el crédito por un período de varios años. En todo caso, los créditos mixtos cuyo periodo de tasa fija no supera los cinco años, son financiados principalmente con emisión de bonos, lo que permite la cobertura por plazos.

Una ventaja para el cliente es que el financiamiento vía mutuos hipotecarios evita que el deudor incurra en una eventual pérdida por venta de instrumentos si suben las tasas de interés durante el periodo de materialización de la transacción (3-5 meses), característica de las letras hipotecarias. La modalidad de tasa variable permitió aprovechar el momento de tasas a un mínimo histórico, con lo que los dividendos a pagar el primer (o los primeros años del crédito) resultaron ser bastante menores que un financiamiento equivalente vía letras hipotecarias cuya tasa se relaciona con la rentabilidad de los instrumentos de largo plazo. Esta diferencia fue más importante aún en el caso de reprogramaciones de créditos tomados con una tasa más alta en los años 90.

Como contraparte, la principal desventaja de los mutuos a tasa variable es la variabilidad de los dividendos a pagar en todo el horizonte del crédito, debido a que la tasa de interés aplicada a la deuda es diferente todos los años. Así mientras un crédito financiado con letras hipotecarias está afecto al riesgo inflación (los dividendos son pactados en términos reales, UF.), un crédito financiado con mutuos y tasa flexible enfrenta adicionalmente el riesgo de tasas de interés. El riesgo inflación se considera razonablemente acotado, toda vez que los salarios están indexados al índice de precios, con lo que el riesgo efectivo se reduce a la diferencia temporal entre que se materializa el reajuste salarial por inflación (máximo 1 año) y el pago de

## Stock de crédito hipotecario para la vivienda: evolución por modalidad de financiamiento.

% de participación enero 2000-diciembre 2005

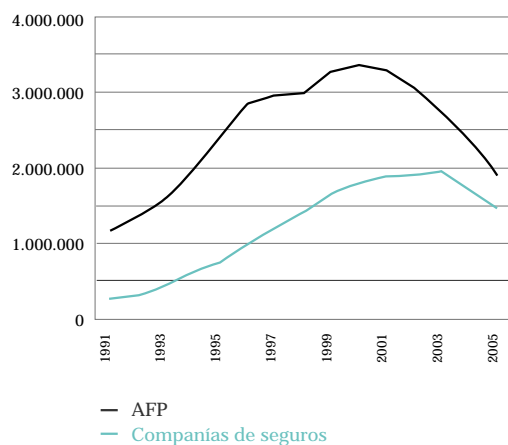


Fuente: SBIF.

<sup>2</sup> El financiamiento hipotecario bancario representa aproximadamente el 90% del financiamiento total. El porcentaje restante es cubierto por empresas especializadas en mutuos hipotecarios (denominadas también mutuarías).

<sup>3</sup> La modalidad más común es una tasa fija por 5 años.

### Evolución de la inversión en letras hipotecarias por parte de AFP y Cías. de Seguros (millones de \$ de 2005)



Fuente: SAFF y SVS.

dividendos que se reajustan mensualmente. En cambio, no hay atenuantes del riesgo de alzas en tasas de interés, a excepción de contratos fijados con tasa máxima, en que el riesgo es asumido por el banco que otorga el crédito.

### Regulación vigente

**Letras hipotecarias:** la normativa vigente exige que el comprador aporte el 25% de valor de la vivienda a comprar<sup>4</sup>, con el objetivo de garantizar una holgada relación de deuda garantía, cubriendo una eventual caída de precios del inmueble. Sin embargo en la práctica los bancos financian hasta 90%, por la vía de otorgar un préstamo adicional por el monto equivalente al 15% que le falta al cliente para completar el aporte. Este se negocia a una tasa mayor, tanto por el mayor riesgo como por un mayor costo administrativo ya que se procesa como un crédito separado. Otra regulación que rige sólo para los créditos menores o iguales a UF 3.000, es que el dividendo a pagar debe ser inferior al 25% de los ingresos corrientes del solicitante, restricción que afecta especialmente a los profesionales jóvenes, quienes proyectan mayores ingresos a futuro.

**Mutuo hipotecario endosable:** se exige que la institución financie hasta el 80% del valor del inmueble, aunque al igual que en el caso recién descrito, es posible financiar un porcentaje más alto por la vía de préstamos complementarios.

**Mutuo hipotecario no endosable:** no tienen regulaciones específicas, salvo las normas de calce y otras que afectan a las instituciones financieras en general.

### Desintermediación de créditos hipotecarios

Las letras hipotecarias constituyen un instrumento que resulta atractivo para las administradoras de fondos de pensiones y compañías de seguros de vida, gracias a que su larga duración favorece la cobertura por plazos de estas instituciones. A diciembre de 2005, el 5% de las inversiones del Fondo de Pensiones y el 11% de las inversiones en seguros estaban constituidas por letras hipotecarias. Esta cifra contrasta con una participación de 9% y de 19% respectivamente observada al cierre de 1993, lo que a pesar del crecimiento de los fondos totales invertidos, resulta en una reducción del stock de inversión en letras en términos reales.

Si bien todas las modalidades de mutuos hipotecarios son susceptibles de ser securitizadas, dicho instrumento no ha mostrado gran crecimiento en los últimos años, lo que se atribuye tanto a que los bancos han logrado buenas fuentes de financiamiento directo, como a las dificultades en la operación que generan los pagos adelantados, cuya tendencia ha sido creciente en un contexto de tasas de interés a la baja.

### Efectos económicos de otorgamiento de créditos a tasa variable

Considerando que una parte importante del stock de créditos hipotecarios actuales fue concedido con la modalidad de tasa variable, resulta de interés cuantificar los riesgos que corren estos deudores ante un alza de tasas y el impacto global que esto tendría sobre la economía. Si la importancia relativa de las deudas hipotecarias se mide en términos del número de deudores (en lugar de montos) el porcentaje es significativamente más bajo, debido a que este instrumento es utilizado para créditos de importes elevados, y las letras hipotecarias o los mutuos a tasa fija son los instrumentos que se aplican a créditos que financian viviendas de menor valor (incluidas aquellas con subsidio estatal).

En un esquema de tasa variable los dividendos se negocian de año en año sobre la base de la tasa de referencia observada el mes previo (TAB real a

<sup>4</sup> Se considera el menor valor entre el valor de tasación bancaria y el precio de venta del inmueble.

360 días) más una comisión (fija o variable) preestablecida. Así, en la medida que la TAB real a un año sube, los intereses a pagar en los 12 meses siguientes también lo harán, incrementando así el valor del dividendo del año siguiente.

El efecto que tienen las variaciones de tasas sobre el dividendo final se va atenuando en la medida que se va amortizando la deuda. Esto es porque la composición de la cuota pagada por el crédito hipotecario va cambiando a lo largo del horizonte de éste: en una primera etapa los pagos están compuestos principalmente por intereses pues se aplican a un monto adeudado (o saldo insoluto) alto. En la medida que pasa el tiempo las amortizaciones (o pago del principal o capital) permiten ir rebajando el saldo de deuda, por lo que la cuota a pagar contempla menos intereses y más capital.

### Análisis de sensibilidad

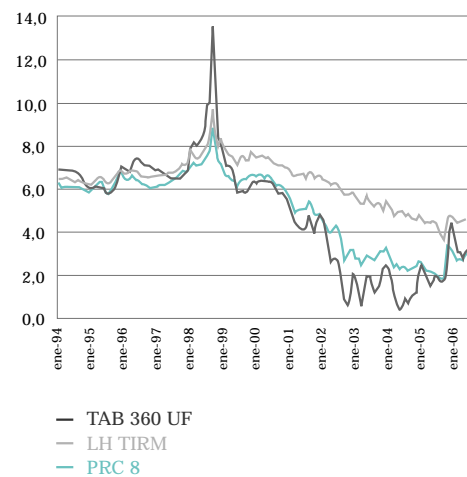
En el gráfico adjunto se muestra la evolución de las tasas de letras hipotecarias y de la tasa de interés de referencia para los mutuos a tasa variable (TAB real a un año), desde 1992 en adelante. Destaca la caída de la tasa anual a niveles por debajo del 4% a partir del año 2002, tanto así que el promedio de los últimos cuatro años es 4,6 puntos porcentuales inferior al promedio de los 9 años comprendidos entre 1993 y 2001. Si se eliminan los 13 datos más altos, que corresponden a la crisis de liquidez de 1998-1999, el promedio entre 1993 y 2001 es de 6,3% que se compara con un promedio de 2,0% correspondiente al periodo comprendido entre enero de 2002 y junio de 2006. El rango en que se ha movido la tasa TAB es bastante amplio, acotado por un mínimo de 0,4% en mayo de 2004 y un máximo de 13,5% que tuvo lugar a comienzos de la crisis de liquidez. Si se eliminan las 13 observaciones más altas, correspondientes precisamente al problema ya señalado, el máximo desciende hasta una tasa anual de 7,4%, que tuvo lugar a mediados de 1996.

Las bajas tasas vigentes desde 2002 en adelante son acordes a las tasas de interés internacionales, que han podido mantenerse en mínimos históricos gracias al exceso de fondos disponibles a nivel mundial originados en los excedentes petroleros y en el elevado nivel de ahorro asiático. Si bien muchos piensan que las tasas bajas han llegado para quedarse, reflejando un cambio estructural en la economía globalizada, parece razonable realizar un análisis de sensibilidad sobre la base de la evolución histórica, aunque dejando fuera los extremos.

El análisis de sensibilidad se aplicó a un crédito tipo a 15 años plazo con tasa flexible (repactación anual). Se partió trabajando con una tasa base de 3,0%, un punto porcentual por sobre el promedio del período a partir de 2002, a la que se le aplicó un spread de 2,5% para todo el horizonte del crédito. Sobre esta base se calculó el dividendo que correspondería pagar con tasas de interés que fluctuaron entre 2 y 10%. Además, para estas distintas alternativas de tasas se supuso adicionalmente tres escenarios: a) el alza de tasas ocurre en el segundo año de pagos de dividendos; b) en la mitad del crédito (año 8 de 15) y c) casi a término de éste (año 13 de 15).

Los resultados obtenidos se resumen en la tabla adjunta. Por ejemplo se observa que si la tasa sube desde un nivel de 3% hasta 7%, el dividendo a pagar se incrementa en hasta 26%, en caso de que el movimiento de tasas ocurra al año siguiente de pactado el crédito. Se estima que un incremento de esa magnitud, tendría un impacto importante en el ingreso disponible (tras pago de dividendos) de una familia. De hecho, si se toma el caso típico, en que el dividendo representa el 25% de los ingresos, el ingreso personal después de dividendos disminuye un 8,6%. Visto de un modo más general, por cada punto porcentual que sube la tasa de interés para un crédito recientemente contraído (dos años de antigüedad) el dividendo a pagar sube en cerca de 7%.

Evolución de tasas de interés: letras hipotecarias y TAB real a un año



Fuente: Bolsa de Comercio y ABIF.

Impacto de la tasa de interés base sobre los dividendos pagados en mutuos hipotecarios flexibles a 15 años

Tasa	Alza de tasas se aplica en		
	año 2	año 8	año 13
Tab 360 UF			
2,0%	-6,2%	-4,0%	-1,9%
3,0% *	0,0%	0,0%	0,0%
4,0%	6,4%	4,0%	1,9%
5,0%	13,0%	8,1%	3,7%
6,0%	19,7%	12,3%	5,6%
7,0%	26,6%	16,6%	7,5%
8,0%	33,7%	20,9%	9,4%
9,0%	41,0%	25,3%	11,4%
10,0%	48,4%	29,8%	13,3%

\*Escenario base

Fuente: BBVA.

Si un alza de tasas ocurre en la mitad del horizonte del crédito, resulta ser que por cada punto porcentual que suba la tasa de interés el dividendo mensual a pagar sube un 4,2%, trayendo consigo un deterioro del ingreso familiar de 1,0%.

El incremento en el dividendo a pagar alcanza a 1,9% por cada punto porcentual que sube la tasa de interés cuando el crédito está en su etapa final (dos años antes de la cancelación de éste) con lo que el ingreso de las familias se reduce en 0,5%.

Ante estos datos hipotéticos de reducción del ingreso disponible no hay que perder de vista que la masificación de los mutuos hipotecarios no endosables a tasa mixta o variable a partir del año 2002 permitió alzas equivalentes del ingreso disponible a quienes refinanciaban créditos hipotecarios. Asimismo quienes tomaron mutuos endosables a tasa variable han podido pagar un dividendo más barato que las alternativas a tasa fija vigente en ese momento, beneficio que tiene por contraparte el riesgo de alzas en los dividendos futuros.

El stock agregado de mutuos no endosables alcanzaba a 5.200 miles de millones de pesos (285 millones de UF) a mayo de 2006, compuesto por un total de 235.689 operaciones con un saldo de deuda promedio por cliente de 22 millones de pesos (UF1.240). Considerando las condiciones del escenario base, un nivel de deuda de ese monto es acorde con un pago de dividendos promedio de 180.000 pesos mensuales. Si los créditos contraídos tienen una antigüedad promedio de entre 2 y 3 años, por cada punto porcentual que sube la tasa de interés el dividendo mensual promedio a pagar sube en \$ 12.600 (7%) lo que resulta en un total anual de \$ 151.200 por familia que arroja un agregado de 35.636 millones de pesos anuales (66 millones de dólares)<sup>5</sup>. Si se observa la evolución de las tasas de referencia de 2002 hasta la fecha, se tiene que en algunos momentos del tiempo las subidas han llegado hasta un máximo de casi 3 puntos porcentuales.

Por ejemplo, los deudores que debieron repactar sus tasas a fines de 2005, debieron aplicar una variación de ese orden, con lo cual su dividendo mensual se incrementó en 21%. Si se considera que la cuarta parte de los deudores renegoció en el último trimestre de 2005, resulta que el monto adicional agregado a pagar por concepto de dividendos en un periodo de 3 meses es de 6.840 millones de pesos (13 millones de dólares). Esta reducción absoluta en el ingreso disponible en un trimestre se compara con 1000 millones de dólares que representó el consumo trimestral de bienes durables durante 2005.

Si bien la envergadura de los indicadores recién calculados es de una magnitud reducida si se comparan con el PIB, constituyen un mecanismo adicional de transmisión de la política monetaria, con un efecto directo sobre los ingresos disponibles de las familias.

<sup>5</sup> Esta cifra está algo subestimada pues considera que todos los mutuos No Endosables fueron negociados a tasa mixta, en circunstancias que pueden haber algunos a tasa fija o mixta. Además considera que los créditos en promedio están en el segundo año a tercer de pagos, lo que a pesar de que puedan haber créditos más antiguos, la mayoría de los créditos debieran estar en esa situación considerando el importante crecimiento que tuvieron los mutuos hipotecarios no endosables a partir de 2002.

## Contexto Internacional

	PIB Real (%)				Inflación (% , promedio)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
EE.UU.	4,2	3,5	3,3	3,2	2,7	3,4	3,4	2,1
UEM	1,8	1,4	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1
Japón	2,7	2,7	3,0	3,0	0,0	-0,3	0,4	0,5
China	10,1	9,9	10,0	9,5	3,9	1,9	2,0	2,0

	Tasa oficial (% , fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	30/6/06	dic-06	jun-07	dic-07	30/6/06	dic-06	jun-07	dic-07
EE.UU.	5,25	5,25	5,25	5,25				
UEM (\$/₳)	3,00	3,50	4,00	4,00	1,28	1,27	1,29	1,30
Japón (yenes/\$)	0,25	0,75	1,25	1,25	115	113	108	105
China (cyn/\$)	5,85	6,10	6,35	6,35	7,97	7,75	7,60	7,50

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina	9,0	9,2	7,3	6,2	6,1	12,3	11,0	12,0
Brasil	4,9	2,3	3,6	3,0	7,6	5,7	4,5	4,8
Chile	6,2	6,3	5,2	5,5	2,4	3,7	3,8	2,6
Colombia	4,8	5,2	4,8	4,6	5,5	4,9	4,2	3,9
México	4,2	3,0	4,3	3,4	5,2	3,3	3,4	3,5
Perú	5,2	6,4	5,6	4,7	3,5	1,5	2,5	2,5
Venezuela	17,9	9,3	4,1	3,6	19,2	14,4	12,3	16,9
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>6,8</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>
LATAM Ex-México	6,6	4,9	4,6	4,1	7,3	6,9	5,9	6,5

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina <sup>2</sup>	2,6	1,8	2,0	1,8	2,2	3,2	2,7	1,9
Brasil	-2,5	-3,0	-3,0	-2,5	1,9	1,8	1,0	1,0
Chile <sup>2</sup>	2,4	4,8	6,2	3,9	1,7	0,6	1,9	0,9
Colombia	-1,2	0,0	-1,5	-1,7	-1,0	-0,2	-1,7	-1,5
México	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-1,1	-0,7	-0,3	-1,1
Perú	-1,1	-0,3	0,0	-0,7	0,0	1,3	0,5	-0,3
Venezuela <sup>2</sup>	-1,9	1,6	-2,3	-3,1	14,1	17,7	14,7	12,3
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>
LATAM Ex-México	-1,2	-1,0	-1,3	-1,4	2,7	3,4	2,4	2,1

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

	Tipo de cambio (frente \$ , fin de período)				Tasas de Interés (% , fin de período) <sup>3</sup>			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina	2,99	3,05	3,15	3,30	3,1	5,0	7,5	12,0
Brasil	2,72	2,28	2,40	2,50	17,8	18,0	14,5	13,5
Chile	576	514	540	550	2,3	4,5	5,5	5,5
Colombia	2.404	2.279	2.550	2.631	7,8	6,3	6,4	7,1
México	11,15	10,63	11,00	11,70	8,7	8,2	7,0	7,0
Perú	3,28	3,42	3,28	3,40	3,0	3,3	4,75	5,25
Venezuela	1.920	2.150	2.150	2.362	12,4	10,9	10,1	9,8

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

ACTIVIDAD ECONÓMICA (REAL) (variación %)	2005				2006				2007				2008			
	2005p	2006p	2007p	2008p	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB	6,3	5,2	5,5	4,6	6,6	7,2	5,8	5,8	5,1	4,9	6,0	5,0	4,9	4,3	4,6	4,7
Gasto Interno	11,4	6,4	5,5	5,1	12,3	12,0	11,5	10,1	5,0	8,3	6,2	5,6	5,0	5,1	4,8	5,1
FBKF	24,7	5,8	6,0	5,5	27,2	26,5	26,5	19,7	6,0	10,2	3,0	5,5	6,0	5,5	5,5	5,5
(como % del PIB)	(29,2)	(29,3)	(29,5)	(29,7)	(27,4)	(28,7)	(29,8)	(30,8)	(28,9)	(28,7)	(28,1)	(31,0)	(29,1)	(28,5)	(29,8)	(31,4)
Resto Demanda Interna	7,1	6,7	5,3	5,0	7,6	7,4	6,8	6,7	4,7	7,6	7,5	6,1	4,7	4,6	5,0	5,4
Consumo Privado	8,2	7,3	5,7	4,9	7,7	8,1	8,1	8,6	5,4	7,3	8,7	7,3	5,4	5,0	4,5	5,2
Consumo Habitual	6,8	6,5	5,4	4,7	6,7	6,8	6,4	7,2	4,9	6,3	7,7	6,7	4,9	4,8	4,2	4,8
Consumo Bienes Duraderos	27,4	16,7	8,7	6,6	24,0	25,6	32,9	26,6	11,8	21,8	19,6	14,8	11,8	6,8	7,3	6,2
Consumo Gobierno	4,5	5,1	4,5	5,9	5,6	4,8	3,8	3,8	5,7	4,0	5,7	4,5	5,7	5,9	5,8	6,0
Variación de Existencias (como % del PIB)	(1,4)	(1,1)	(1,0)	(0,9)	(2,6)	(1,3)	(2,8)	-(1,1)	(2,6)	(3,2)	(0,8)	(2,2)	(2,6)	(0,7)	(2,0)	-(1,4)
Exportaciones	6,1	6,0	5,5	5,7	6,6	8,2	4,3	5,3	5,6	6,3	6,1	6,1	5,6	5,5	5,7	5,8
Importaciones	20,4	9,0	5,5	6,8	23,1	22,1	20,0	17,0	5,1	14,8	9,5	6,8	5,1	6,8	6,7	7,4
Ingreso Nacional	9,1	6,6	7,9	5,0	9,8	9,6	8,6	8,2	10,6	4,5	7,3	6,5	10,6	4,8	4,7	5,3
Ajuste por ToT (% del PIB)	12,8	17,5	13,8	8,4	12,4	11,6	10,0	12,0	10,1	12,4	26,1	16,5	10,1	-1,8	-1,3	1,9
PIB Nominal (var. %)	11,5	16,4	2,0	0,7	5,4	4,1	4,0	5,9	4,6	6,9	20,1	9,9	4,6	-7,1	-6,9	-3,1
Deflactor del PIB (var. %)	4,8	10,6	-3,3	-3,8												
<b>BALANZA DE PAGOS</b>																
(Millones de US\$)																
Cuenta corriente	702	2.697	1.224	-3.055	499	431	-573	345	1656	589	2842	-673	-60	1617	-1303	-747
como % del PIB	0,6	1,9	0,9	-2,2												
Bienes y servicios																
Balanza Comercial	10.179	19.391	11.798	2.141	2607	2742	1948	2882	4866	4337	7784	4112	3158	4417	1198	1317
Exportaciones	40.574	54.413	49.499	44.357	9388	10100	10062	11025	13778	12566	16199	13415	12233	13437	11090	11194
Importaciones	30.394	35.022	37.701	42.216	6781	7358	8114	8142	8912	8229	8415	9303	9075	9020	9892	9877
Servicios no financieros	-588	-480	-353	-202	-124	-203	-179	-82	-114	-145	-147	-139	-49	-120	-110	-9
Servicios financieros (renta)	-10.624	-19.115	-12.308	-6.150	-2313	-2517	-2783	-3011	-3654	-3975	-5522	-5579	-4039	-3269	-2885	-2500
Transferencias corrientes	1.735	2.901	2.087	1.155	329	409	441	556	558	372	727	933	870	589	494	445
<b>OTROS INDICADORES</b>																
PIB en US\$ (corr.)	115.628	140.861	140.757	140.167	26.503	27.901	29.028	32.195	35.088	32.704	38.812	34.625	34.719	37.126	33.816	34.726
Resultado Fiscal Presupuestario (% del PIB)	4,8	6,2	3,9	2,1												
Res. Fiscal Primario (% del PIB)	5,2	6,5	4,2	2,4												
Tasa de Inflación (% promedio período)	3,0	3,7	3,3	2,9												
Tasa de Inflación (% fin del período)	3,7	3,8	2,6	3,0	2,4	2,7	3,9	3,7	4,2	4,0	3,9	3,0	3,8	3,3	2,5	2,6
Tipo de Cambio Nominal (prom. período)	560	533	544	550	578	581	553	527	540	526	527	540	540	540	546	550
Tipo de Cambio Nominal (prom. dic)	514	540	550	550												
Tasa de Pol. Monetaria (prom. período)	3,49	5,10	5,50	5,50	2,64	3,17	3,75	4,42	5,50	4,67	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50	5,50
Tasa de Interés BCU 5 (prom. período)	2,36	2,90	3,10	3,00	2,37	2,11	1,89	3,06	2,99	2,76	2,92	2,85	2,98	3,06	3,10	3,00
Precio Cobre (c/lb, prom.)	167	283	200	120	148	154	170	195	230	224	327	330	250	230	190	170
Precio Petróleo (Brent US\$/Barril, prom.)	54	69	63	60	48	52	62	57	66	62	69	73	70	66	62	60
Términos de Intercambio (var. %)	10,5	18,3	-13,3	-15,8	7,6	7,7	11,8	14,4	1,5	17,9	40,7	14,6	2,1	-20,2	-19,6	-12,6
Inflación Externa en US\$ (prom. %)	4,7	2,4	2,0	2,0	7,0	6,2	4,7	0,8	2,0	0,0	3,6	3,0	3,0	2,0	2,0	2,0

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

## Interesados dirigirse a:

Pedro de Valdivia 100, piso 14, Santiago

T: 6791854

F: 6792810

www.bbva.cl

### Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

España y Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Europa: Sonsoles Castillo

Latam y Mercados Emergentes: Giovanni di Placido

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Miguel Cardoso

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela:

Norteamérica: Jorge Sicilia

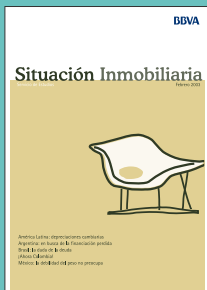
Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Tendencias Globales: Joaquín Vial

## otras publicaciones



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

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

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

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