

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Año 2 / Nro. 6 - Segundo Trimestre 2006



- Editorial
- Panorama Internacional: Fuerte crecimiento con inflación controlada
- Panorama Macroeconómico: Se modera la demanda interna
- Panorama Financiero: Las expectativas se mantienen acotadas
- Estudio Especial: Rentabilidad y riesgos en las Inversiones de Fondos de Pensiones

# Índice

Fecha de cierre: 21 de abril de 2006.

Editorial	2
1. Entorno Internacional	3
Fuerte crecimiento con inflación controlada. ¿Demasiado bueno para durar?	
2. Panorama Macroeconómico	8
Se modera la demanda interna	
3. Panorama Financiero	13
Las expectativas se mantienen acotadas	
4. Estudio Especial:	18
Rentabilidad y riesgos en las inversiones de Fondos de Pensiones	
Tablas de Indicadores y Proyecciones	22

Han elaborado esta publicación:

**Economista Jefe:**

Joaquín Vial Ruiz Tagle

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

**Economistas:**

Michele Favre Morel  
Francisca Lira Domínguez  
Michael Settels

[mfavre@afpprovida.cl](mailto:mfavre@afpprovida.cl)  
[flira@bbva.cl](mailto:flira@bbva.cl)  
[msettels@bbva.cl](mailto:msettels@bbva.cl)

**Joaquín Vial**

Gerente Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## Editorial: políticas públicas y valor del dólar

En esta publicación hemos argumentado en varias ocasiones en contra de las intervenciones del Banco Central para alterar el valor de mercado del dólar. La razón es muy simple: más allá de la bondad o no de la intervención, creemos que ella no sería eficaz, lesionaría la credibilidad de esa institución y, al hacer más difícil la lucha contra la inflación, forzaría una política monetaria más agresiva, provocando caídas innecesarias en el dólar. Nada ha sucedido que cambie nuestra opinión en esta materia.

Sin embargo, existen otras políticas que se podrían mejorar y, de paso, ayudarían a sostener un valor del dólar más acorde con su valor de equilibrio de largo plazo. En esta ocasión queremos referirnos a dos de ellas.

En primer lugar tenemos las restricciones que limitan las inversiones de los fondos de pensiones en moneda extranjera. Hay abundante evidencia que el límite actual de 30% es demasiado restrictivo, lo que perjudica a los trabajadores chilenos al forzar a los fondos de pensiones a invertir en alternativas poco rentables. Al mismo tiempo los deja más expuestos al riesgo, ya que impide que las AFP diversifiquen adecuadamente sus carteras de inversiones, en momentos en que gracias al éxito de los multifondos, ellas han transferido a los afiliados parte del control sobre la composición de las inversiones al mover sus fondos de alternativas con más renta variable (A, B) a otros con menos inversiones en acciones (D, E) y viceversa. El mercado de acciones en Chile es muy chico y estos cambios podrían alterar los precios de las acciones. Puede llegar el caso en que las AFP se encuentren demasiado limitadas por el mercado local y no puedan acomodar esos cambios con ajustes en sus inversiones en el exterior.

Contrariamente a lo que muchos argumentan, como las inversiones de las AFP tienen un horizonte de largo plazo, no todas sus compras de dólares van acompañadas de coberturas cambiarias y, por lo tanto, tienen un impacto positivo en el dólar. Cuando el valor de la divisa está por debajo de su equilibrio de largo plazo, como nos ha dicho el Banco Central, una ampliación de los límites de las inversiones en el exterior representa una buena oportunidad para mejorar la rentabilidad de los ahorros previsionales, reducir su riesgo y, de paso, dar un soporte adicional al valor del dólar.

Se ha argumentado que esto debe ser parte del conjunto de reformas al sistema de pensiones, por lo que convendría discutirlo en conjunto con el resto. Sin embargo, este es un tema de consenso y de fácil implementación legislativa, por lo que no parece necesario postergarlo. Todo esto, sin perjuicio de que la reforma al sistema de pensiones deberá revisar todo el sistema de límites a las inversiones de las AFP.

En segundo lugar tenemos las inversiones financieras que realiza el Estado con su elevado superávit. Estos dineros son los que permitirán financiar los gastos del gobierno cuando vengan las "vacas flacas". A fines de 2005 el Fisco mantenía depósitos en el sistema financiero por el equivalente a casi 5000 millones de dólares. De ellos, sólo 1700 millones estaban invertidos en moneda extranjera y el resto en pesos. El Fisco va a necesitar esos recursos cuando baje el precio del cobre, o Chile caiga en recesión, lo que normalmente coincide con peores condiciones para acceder al financiamiento externo. Ambas situaciones tienden a coincidir con precios altos del dólar. Por lo tanto, tiene todo el sentido del mundo que el Fisco invierta esos recursos en moneda extranjera en períodos en que el dólar está bajo su valor de equilibrio. No hacerlo es mal negocio y además implica descuidar la obligación de velar por los equilibrios macroeconómicos de largo plazo. Párrafo aparte merece el hecho de que más del 85% de los depósitos del Fisco los intermedie una sola institución financiera, sin procesos de licitación. Esto no es transparente y representa un serio atentado a la competencia en el sistema bancario. En estos momentos en que una nueva administración ha asumido la conducción del Estado es una buena oportunidad para revisar estas prácticas.

# 1. Entorno Internacional: Fuerte crecimiento con inflación controlada ¿Demasiado bueno para durar?

Servicio de Estudios Económicos  
BBVA, Madrid

Joaquín Vial  
Gerente Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## Sorpresivo dinamismo de la actividad mundial

La actividad económica mundial ha sorprendido por su dinamismo, que persiste a pesar de los elevados precios del petróleo. Aunque los datos del último trimestre de 2005 resultaron algo decepcionantes en Europa y en EE.UU., los indicadores de estos primeros meses de 2006 están siendo superiores a lo esperado, especialmente en Europa, y en menor medida, se están produciendo algunas sorpresas al alza en el crecimiento económico en Japón y EE.UU. Todo parece indicar que el crecimiento se mantendrá elevado, al menos en el primer semestre del año, aunque podría moderarse en el segundo.

Coincidiendo con el cierre de este informe, el FMI dio a conocer sus proyecciones económicas para 2006 y 2007. Respecto de 2006 se revisó la proyección global de crecimiento mundial desde 4,3% a 4,9%, con mejoras en todas las regiones relevantes. Para 2007 se proyecta una leve desaceleración a 4,7%, tasa que permanece por encima de la tendencia histórica de crecimiento mundial.

En EE.UU., el crecimiento del ingreso disponible muestra una significativa moderación, y hay indicios de una corrección en curso en el mercado inmobiliario. Todo ello apunta hacia una ralentización en el crecimiento del consumo en esta economía y hacia un menor crecimiento de la demanda interna.

La sorpresa es que paralelamente han aparecido signos de una revitalización incipiente de la demanda externa. Un menor crecimiento de la demanda interna en EE.UU., parece estar siendo compensado por un mayor dinamismo previsto en otras economías. Por un lado, en Europa, la recuperación de las confianzas es un hecho, y debería venir acompañada de una mejoría de los datos de actividad, especialmente en economías que hasta ahora han mostrado un moderado crecimiento como ocurre con la alemana. Las condiciones financieras favorables para las empresas o la recuperación de la renta disponible de las familias, en un contexto de creación de empleo, constituyen bases sólidas para relanzar la demanda interna europea. Por otro lado, Japón ha vuelto a mostrar un notable crecimiento, superior a su potencial que podría facilitar una salida de la deflación en 2006.

A pesar del mayor crecimiento, la inflación se mantiene relativamente controlada dentro de rangos que no incomodan excesivamente a los respectivos bancos centrales, especialmente cuando se analiza su componente subyacente. Incluso en EE.UU., donde la utilización de los recursos productivos, capital y trabajo, ha aumentado significativamente y supera sus promedios históricos, el repunte de la inflación energética apenas se ha trasladado a los precios finales. De hecho, el comportamiento de los salarios reales, con tasas de crecimiento prácticamente nulas, a pesar de la situación cíclica de la economía, proporciona cierto margen para inferir que cualquier repunte de inflación va a ser relativamente limitado.

En este contexto, la política monetaria de EE.UU. está próxima a terminar su ciclo de subidas de tasas, que podría suponer situar las tasas oficiales en el 5%. Indudablemente, a medida que se aproxima el final del ciclo de subida de tasas, aumenta la incertidumbre sobre la senda futura de ellas. En la UEM, las tasas de interés, irán aumentando también de manera gradual y mucho más pausada hasta situarse en niveles de 3% a fines de 2006. También Japón dio en marzo el primer paso para cambiar su política monetaria modificando la política de relajación

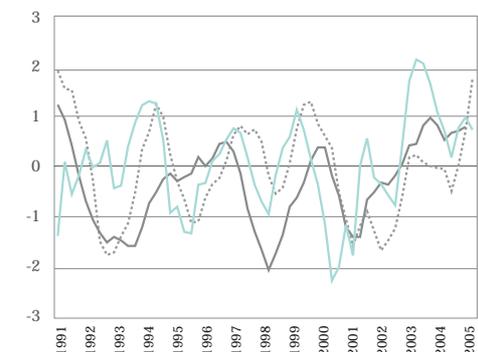
## Indicadores adelantados de actividad



— Indicador adelantado de actividad OCDE.  
— Índice de Bolsa Mundial.

Fuente: OCDE y Morgan Stanley.

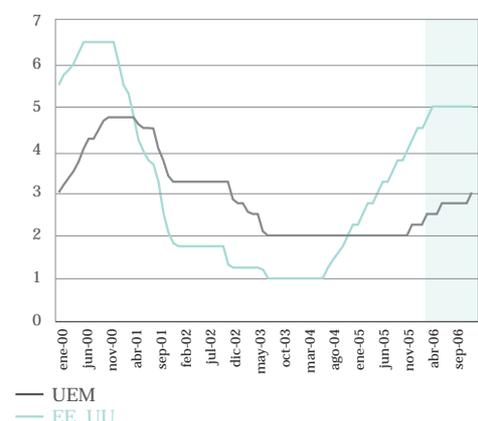
## Confianzas industriales (índices estandarizados)



..... Alemania  
— Japón  
— EE. UU.

Fuente: IFO, ISM y Tankan.

## Tasas de interés oficiales



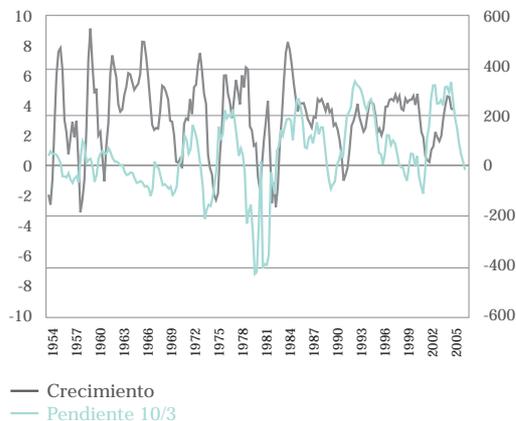
Fuente: Reserva Federal, BCE y BBVA.

### EE. UU.: Descomposición de los factores explicativos para las tasas a 10 años

	Tasas 10 años	Tasas reales
	1990	8,70
	2005	4,30
	Variación	4,40
Expectativas de tipos reales		-90
Expectativas de inflación		-100
Real term premium		-150
Prima de riesgo por inflación		

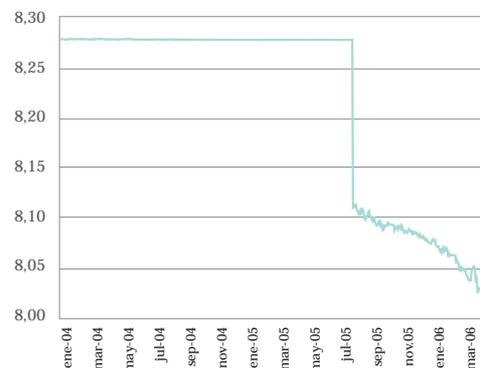
Fuente: BBVA.

### EE. UU.: Crecimiento y pendiente 10 Años / 3 meses (6 trim. adelantada)



Fuente: BEA y Reserva Federal.

### China: Evolución del yuan/dólar desde la revaluación de julio



Fuente: Bloomberg.

cuantitativa, que podría dar señales del abandono de las tasas de interés cero hacia fines de este año. En conjunto, los principales bancos centrales están moderando el grado de relajación que ha caracterizado a la política monetaria en años anteriores. Ahora bien, en todo caso, las tasas de interés esperadas son inferiores a los máximos alcanzados en ciclos alcistas anteriores.

Pero no solamente los países industrializados muestran un notable dinamismo, sino que debe destacarse que la economía mundial muestra una creciente interrelación, ya que no podría explicarse su evolución sin incorporar el crecimiento de la economía china. Esta economía sigue dando muestras de que el modelo de crecimiento orientado a la exportación está permitiendo generar una elevada actividad, especialmente en el gasto en inversión. Adicionalmente toda la región asiática se está beneficiando de las sinergias que supone este tipo de crecimiento, incluida la propia economía japonesa. Pero también debe destacarse el comportamiento de las materias primas, especialmente de algunas metálicas como el cobre o el oro que consiguen desafiar todos los pronósticos y situarse en niveles de precios que suponen máximos históricos. Esta evolución de las materias primas constituye a su vez un motor del crecimiento para algunos países de América Latina.

### ¿Cambios estructurales en la economía mundial?

En gran medida la cuestión principal es la sostenibilidad de esta situación en el tiempo. Indudablemente hay una serie de factores que sustentan la posibilidad de que la economía se encuentre ante un cambio estructural. Así, el desarrollo tecnológico y la globalización de la actividad, con el protagonismo de nuevos participantes en la economía de mercado están suponiendo una modificación en los mecanismos tradicionales de transmisión de precios y salarios. La credibilidad de los bancos centrales ha contribuido a mantener bajas tasas de inflación. Además, la globalización y diversificación de los mercados financieros, junto con la menor volatilidad macroeconómica, implica una reducción de las primas de riesgo, y, en consecuencia, supone una reducción de los niveles de las tasas de interés de largo plazo.

Este último es un factor diferencial significativo de la situación actual y podría explicar uno de los principales interrogantes: el hecho de que a pesar del aumento de las tasas oficiales en EE. UU., las tasas de largo plazo se hayan mantenido relativamente estables, y que, en consecuencia se haya producido un significativo aplanamiento de la curva e incluso una pequeña inversión de la misma. Habitualmente una inversión de la curva de tasas anticipaba una recesión económica, con un adelanto promedio de cuatro trimestres. Esto es, tasas futuras esperadas más bajas eran la principal explicación de la menor pendiente de la curva de deuda. Ahora bien, en esta ocasión, es posible añadir una explicación a esta reducción de la pendiente. En efecto, como ha señalado recientemente Bernanke, el aplanamiento de la curva de deuda es probablemente consecuencia de una menor prima de riesgo, derivada de la menor incertidumbre macroeconómica y de la mayor demanda de bonos por parte de agentes que resultan poco sensibles a los criterios de rentabilidad-riesgo. Esta explicación podría suponer que una curva plana es compatible con un crecimiento estable en los próximos meses, y no con una recesión de la economía.

Además de estos factores estructurales, algunos elementos coyunturales contribuyen a reducir los riesgos en la situación actual. En primer lugar, el ajuste progresivo al alza de las tasas de interés oficiales constituye un primer paso para limitar el exceso de liquidez que podría haber llevado a infravalorar el riesgo de algunos activos. En segundo lugar, la diferencia en el crecimiento de la demanda interna entre EE. UU. y otras economías se está moderando, a medida que se va relanzando el crecimiento en Europa y Japón, y se modera el crecimiento del sector inmobiliario y del consumo en la economía estadounidense. Por último, el dinamismo de

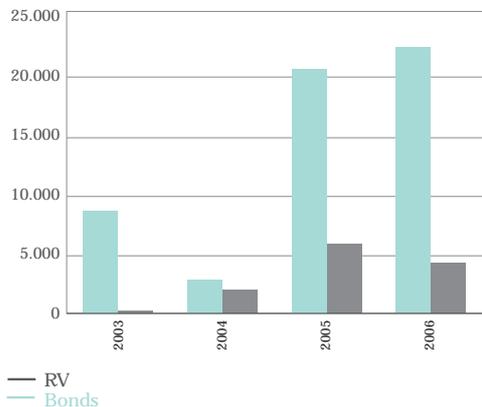


### Proyecciones de tasas de interés y tipo de cambio

	2005	2006	2007	2005	2006	2007
<b>EEUU</b>	Fin de periodo			Promedio		
Tasas oficiales	4,25	5,00	5,00	3,20	4,90	5,00
Tasas 10 años	4,50	5,20	5,10	4,30	4,80	5,10
<b>UEM</b>						
Tasas oficiales	2,25	3,00	3,25	2,00	2,60	3,20
Tasas 10 años	3,40	3,80	4,20	3,40	3,70	4,10
<b>DIVISAS</b>						
Dólar-euro	1,19	1,23	1,26	1,24	1,21	1,25

Fuente: BBVA.

### Emergentes: Entradas de capital netas acumuladas (miles de millones de dólares)



Fuente: BBVA - Capital Flows, EPFR.

### América Latina: Evolución de los mercados financieros



Fuente: JP Morgan y Morgan Stanley.

y se ralenticen algunos de los flujos de capitales de no residentes, podría mostrar una ligera inclinación. Las tasas de interés de largo plazo se situarán en el 4,8 y en el 5,1% en promedio en 2006 y 2007, respectivamente. En Europa, las tasas de largo plazo que han descendido significativamente en 2005, se mantendrán en niveles históricamente bajos debido al escaso recorrido al alza esperado para las tasas oficiales y a la demanda de activos de largo plazo de los inversores domésticos, en gran medida como consecuencia de medidas regulatorias. Así, en promedio, las tasas a diez años en Europa se situarán en 3,7 y 4,1% en 2006 y 2007, casi un punto por debajo de los de EE.UU. Este diferencial de tasas de interés seguirá siendo uno de los principales soportes del dólar que con el euro se mantendrá en un rango estable en el entorno del 1,21 en 2006 y del 1,25 en 2007. Ahora bien, la situación de la balanza corriente en EE.UU. implica un balance de riesgos a la baja para el dólar.

### Flujos de capital hacia emergentes: ¿exuberancia racional?

El comienzo del año 2006 ha mostrado una notable aceleración de los flujos de capital hacia las economías emergentes. De hecho, las entradas netas de capital en renta variable en los tres primeros meses de este año suponen el 110% del total de las entradas registradas en 2005, mientras que las entradas en renta fija suponen alrededor del 75% de todo lo recibido por estos países el año anterior. En consecuencia, los precios de los activos en estas economías están aumentando significativamente: los índices bursátiles muestran notables ganancias, las primas de riesgo alcanzan mínimos históricos, las divisas se aprecian.... Todo ello en medio de volatilidades en niveles relativamente bajos. Así, a pesar de que se aprecia alguna diferenciación por países, el contexto general de los mercados financieros para los países emergentes se puede considerar como muy favorable. ¿Cuánto durará esta bonanza? Sin duda esto va a depender de factores domésticos, pero especialmente de factores externos. Aunque la mejoría de las variables fundamentales en muchos de los países emergentes está favoreciendo este comportamiento de los flujos de capital, no cabe duda de que las condiciones de elevado crecimiento de la economía mundial con una inflación controlada y con una liquidez elevada pudieran estar dando lugar a que hubiera algún tipo de infravaloración del riesgo por parte de los inversores. Sin embargo, si se materializa el escenario base descrito anteriormente, ello se traducirá en precios de productos básicos elevados y tasas de interés de largo plazo bajas. Esta es una combinación ganadora para la mayoría de los países emergentes, razón por la cual aquellos que han sido capaces de mejorar sus balances fundamentales van a seguir gozando de acceso al financiamiento externo en condiciones muy favorables.

### Materias Primas: ¡Imparables!

En este contexto de crecimiento económico mayor que lo esperado, con tasas de interés muy bajas y sin riesgos inmediatos de desbordes inflacionarios, los precios de las materias primas han aumentado a niveles record. En casi todos los casos las historias son muy parecidas: después de varios años en que el consumo creció a ritmo relativamente lento y de precios muy bajos (cobre, petróleo, etc.) en los que cayeron las inversiones en exploración y hubo expansiones muy limitadas en la capacidad de producción (extracción y refinación en el caso de esos productos), los mercados han sido sorprendidos por un prolongado período de rápida expansión en la demanda, que ha llevado a ocupar las capacidades disponibles al máximo. El año 2006 iba a ser un año de pausa en la expansión en la demanda, que iba a permitir que los productores ampliaran los márgenes de seguridad en el abastecimiento, a la espera de los aumentos de capacidad que iban a restaurar equilibrios con precios más normales. Eso no ha ocurrido: la postergación de la desaceleración económica en China y Estados Unidos, junto al mayor dinamismo de Japón, el resto de Asia e incluso Europa han eliminado cualquier margen de seguridad que se esperaba construir en la primera

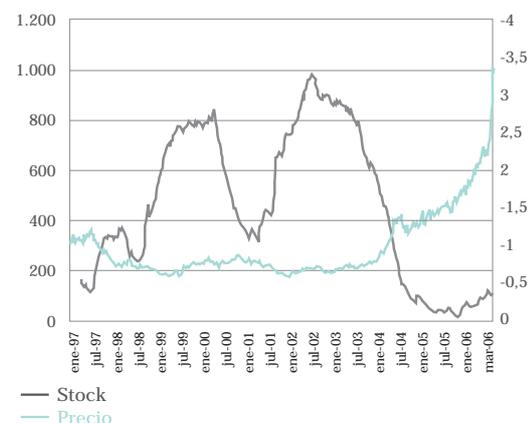
mitad de 2006. En el caso del petróleo los problemas se han complicado por los riesgos geopolíticos asociados al programa nuclear en Irán. En cuanto al cobre, en 2005 la producción se vio plagada de problemas que impidieron a las empresas mineras cumplir con las metas de producción programadas y en lo que va corrido de 2006 no se aprecia una recuperación de los niveles de producción perdidos. Esto no es sorprendente en un ambiente en que las empresas mineras tratan de sostener niveles de producción de máximo uso de la capacidad por un tiempo prolongado. Cobre y petróleo tienen en común que desarrollar capacidad adicional, tanto a nivel de extracción como refinación (fundición también, en el caso del cobre) toma tiempo y requiere cuantiosas inversiones. En el corto plazo, lo único que puede reaccionar para cerrar las brechas es el precio, pero en ambos casos la demanda presenta bajas elasticidades, razón por la cual estos precios suben mucho y se mantienen altos por períodos de varios años.

En los últimos meses hemos sido testigos de dos desarrollos adicionales que refuerzan las tendencias alcistas: por una parte, las alzas de precios se han generalizado, incorporando metales preciosos (reflejo de decisiones de tipo financiero y de expectativas de alzas adicionales en el futuro) y alimentos tan diversos como azúcar y harina de pescado, reflejo de que el crecimiento de la demanda está presionando mercados que antes aparecían bien abastecidos. Por otra parte, han aparecido abundantes noticias de escasez de repuestos, piezas y partes para la minería, reflejo de que los problemas de capacidad han avanzado una etapa hacia atrás en la cadena de producción, impactando sobre los costos de la actividad minera.

A lo largo de 2005 y en 2006 nos hemos visto obligados a revisar nuestras proyecciones de precios para estos productos, siempre al alza, y es muy posible que tengamos que hacerlo de nuevo en el futuro si se mantiene el ritmo de expansión de la economía mundial y no desaparecen los riesgos sobre la capacidad de producción futura.

Por cierto, esto también plantea dudas respecto de la sostenibilidad del ritmo de expansión económica mundial, al menos en lo que respecta a la posibilidad de mantener la inflación bajo control y las tasas de interés tan bajas por un tiempo prolongado. En la economía del Siglo XXI las materias primas ya no tienen un peso tan fuerte sobre los costos de manufacturas y servicios como en el pasado, pero la historia de restricciones de capacidad que se extienden abarcando nuevos mercados y llegando más recientemente a afectar a productos manufacturados vinculados a la producción de materias primas es muy sugerente.

## Precio del cobre e inventarios



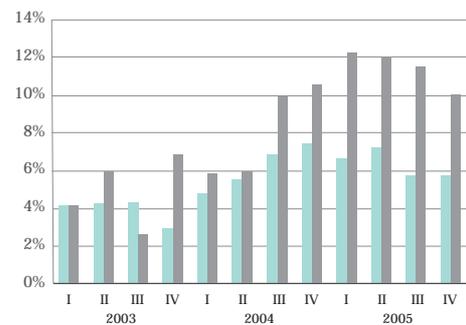
Fuente: Cochilco.

**Michael Settels**

Economista Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## PIB y demanda interna trimestral

(variación interanual)

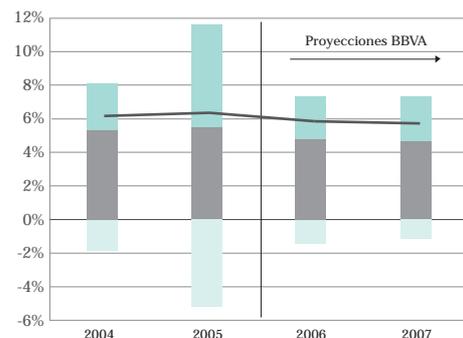


■ PIB  
■ Demanda Interna

Fuente: Banco Central de Chile.

## Crecimiento del PIB y aporte de sus componentes

(variación interanual y aporte en puntos porcentuales)



■ Inversión  
■ Resto Dem. Int.  
■ X Netas  
— PIB

Fuente: Banco Central de Chile, SEE BBVA Chile.

## 2. Panorama Macroeconómico: se modera la demanda interna

### Una breve mirada atrás: Unas décimas "extra" para 2005

A estas alturas el año 2005 ya es historia y lo que más nos debería interesar son las perspectivas para este año y los próximos. Sin embargo, no está demás un breve vistazo hacia atrás para revisar los resultados del año pasado.

Lo primero que hay que mencionar es el recálculo del PIB a partir del año 2003 en adelante. Éste se debe a un cambio en la contabilización de la actividad del sector comunicaciones consistente en una modificación de los ponderadores de sus componentes (específicamente: se aumentó la importancia de la telefonía celular e Internet en desmedro de la telefonía fija). Lo anterior significó una revisión al alza del PIB de 0,1% y 0,2% en 2003 y 2004 respectivamente. En 2005 implica un mayor crecimiento de 3 décimas a nivel del PIB total, el cual alcanzó 6,3% (en vez de 5,9% que habíamos anticipado nosotros sin considerar este cambio contable), superando así la expansión del año anterior (6,2%). Sin embargo, este mejor desempeño no fue una sorpresa ya que el Banco Central lo anunció en enero.

Quizás un poco más sorprendente son las revisiones de las cifras a nivel de Gasto del PIB que subrayan la gran fuerza e importancia de la demanda interna para el crecimiento total. Además, modificaron el perfil de crecimiento a través de los trimestres al corregir (significativamente) al alza los primeros dos trimestres. Según las últimas cifras la demanda interna se expandió en 12,3% y 12,0% en el primer y segundo trimestre respectivamente (antes: 11,4% y 11,5%) para declinar a 11,5% en el tercero (11,6% antes) y a 10,1% en los últimos tres meses del año 2005, lo que se ajusta más a nuestras expectativas de que la demanda interna debía empezar un proceso de paulatina desaceleración.

Destaca dentro de la fuerza de la demanda interna en primer lugar el crecimiento de la inversión y del consumo de bienes durables, creciendo 24,7% y 27,4% respectivamente. La inversión por sí sola explica más que la mitad del crecimiento de la demanda interna (6,1% de 11,4%). Sin embargo, dado que la expansión de la inversión en especial de maquinaria y equipos y del consumo de durables se abastecen en su mayoría con importaciones, su aporte neto al crecimiento de la demanda es bajo. De esta forma las importaciones mostraron una expansión igualmente fuerte (superior a 20%), mientras las exportaciones reales desaceleraron su crecimiento a 6,1%<sup>1</sup>.

### Mirando hacia delante: Perspectivas para 2006 y más allá

Nuestras proyecciones hacen prever varios años de crecimiento sólido para la economía chilena, superando el 5% en cada uno de los años venideros. Creemos que en 2006 se alcanzará un crecimiento de 5,8%, seguido por un resultado marginalmente inferior en 2007 (5,7%) para bajar hasta 5,3% en 2008. En el corto plazo, esperamos una aceleración del crecimiento durante la primera mitad del año alcanzando su máximo en el tercer trimestre, para desacelerar hacia el final del año y en 2007. Respecto de la composición del crecimiento se observa que la demanda interna seguirá siendo su principal motor aunque crecerá a tasas bastante más moderadas que en 2005.

Igual como el alto crecimiento de la demanda interna en 2005 tuvo su origen en la expansión de la inversión (además de la del consumo

<sup>1</sup> No hay que confundir las exportaciones e importaciones nominales en dólares con las reales a pesos constantes. En el caso de los primeros el saldo comercial es ampliamente positivo debido al fuerte crecimiento en los precios de las exportaciones (en especial del cobre). Sin embargo en términos reales (volumen) las importaciones superan ampliamente las exportaciones por lo que el aporte neto del sector externo al PIB real es negativo.

duradero), su esperada disminución en 2006 se explica por la moderación de estas mismas variables. La inversión ya empezó a desacelerar en el último trimestre del año pasado (desde tasas muy elevadas) y datos parciales recientes, tales como las importaciones de bienes de capital de los primeros meses del año, indican una acentuación de esta tendencia. Esperamos que el crecimiento de la inversión se establecerá algo por debajo de 10% en la primera mitad del año (desde un promedio de casi 25% en 2005) para disminuir algo más en la segunda mitad del año, alcanzando en promedio 8,8% en todo 2006.

Respecto del futuro, hay datos muy alentadores sobre proyectos de inversión en carpeta. Éstas se mantienen en niveles muy elevadas aunque su crecimiento es marcadamente menor dada una base de comparación ya muy alta. Es además reconfortante que el valor de proyectos de inversión planificadas para el 2007 a estas alturas ya esté alcanzando casi el nivel del año 2005. Lo anterior se refleja en nuestras proyecciones de inversión, cuya tasa de crecimiento se mantiene cerca de 8% por lo menos hasta 2008, lo que elevará la tasa de inversión por sobre 30% del PIB con efectos positivos sobre el crecimiento potencial<sup>2</sup>.

El consumo mostrará una paulatina desaceleración. Por parte del consumo duradero esperamos todavía altas tasas de crecimiento en la primera mitad del año, para después declinar a tasas por debajo de los dos dígitos en la segunda.

El otro lado de la misma medalla son las importaciones: En la medida que el crecimiento de la inversión y del consumo de bienes durables se moderen, también lo harán los volúmenes importados.

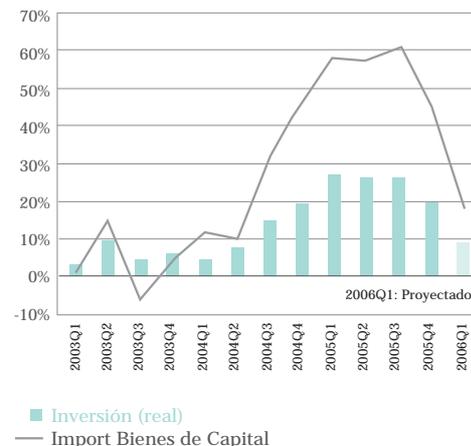
### Cobre, tipo de cambio y crecimiento: ¿Tenemos un problema?

Desde finales de marzo el precio del cobre aceleró su tendencia alcista (entre el 29 de marzo y el 21 de abril acumuló un avance de 25,6%), superando incluso la frontera de 3 dólares por libra. En consecuencia, el tipo de cambio mostró una apreciación considerable en el mismo período. En este ambiente no se hizo esperar la reaparición de llamados a las autoridades para frenar la caída del dólar.

Los temores sobre una desaceleración y pérdidas de empleo en el corto plazo parecen exagerados en un país que está creciendo por sobre su potencial y creando puestos de trabajo a tasas elevadas (ver sección sobre el mercado laboral más adelante). Sin embargo, la situación plantea varias interrogantes respecto de la actual evolución de la economía chilena: ¿Qué tan sobrevaluado está el peso?, ¿conviene una intervención? y ¿Qué pueden hacer las autoridades?

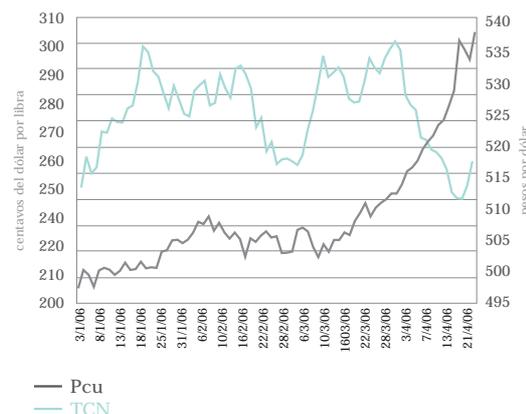
Un centavo más por libra de cobre significa una mayor oferta de dólares, a pesar de que gran parte del ingreso se ahorra (la parte que le corresponde al Fisco) y otra parte se destina a las remesas de utilidades que hacen empresas mineras extranjeras. Por lo tanto, el peso estaría mucho más apreciado todavía si no existiese el ahorro por parte del Fisco y todo el ingreso por cobre entrara al mercado cambiario local. Significa además que la apreciación actual será pasajera y se corregirá en la medida que el precio del cobre empiece a ceder. Hay que considerar también que el precio del cobre no es el único determinante del tipo de cambio. En la medida que la economía chilena mantenga su crecimiento robusto y el riesgo país se mantenga estable, el diferencial de tasas con EE. UU. aumentará o por lo menos no se reducirá, lo que actuará como soporte adicional al peso, incluso si cae el cobre. Tomando en cuenta lo anterior creemos que el peso se mantendrá en promedio alrededor de US \$ 530.

### Inversión e importaciones de bienes de capital (variación interanual)

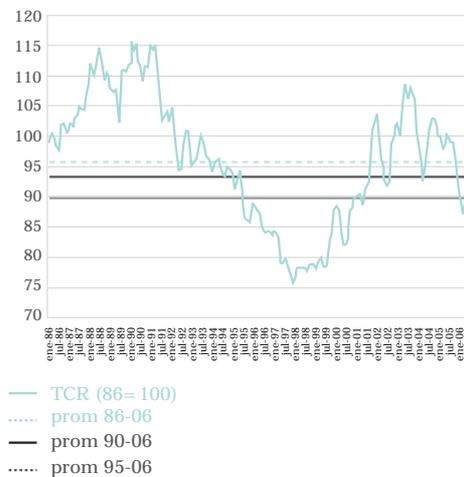


Fuente: Banco Central de Chile, SEE BBVA Chile.

### Precio del cobre y tipo de cambio diario

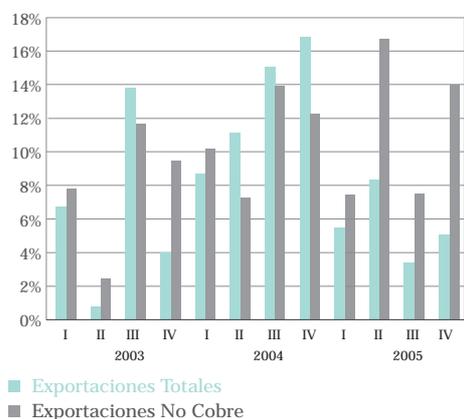


### Tipo de cambio real (1986=100)



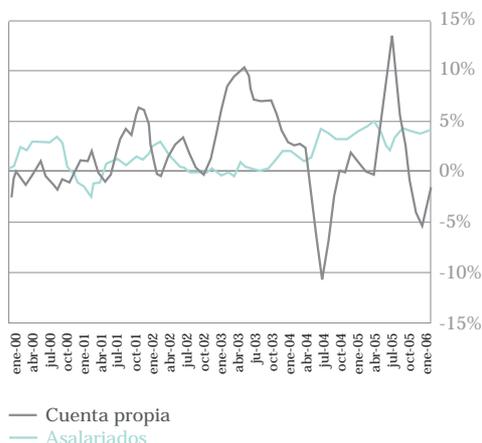
Fuente: Banco Central de Chile.

### Exportaciones reales de bienes (variación interanual)



Fuente: Banco Central de Chile.

### Empleo por categoría ocupacional (variación interanual)



Fuente: INE.

La medida mucho más útil para evaluar la competitividad de las exportaciones chilenas es el Tipo de Cambio Real<sup>3</sup>. En ella influye, por ejemplo, la debilidad generalizada del dólar americano frente una gran cantidad de monedas incluyendo las de los competidores de productores chilenos en los mercados internacionales. Viendo la medida del Tipo de Cambio real uno observa que, a pesar de la fuerte apreciación nominal (alrededor de 30% entre su máximo en febrero 2003 y febrero 2006), éste se mantiene en un nivel relativamente competitivo en comparación con distintos promedios históricos y ciertamente si se compara con la segunda mitad de los años noventa<sup>4</sup>.

Con estos aspectos en mente podemos dedicarnos ahora a la pregunta de los efectos del alto precio del cobre y de la apreciación del peso sobre la actividad económica. Sin duda que hay ganadores y perdedores en esta evolución. La baja del peso favorece la demanda interna puesto que los bienes importados (en especial bienes de capital y bienes de consumo duradero), bajan de precio lo que finalmente se traduce en mayor poder adquisitivo general de la población. Por otro lado los sectores productivos que compiten directamente con productos importados denominados en dólares, específicamente vestuario, calzado, electrónica menor etc., cuya procedencia es el sudeste asiático y en especial China, se ven perjudicados por el menor precio de esos productos.

Ahora bien en el caso del sector exportador, que más alega por la apreciación, los datos no reflejan sus problemas. El crecimiento de las exportaciones reales excluyendo el cobre (o excluyendo todas las exportaciones mineras) de 2005 superó el de 2004 a pesar de la fuerte apreciación del peso (11,4% en 2005 vs. 10,8% en 2004). Tampoco se observa un patrón definido a través del año, más bien hay una aceleración del crecimiento en el último trimestre cuando la apreciación fue más fuerte. Por lo tanto a pesar de la apreciación, no es evidente una falta de demanda por productos chilenos ni tampoco menos disposición de los productores chilenos a exportar frente a los precios que pueden obtener en el exterior. Es más bien la debilidad del sector minero (en términos de volúmenes) lo que explica la gran desaceleración en el crecimiento de los volúmenes totales exportados (desde 12,8% en 2004 a 5,6% en 2005). Si revisamos las exportaciones en términos de valor, incluyendo la información disponible para los primeros tres meses de 2006, el panorama es parecido: no se observa una reacción sistemática de las exportaciones a la apreciación. Esto es especialmente evidente si se toman en cuenta las exportaciones industriales (que incluyen rubros tan importantes como el vino, el salmón, harina de pescado, celulosa y exportaciones forestales) que explican aprox. 85% de las exportaciones no mineras.

### Mercado Laboral: Mujeres trabajando

El mercado laboral es uno de los lugares en que se refleja mejor el fuerte desempeño de la economía chilena en este momento. El empleo sigue creciendo sólidamente y lo que llama realmente la atención es el crecimiento del empleo asalariado, que sigue superando 4% desde hace muchos meses. Mientras tanto el empleo por cuenta propia sigue su comportamiento errático sumando varios meses de expansiones negativas después de crecimientos muy altos a mitad del año pasado. Es difícil explicar el comportamiento de esta variable y lo más probable es que esté afectada por problemas de medición. Mucho más importante, en todo caso, parece el comportamiento del empleo asalariado. No sólo

<sup>3</sup> El precio relativo de productos chilenos respecto a los productos del resto del mundo.

<sup>4</sup> En el largo plazo se debería esperar una tendencia alcista de la moneda local, en la medida que la economía chilena siga evolucionando hacia un país desarrollado. La moneda de un país que aumenta su nivel de desarrollo tiende a apreciarse (debido al aumento del precio relativo de bienes del sector no transable). Sin embargo tampoco hay que pensar que esta tendencia a largo plazo tendría algo que ver con la apreciación actual.

abarca una mayor cantidad de empleados (la relación entre empleados asalariados y por cuenta propia es de 2,7 asalariados por 1 independiente) sino que tiene además un mayor efecto multiplicador. El empleo asalariado en general es percibido como más estable y mejor remunerado, lo que lo convierte en uno de los sustentos más importantes del consumo privado. No parece muy atrevido ver una causalidad entre el fuerte crecimiento del consumo duradero y el crecimiento del empleo asalariado.

Viendo las cifras del mercado laboral en más detalle llama la atención el comportamiento de la fuerza laboral femenina. Empezando en el año 2003 se observa una mayor integración de las mujeres en el mercado laboral, proceso que toma especial fuerza entre el último trimestre de 2004 y el tercero de 2005 (entre septiembre 2004 y 2005 la fuerza de trabajo femenina creció a un ritmo promedio de 6,5% anual). Inicialmente el crecimiento de la fuerza de trabajo femenina superó el del empleo, esto cambió en la primera mitad de 2005 y la tasa de desempleo de las mujeres empezó a descender. Entre 2003 y 2006, la mayor incorporación de las mujeres hizo subir su tasa de participación en la fuerza laboral en cerca de 3 puntos porcentuales (desde aprox. 34% a algo más de 37% considerando promedios anuales para limpiar por efectos estacionales), lo que es sólo comparable con un aumento similar al inicio de la década de los noventa (cuando subió desde niveles algo por debajo de 31% hasta por sobre 34% en un lapso de tiempo parecido). Esta mayor participación logró revertir una tendencia a la baja en la tasa de participación global debido a que la de los hombres tendía a la baja. Esto se explica por mayores períodos de educación que retrasan el inicio de la vida laboral y reducen el número de personas de 15 años y más que participan activamente en el mercado laboral. Dado que este efecto afecta tanto a los hombres como a las mujeres, parece más notable todavía el aumento en la tasa de participación femenina. Puesto que la experiencia pasada muestra que avances en esta materia no se pierden en el futuro (el aumento al inicio de los noventa hasta 34% se mantuvo con variaciones durante toda la década de los noventa), este fenómeno tendrá un impacto positivo (junto a la mayor tasa de inversión) sobre el crecimiento potencial de la economía chilena.

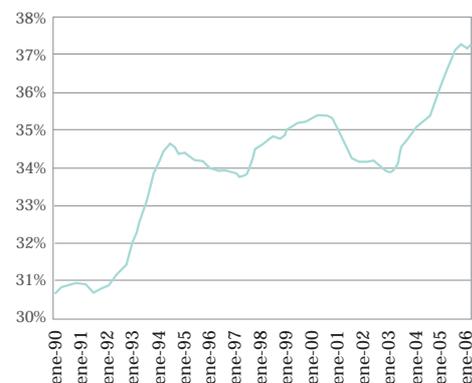
Otro efecto positivo que se da en el mismo contexto es que se evitaron mayores presiones salariales, a pesar del fuerte crecimiento del empleo. Si bien observamos un crecimiento en los índices de remuneraciones nominales durante 2005, éstos, al tratarse de índices por hora, estaban muy influenciados por la reducción en la jornada laboral a partir de enero de ese año. Por lo tanto, los aumentos no reflejaron aumentos equivalentes en el poder de compra de los trabajadores. Una vez desaparecido este efecto en las estadísticas de 2006, se comienza a observar una moderación en el aumento de las remuneraciones por hora.

Sin embargo hay que tomar en cuenta que el crecimiento de la fuerza laboral, en especial en caso de las mujeres no seguirá eternamente. Cifras del mercado laboral recientes lo reflejan y muestran una clara desaceleración en el aumento de la fuerza de trabajo desde el último trimestre 2005. Si bajo estas condiciones el empleo, y especialmente el empleo asalariado, sigue creciendo a las tasas actuales, crecerá la presión sobre los salarios.

### Sector público: La caja llena

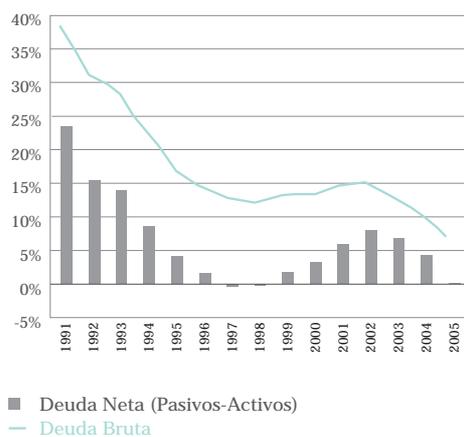
Cuando hablábamos de los ganadores y perdedores por el alto precio del cobre ya habíamos mencionado a uno de los ganadores principales: El Fisco. Explicado principalmente por el alto precio del cobre y la mayor actividad económica, el superávit fiscal alcanzó 4,8% del PIB en 2005. Los recursos correspondientes se destinaron en parte para el prepago de deuda, con lo cual la deuda pública descendió desde 10,8% del PIB a finales de 2004 hasta 7,5% a finales de 2005. Puesto que otra parte importante del superávit se usó para la acumulación de activos, la deuda neta (pasivos menos activos) del gobierno central disminuyó desde 4,2%

### Tasa de participación de las mujeres en la fuerza laboral (promedio móvil 12 meses)



Fuente: INE.

### Deuda del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: Dipres.

del PIB (2004) a -0,1% del PIB en 2005, o sea el gobierno central se convirtió en acreedor neto<sup>5</sup>. Debido a que el precio del cobre se mantendrá muy por encima de su precio de largo plazo, 2006 será otro año con un superávit fiscal considerable. De hecho esperamos un superávit sólo levemente inferior al de 2005. Sin embargo, hay que tomar en cuenta que la acumulación de activos y la disminución de pasivos es el efecto deseado para "ahorrar para las vacas flacas" y tener en esos tiempos la posibilidad de volver a aumentar el endeudamiento para mantener un gasto acorde a la regla de balance estructural.

La mantención del IVA en 19%, consagrada por ley días atrás ayudará al gobierno a cumplir cómodamente con la regla del superávit estructural de 1% del PIB, a pesar de sus planes de aumentar ciertos gastos sociales, empezando con las pensiones mínimas. Aunque parezca paradójal no cumplir con la promesa de bajar un impuesto en una situación en la cual las cajas del gobierno estén más que llenas, se estimó necesario buscar soluciones de financiamiento más permanentes como el IVA, dado que los ingresos actuales son transitorios. Aparte de lo anterior parece muy probable que en la próxima revisión, el PIB potencial y el precio de largo plazo del cobre serán revisados considerablemente al alza. El PIB debido a mayores tasas de inversión y la evolución descrita en la fuerza laboral, y el cobre por su trayectoria reciente. Ambos efectos permitirán un mayor gasto fiscal.

### Los riesgos: Nada nuevo

Causa un poco de aburrimiento hablar de los riesgos para la economía chilena puesto que desde hace varios trimestres tenemos que hablar prácticamente de lo mismo. En el caso de los riesgos externos sigue siendo la mayor amenaza el precio del petróleo y sus posibles efectos sobre la inflación y la actividad. Está también en la lista el peligro de subidas más bruscas de tasas de interés con efectos en la demanda mundial, en especial en EE. UU. en respuesta a la demora en el ajuste de los desbalances externos. Sin embargo, el petróleo no cede y a pesar de eso Japón y Europa, en especial Alemania, se recuperan dándole el espacio a los EE.UU. para desacelerar un poco, y así aliviar sus problemas de déficit externo. Las tasas están subiendo, pero a un paso moderado y por ahora la situación se ve menos peligrosa que hace un año atrás. No obstante siempre será peligrosa la autocomplacencia: Hay que ver que pasará con el precio del petróleo frente crisis internacionales, como el conflicto nuclear con Irán y si hay un umbral de su precio detrás del cual los efectos se vuelvan más nefastos para la economía mundial. La experiencia de los últimos años nos ha demostrado que las economías logran absorber este choque mejor que lo que se esperaba. Para nuestras proyecciones hemos incorporado una trayectoria bastante elevada del petróleo (promedio 2005: 61US\$/Barril y 56US\$ en 2007) y a pesar de eso la economía chilena se mantendrá fuerte. En el caso chileno, el efecto positivo del alto precio del cobre más que compensa el efecto adverso del petróleo.

El mayor riesgo interno en tanto sigue siendo el posible sobrecalentamiento de la economía, en caso que la demanda interna no desacelere lo suficiente. Sin embargo, como hemos mencionado antes, los datos recientes de importaciones muestran resultados bastante tranquilizadores, pero hay que ver si es una tendencia o algo temporal. Otro factor importante en este sentido y muy digno de ser vigilado es la evolución de los salarios frente un mercado laboral cada vez más estrecho. Si el crecimiento de los salarios acelera, presiones sobre la demanda interna y la inflación estarían a la vuelta de la esquina, haciendo necesario ajustes mayores en las tasas de interés.

<sup>5</sup> Este hecho tiene además consecuencias no menores en el mercado financiero por contribuir a la escasez de instrumentos de renta fija en el mercado chileno que está detrás de tasas de interés de mediano y largo plazo muy bajas (ver sección financiera de esta publicación).

### 3. Panorama Financiero: Las expectativas se mantienen acotadas

A pesar de los elevados precios del petróleo y la solidez en la actividad, no hay un espacio importante para temores inflacionarios, tanto a nivel doméstico como internacional. Tal como se señalaba en la sección de panorama internacional, el bajo traspaso del precio del petróleo a la inflación norteamericana permitiría proyectar estabilidad en las tasas de interés internacionales. En la economía doméstica se proyecta también un moderado impacto del petróleo sobre la inflación, ayudado en buena parte por el menor crecimiento de la demanda interna previsto para este año. Esto se traduciría finalmente en alzas pausadas en la tasa local con la consiguiente estabilidad en las tasas de largo plazo. Este escenario financiero apacible parece verse interrumpido con una elevada apreciación de la moneda.

#### El precio del petróleo: ¿una verdadera amenaza?

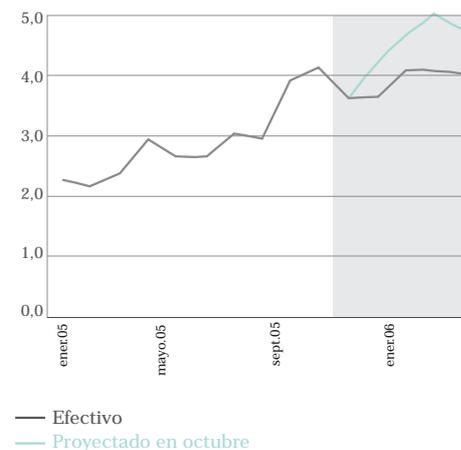
A pesar de la resistencia a la baja del precio del petróleo, la inflación futura se visualiza perfectamente contenida, en particular en lo que respecta a las medidas de inflación más limpias (subyacente y subyacente libre de tarifas reguladas). Esta tranquilidad inflacionaria permite reforzar la proyección de un escenario de ajuste paulatino en el impulso monetario local, con la consiguiente estabilidad en las tasas de largo plazo.

Bastante por debajo de lo que se esperaba desde mediados del año pasado, la trayectoria inflacionaria apenas superó el techo de la banda durante el primer trimestre del año 2006, en circunstancias que en la segunda parte de 2005, proyectábamos que ésta podría llegar incluso a 5% en febrero. Registros inflacionarios por debajo de lo esperado, provocados en parte por la apreciación del peso, se conjugaron favorablemente con una menor intensidad de subidas de tasas por parte del Banco Central a partir de la reunión de diciembre, y terminaron por enmarcar un escenario financiero de vuelta a la calma que anunciamos en el número anterior de esta publicación. Lo anterior fue especialmente oportuno, pues en el momento en que los mercados estaban comenzando a internalizar este nuevo escenario inflacionario (vía alzas de tasas de interés y tipo de cambio más apreciado), los registros mensuales comenzaron a sorprender casi sistemáticamente a la baja (desde noviembre de 2005). Esto se sumó a la claridad del mensaje que entregó el Banco Central a mediados de enero en que enfatizó la gradualidad esperada en el escenario futuro de tasas. Así la moderación de la trayectoria inflacionaria se acompañó de la vuelta de las tasas de interés de mediano y largo plazo a sus niveles de tendencia, luego de las importantes alzas observadas a fin de año. A pesar de que los aumentos de tasas de mediano y largo plazo se revirtieron, al menos parcialmente, resulta de interés notar la forma en que éstas habían comenzado a incorporar un escenario con más riesgos de inflación y por ende mayores tasas de corto plazo (que en ese momento se proyectaban mucho más altas que las actuales).

Una vez "superado el susto" del primer trimestre del año, que aunque transitorio pudiese haber sido capturado con más fuerza por los mercados, ha venido a rondar la amenaza de que el precio del petróleo se mantenga elevado por un tiempo prolongado. Afortunadamente, las alzas en el precio del petróleo han encontrado a la inflación en un "buen pie", permitiendo mantener apartados los escenarios de temores inflacionarios. Dichas alzas del precio del petróleo han sido incorporadas por los agentes como un fenómeno de larga duración y los sesgos se inclinan hacia subidas todavía más elevadas que las registradas hasta ahora. Si bien, el mayor precio del petróleo presionaría al alza a la inflación principalmente por la vía de precios de combustibles y tarifas de locomoción colectiva, éstos no lograrían instalarse en la inflación más depurada, gracias al menor crecimiento esperado para la demanda interna durante 2006.

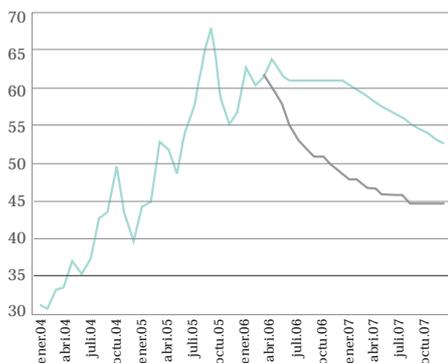
**Francisca Lira**  
Economista Senior  
Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

#### Primer Trimestre 2006: Inflación efectiva versus pronósticos previos (variación interanual en %)



Fuente: BBVA.

### Proyecciones del precio del petróleo (US\$/b)



— Proy. actuales  
— Proy. anteriores

Fuente: SEE BBVA.

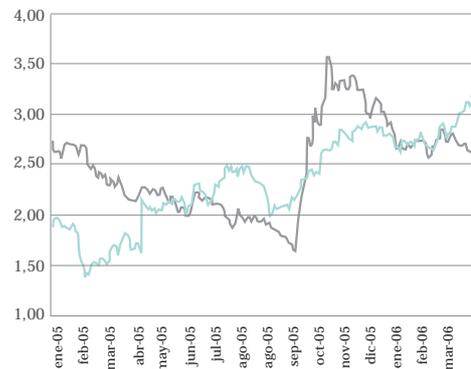
### Evolución y proyecciones de inflación total y subyacente (variación % 12 meses)



— Total  
— Subyacente

Fuente: SEE BBVA.

### Evolución de tasas de interés indexadas a la inflación en Chile y EE. UU. (%)



— PRC 8  
— EE. UU. a 10 años reajutable y ajustada por riesgo país

Fuente: ABIF y Federal Reserve.

A continuación se entrega el detalle de nuestras proyecciones de inflación y sus principales supuestos.

- Considerando la incertidumbre asociada al petróleo en lo que respecta al abastecimiento y en circunstancias que el crecimiento de la demanda continúa sólido, (ver sección de materias primas de este número), hemos revisado al alza nuestras proyecciones para el precio del crudo en todo el horizonte de proyección. Tal como se muestra en el gráfico adjunto, para 2006 estamos considerando un precio de US\$/b 61 (antes US\$/b 55) y para 2007 un promedio de US\$/b 56 (bastante por sobre la proyección anterior de US\$/b 37).
- Las alzas en el precio de los combustibles y tarifas de locomoción colectiva que vienen ocurriendo desde fines de febrero, se reflejaron en una inflación de 0,6% en el mes de marzo<sup>6</sup> y se espera influyan también positivamente sobre los registros de abril y mayo. Con esto, la trayectoria en doce meses permanecería levemente por sobre el techo de la banda durante todo el primer semestre del año (con la excepción de abril). Esta inflación por sobre el 4,0% durante el primer semestre de 2006, no debiera ser fuente de preocupación, pues se trata de un fenómeno que se considera transitorio, aunque prolongado en el tiempo. En efecto, aunque el precio del petróleo se mantenga en los US\$ 61/ b en lo que resta de 2006, esperamos que la inflación vuelva al centro del rango meta en la segunda parte del año, cerrando diciembre con un 3,0% y permaneciendo en torno a este nivel para lo que resta de 2007.
- Esta situación de tranquilidad inflacionaria está sustentada también en una proyección de inflación subyacente (que excluye combustibles y perecibles) que se espera permanezca contenida en todo el horizonte de proyección, alcanzando un promedio de 3,4% y de 2,8% en 2006 y 2007, respectivamente. Esta moderación subyacente es consecuencia con el menor crecimiento de la demanda interna previsto para este año, y que ya se comenzó a manifestar en el primer trimestre de 2006. A esto se agrega un tipo de cambio real que en promedio bordearía la parte baja de su valor histórico (considerado equilibrio de largo plazo).
- Lo anterior se observa con mayor nitidez en los registros de la inflación subyacente más depurada, que además de combustibles y perecibles excluye tarifas reguladas o indexadas a la inflación. En efecto, la inflación del IPCX1 se estabilizó en niveles entre 2,5% y 2,8% a partir de octubre del año pasado, dejando atrás los niveles inflacionarios anormalmente bajos que se observaron desde fines de 2003. En línea con la evolución anterior, nuestra proyección de inflación más depurada se ubica en la parte baja del rango meta a partir del segundo semestre de 2006 y en todo el horizonte de proyección.

### El ciclo alcista de tasas está próximo a su fin

Tomando en cuenta la trayectoria inflacionaria ya descrita y teniendo en consideración que las perspectivas de alzas de tasas internacionales están acotadas, la trayectoria de alza de tasas que se espera implemente el Banco Central es moderada. De hecho, en un escenario base estamos esperando dos subidas adicionales de 25 p.b. cada una en lo que resta de 2006, para cerrar el año con una Tasa de Política Monetaria de 5,5%. Se espera que las dos alzas de tasas que quedan pendientes se materialicen antes del mes de septiembre, con lo que ya a partir del cuarto trimestre del año debiera haber finalizado el ciclo alcista.

<sup>6</sup> El componente subyacente (aún excluyendo tarifas de locomoción colectiva) también fue elevado y se atribuye a las subidas de precios de servicios propias del tercer mes del año.

Es importante destacar que esta tasa al nivel de 5,5% está alineada con una tasa real de 2,5%, que a pesar de ser todavía bastante baja, se considera como la tasa de interés que pone fin al ciclo expansivo y permanecerá a estos niveles al menos hasta el cierre de 2007. Esta tasa de interés está en concordancia con sus equivalentes a nivel internacional y refleja el exceso de ahorro existente generado por los altos precios de materias primas y los excedentes petroleros.

Sin embargo, y considerando la evolución del dólar en las últimas semanas, es posible que el Banco Central adopte un tono más cauteloso y no llegue a 5,5% este año, quedándose en 5,25% o, incluso, dejando la TPM en 5% en el resto del año. Nuestra expectativa es que la próxima alza de dicha tasa ocurra en junio, y sólo si la inflación persiste en torno a 4%. Si dicha alza se posterga más allá de junio y la Fed se queda con su tasa en 5%, es muy posible que el Banco Central deje su tasa en 5% por el resto del año, especialmente si efectivamente se materializa la brusca desaceleración de la inflación que estamos proyectando para el segundo semestre.

Luego de la sobre reacción que experimentaron las tasas en UF de largo plazo en los últimos meses de 2005, ellas han vuelto a alinearse con su trayectoria esperada para el largo plazo desde comienzos de 2006. En un escenario base se espera que éstas permanezcan acotadas en los años venideros, tanto así que la rentabilidad de los papeles que hemos usado de referencia (PRC 8) no excederá en un escenario base el 3% en los próximos dos años. Lo anterior suponiendo que la tasa de interés de largo plazo en Estados Unidos permanezca y se estabilice a un nivel de 5,2% (levemente por sobre el valor actual) una vez que finalice el ciclo alcista de tasas en ese país.

### La apreciación de la moneda sigue dando que hablar

Durante el año 2005 el Tipo de Cambio Real promedio disminuyó un 7% respecto del año anterior, y luego de haber dado una pausa en los primeros meses del año, el Tipo de Cambio Nominal se vuelve a encontrar a un nivel comparable con el mínimo observado en diciembre de 2005, cuando el mismo Banco Central señaló que el TCR se encontraba por debajo de su nivel de equilibrio de largo plazo.

Los motivos que sustentan esta apreciación cambiaria son tanto de índole netamente financiera que responde a la tradicional búsqueda de rentabilidades de los fondos de inversión como de fenómenos más estructurales dados básicamente por la mejora en los términos de intercambio con su consiguiente efecto riqueza e incremento de la demanda interna.

En el ámbito propiamente financiero destaca la elevada correlación existente entre las cotizaciones de la moneda en Brasil y el peso chileno. Lo anterior se explica debido al hecho de que Latinoamérica continúa siendo percibido como un bloque por los inversionistas, que asignan una cierta cuota a cada uno de los países en sus carteras de inversión. Sumado a lo anterior y originado básicamente en la diferencia negativa de tasas de interés domésticas entre Chile y Brasil a favor de éste último, se han generado operaciones de cambio entre ambas monedas lo que explica de manera más directa la correlación entre ambas. Tal como se aprecia en el gráfico adjunto la apreciación del real brasileño alcanzó (en promedio) un 16% en el año 2005 y en lo que va de 2006 ya ha acumulado un 8% adicional. Esta importante ganancia de valor de la moneda de Brasil se explica fundamentalmente por un cambio en la percepción de riesgo de éste, pues a la disciplina fiscal y monetaria se agregó el fortalecimiento de la Cuenta Corriente de Balanza de Pagos impulsada por la mejora en los precios de materias primas. Este círculo virtuoso se tradujo finalmente en dos upgrades sucesivos por parte de las clasificadoras de riesgo, lo que sumado a las entradas de divisas por los elevados precios de materias primas favoreció más aún la entrada de capitales a Brasil con la consiguiente mayor apreciación de la moneda.

### Evolución del tipo de cambio nominal en Brasil y Chile

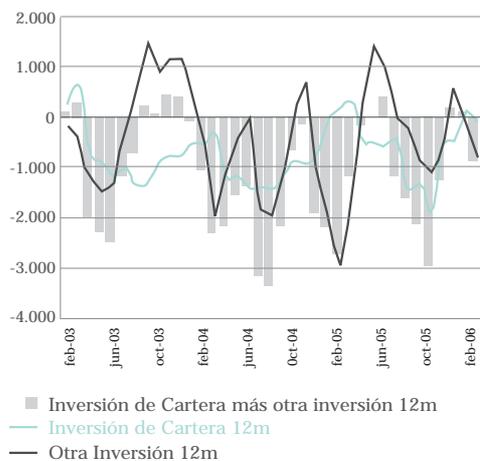
(Moneda local por dólar)



— Peso Chileno (Eje izquierdo)  
— Real Brasileño

Fuente: Bloomberg y Banco Central de Chile.

### Evolución de cuenta financiera de la balanza de pagos (millones de dólares acumulado en 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

En Chile, la Cuenta Financiera de la Balanza de Pagos (disponible hasta febrero de 2006) da cuenta de que las salidas de dólares de los últimos meses han sido elevadas aunque no llaman particularmente la atención si se comparan con períodos previos de salidas de fondos importantes. En el gráfico adjunto se muestra la evolución de salidas de capital acumulada en doce meses por la vía de inversión de cartera u otra inversión (comprendida principalmente por créditos comerciales y depósitos hacia el exterior<sup>7</sup>). Se observa que desde fines del año 2004 en adelante ha habido mayores salidas de fondos tanto por la vía de inversión de cartera, generada principalmente por las inversiones de los Fondos de Pensiones como de depósitos en el exterior. Destaca especialmente la salida de dólares por los Fondos de Pensiones a fines de 2003 cuando se amplió el límite permitido para inversiones en el exterior desde 25% hasta 30% (porcentaje del total de los Fondos de Pensiones).

Por el lado de la Cuenta Corriente se tiene que los elevados precios de materias primas, al igual que en Brasil y otros países de la región, han afectado favorablemente las cuentas externas en Chile. De hecho durante el año pasado la Balanza Comercial alcanzó a una cifra récord de 10.179 millones de dólares y para este año se espera un saldo todavía más favorable considerando que el precio del cobre se encuentra actualmente por sobre todo record y se proyecta un descenso más bien suave. Sin embargo la relación entre el precio del cobre y el precio de la moneda no es estrictamente directa, pues la mayoría de las divisas generadas por la industria cuprífera no son vendidas en el mercado. No obstante lo anterior este mayor precio del cobre - y la mejora en los términos de intercambio en general - genera un efecto riqueza que ayuda a impulsar la demanda interna con su consiguiente efecto sobre la apreciación de la moneda. En este sentido cabe destacar que la regla de superávit estructural fiscal ha jugado un rol importante en evitar una mayor apreciación de la moneda por la vía de poner un límite a la expansión del gasto público que suele ser más intensivo en bienes no transables que el privado.

El fenómeno de que los dólares recibidos por las exportaciones de cobre no sean vendidos en el mercado, se origina en que cerca del 70% de las empresas productoras son extranjeras (por lo que manejan sus cuentas directamente en dólares y las ganancias van a los países de origen). Las utilidades de las compañías cupríferas extranjeras se reflejan finalmente como una salida de fondos en la categoría de servicios financieros de la cuenta corriente, con lo que la mejora en el saldo comercial que origina un mayor precio del cobre termina reflejándose sólo parcialmente en un mayor saldo corriente. Las divisas generadas por la empresa estatal Codelco, que produce cerca del 30% del total del cobre del país, es transferida al Fisco en dólares. Los fondos recibidos por el fisco por concepto de los excedentes del Cobre y Molibdeno alcanzaron a los US \$ 4.390 millones de dólares durante el año 2005, cifra que superó aproximadamente en US \$ 1.800 millones a lo contemplado en el presupuesto estructural para el año, y se encuentra depositado en dólares en la banca local junto con un equivalente en moneda local cercano a los US\$ 3.000 millones.

Para concluir cabe señalar que la posibilidad de intervención directa por parte del Banco Central parece bastante remota, pues la efectividad que podría tener es discutible si se evalúan los resultados de intervenciones previas. Con posterioridad a la flexibilización del tipo de cambio en septiembre de 1999, el Banco Central ha comunicado su intención de realizar una intervención directa en sólo dos ocasiones: a) a fines de 2001, cuando la moneda estaba muy depreciada a causa del efecto generado por la crisis Argentina, el Banco Central anunció ventas en el

<sup>7</sup> No se consideraron los flujos de la Inversión Extranjera Directa, pues estos están influidos por las ganancias de la minería del Cobre y de otras empresas extranjeras que permanecen transitoriamente en esa cuenta mientras no se "envían" las utilidades a los países de origen que se reflejan en la Cuenta Corriente.

mercado spot y de papeles en dólares por un monto total de hasta US\$ 4000 millones. Las ventas en el mercado spot alcanzaron los US\$ 803 y en BCD a cerca de US\$ 3000 millones y b) en octubre de 2002 el Instituto emisor realizó un anuncio similar que finalmente se concretó vía ventas de papeles en dólares por US\$ 1.500 millones. El efecto de cada una de las intervenciones anunciadas es bastante discutible toda vez que las respectivas apreciaciones de la moneda estuvieron en torno al 3% y al 1% nominal respectivamente.

**Michele Favre**

Economista Servicio de Estudios Económicos  
BBVA Chile

## 4. Estudio Especial: Rentabilidad y riesgos en las inversiones de Fondos de Pensiones

Han pasado 25 años desde la reforma del Sistema de Pensiones Chileno, en la cual se pasó de un sistema de reparto a uno de capitalización individual, se crearon las Administradoras de Fondos de Pensiones para administrar las cuentas individuales y las leyes que las regulan. El balance de estos primeros años es en general positivo. Para un trabajador que comienza a trabajar a los 25 años, se jubila a la edad legal y cotiza regularmente, la tasa de sustitución de su pensión (medida como la razón entre el valor de la pensión sobre el valor promedio del ingreso imponible de los últimos 10 años) será cercana al 70%, cifra que se ajusta a la esperada por los creadores del actual sistema y se asemeja a la de los países desarrollados.

No obstante lo anterior, un estudio realizado por BBVA<sup>8</sup> muestra que el sistema tiene algunas falencias que es necesario mejorar para poder garantizar una vejez digna a todos los chilenos. En esta ocasión nos referiremos a factores que afectan adversamente la rentabilidad que obtienen los fondos acumulados en las cuentas de ahorro obligatorio individual y al riesgo a que están sometidos dichos fondos.

### Inversiones y rentabilidad de los Fondos de Pensiones, el camino recorrido hasta ahora

En estos 25 años de vida del sistema, los fondos de los afiliados invertidos por las AFP han obtenido una rentabilidad (promedio) real anual de 10,2%, cifra mayor al 4-5% proyectado cuando se reformó el sistema. Esta elevada rentabilidad es el resultado tanto del buen desempeño de la economía, de la aplicación de reformas económicas y financieras favorables, así como de una administración eficiente.

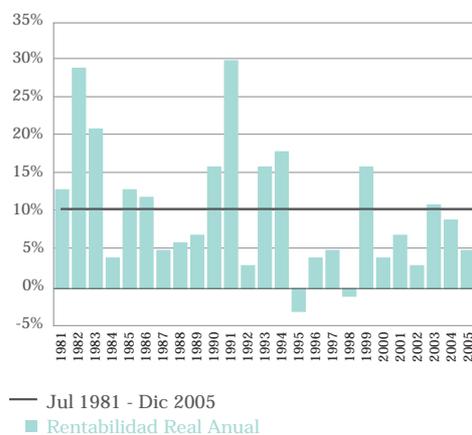
Desde el inicio las inversiones de los fondos han estado estrictamente reguladas y ellas no pueden dirigirse a otros instrumentos que los que autoriza la ley (DL 3.500). Es así como por ley están determinados los límites mínimos y máximos de inversión, y es el Banco Central el que establece los límites actuales de inversión dentro de ese rango. A medida que el sistema ha ido madurando y ha aumentado el desarrollo de los mercados de capitales y de deuda chilenos, estos límites se han ido flexibilizando en pro de una mayor rentabilidad y diversificación.

En paralelo con este proceso, en el año 2002 se amplían las posibilidades de inversión a 5 alternativas definidas en función del peso de los instrumentos de renta variable (acciones) en cada uno de ellos (el fondo A es el que permite un mayor porcentaje, éste disminuye hasta el fondo E que no las permite). El afiliado puede optar entre esos fondos, pero a medida que se acerca a su edad de jubilación, el abanico de opciones se va limitando a fondos menos riesgosos.

Fruto de estas altas rentabilidades los Fondos de Pensiones han acumulado una gran cantidad de recursos, pasando de 0% del PIB en 1981 a 63% en 2004. Sin duda este monto seguirá creciendo y de acuerdo a proyecciones del estudio citado, el fondo alcanzará un 80% del PIB en 20 años más y se estabilizará en torno a esa cifra<sup>9</sup>.

Dado este amplio crecimiento, y a la elevada importancia relativa que los fondos de pensiones representan en el sistema financiero, se hace necesario evaluar la conveniencia de introducir mayores flexibilidades

### Rentabilidad real anual de los fondos de pensiones



— Jul 1981 - Dic 2005

■ Rentabilidad Real Anual

Fuente: SAFP

<sup>8</sup> Favre, Melguizo, Muñoz y Vial (2006) "A 25 Años de la Reforma del Sistema Previsional Chileno. Evaluación y Propuestas de Ajuste".

<sup>9</sup> Este resultado depende del supuesto de rentabilidad real anual usado, en el caso del estudio ésta es igual a 5,5%.

en los límites de inversión para inducir una mayor diversificación y evitar saturar segmentos particulares del mercado de capitales local. Altas concentraciones de inversiones en un mercado relativamente pequeño atentan contra la rentabilidad de largo plazo de las inversiones y hace que éstas sean más riesgosas.

### Inversiones por sector institucional y tipo de instrumento

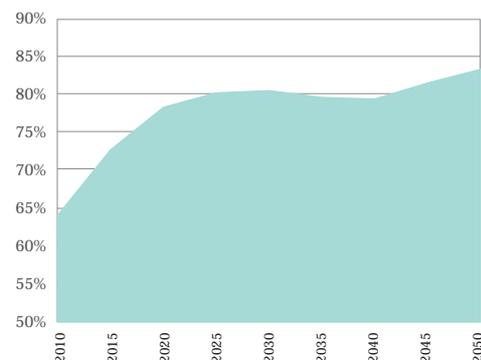
Como una forma de mantener altas tasas de retorno de las inversiones, se ha buscado aumentar la diversificación de la cartera de los Fondos, es así como las inversiones han ido evolucionado tanto en sector institucional como en instrumento financiero. A comienzos del sistema, las inversiones en el sector estatal y el sector financiero representaban un 99% del total de inversiones, el panorama hoy es bastante diferente, las inversiones poco rentables han ido disminuyendo paulatinamente en favor de inversiones con mayor rentabilidad, como es el caso de las inversiones en acciones. También se han ampliado las posibilidades de diversificación, lo que se refleja con mayor fuerza en la relajación paulatina de los límites globales a las inversiones en el extranjero. En la actualidad estas últimas representan un 30% del total de inversiones de los Fondos, mientras que las inversiones en el sector estatal y el sector financiero representan en conjunto un 46% y la inversión en el sector empresas un 23%.

El gran crecimiento de los fondos de pensiones está amenazando esta sustitución de inversiones, principalmente porque el crecimiento de los Fondos de Pensiones ha superado la velocidad de crecimiento del sector financiero local, lo que ha provocado cambios significativos en las inversiones en ciertos instrumentos financieros. Es el caso de las inversiones en los depósitos bancarios a plazo, al año 1995 éstos representaban un 5,3% de las inversiones de los fondos, cifra que equivalía a un 6,9% del total de depósitos a plazo vigentes. Al año 2005 esta cifra aumentó, alcanzando un 20,8% del total de inversiones de los fondos y un 35% del total de este tipo de instrumentos. Siguiendo la lógica, aumentos en inversiones de estos instrumentos responderían a las mayores rentabilidades reportadas, sin embargo no es novedad que este tipo de instrumentos no es uno de las más rentables del sistema financiero. Por ejemplo, durante el tercer trimestre de 2005 rentó un 0,86%<sup>10</sup> (promedio). Esto muestra que ante el tamaño del fondo de pensiones es necesario ampliar la cartera de posibilidades de inversión para evitar una mayor saturación del mercado local.

La inversión en acciones locales fue autorizada en 1985, a pesar de que este tipo de instrumento en el largo plazo es más rentable que otros, vemos que la inversión en acciones es baja en comparación con el tamaño de ese mercado (al año 2005 representaban un 7,5% del total), este pequeño porcentaje se debe principalmente a las restricciones de inversión que las AFP tienen en este mercado y a las características propias del mercado accionario chileno al ser éste un mercado relativamente pequeño (alta importancia de las sociedades cerradas y concentración de la propiedad de los principales accionistas). Si analizamos la cartera de inversión de los Fondos que tienen permitido invertir en acciones (del A al D) se ve una alta diversificación en acciones de distintos sectores, a pesar de esto se observa que los fondos poseen un porcentaje no despreciable de acciones de las empresas en las que pueden invertir.

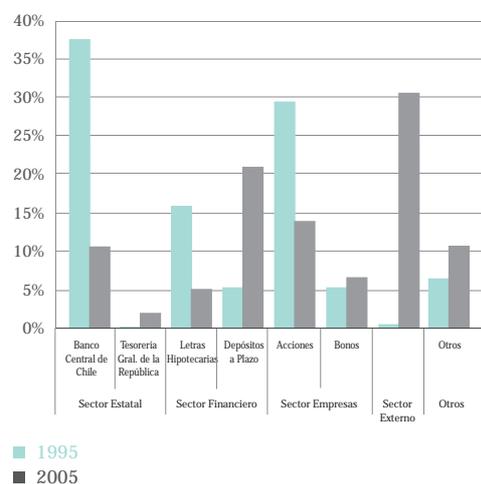
Un factor importante que ha influido en los porcentajes invertidos en cada instrumento son los límites de inversión que están impuestos por ley, es así como cada fondo tiene límites específicos para cada instrumento. Un estudio realizado por Berstein y Chumacero<sup>11</sup> cuantifica

### Saldos acumulados en las cuentas de individuales obligatorias (% del PIB)



Fuente: BBVA.

### Composición de las Inversiones de AFP por Instrumento

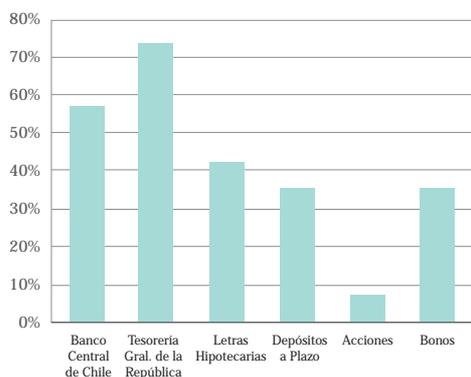


Fuente: SAFF.

<sup>10</sup> Tomada como el promedio de las rentabilidades de las administradoras, que obtuvieron por inversiones del Fondo C en depósitos a plazo.

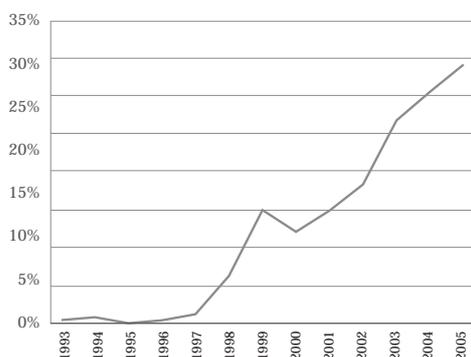
<sup>11</sup> Berstein y Chumacero (2003) "Quantifying the Costs of Investment Limits for Chilean Pension Funds".

### Peso de las inversiones de AFP en mercados de activos locales



Fuente: SAFP.

### Evolución de inversiones de los fondos de pensiones en el exterior (Como % del total de inversiones)



Fuente: SAFP.

los costos, que le causaron a los Fondos de Pensiones la existencia de estos límites de inversión. Los autores encuentran que ellos son considerables. Si éstos no hubieran existido, los Fondos de Pensiones habrían acumulado una rentabilidad adicional de al menos 10% en el total del período. Este punto es muy importante si se considera que un 1% más de rentabilidad anual en las inversiones aumenta la pensión entre un 22% y un 30%<sup>12</sup>. Es decir, estas regulaciones podrían estar costando en promedio, algo así como un 10 - 15% del valor de las pensiones mensuales. Se encontró además que los límites de inversión han aumentado la volatilidad a que han estado expuestos los afiliados.

Los límites más costosos de acuerdo a Berstein y Chumacero, han sido los que restringen la inversión en el extranjero, esto resulta obvio si se considera que estos límites resultaron restrictivos en un 90% de los casos analizados.

### Multifondos ¿posible riesgo para el mercado financiero?

Uno de los problemas que podríamos observar si se mantienen las actuales regulaciones de los instrumentos de inversión a las AFP tiene directa relación con el comportamiento del mercado. Con la creación de los multifondos se le entregó a los afiliados de las AFP un grado de control sobre las inversiones que realizan con su Fondo. Los afiliados pueden cambiarse de fondo sin restricciones y sin costo alguno (si un afiliado se cambia de fondo más de dos veces en un año calendario, la AFP puede cobrar una comisión de salida por esta transacción). Esta posibilidad de cambiar de fondos introduce la probabilidad de que ocurran movimientos en masa, los que eventualmente podrían provocar desajustes en el mercado financiero chileno. Por ejemplo, si la bolsa comenzara a caer, la inversión en acciones ya no sería tan rentable para los afiliados, por lo que ellos podrían optar por cambiarse de los fondos más riesgosos (principalmente Fondo A) hacia los menos riesgosos, es decir se irían a los Fondos que tienen una menor proporción de renta variable, o al fondo E que no invierte en este tipo de instrumentos. Si esta salida ocurriese en masa, podría provocar una gran caída en el precio de las acciones por el exceso de oferta que este acto provocaría. Recordemos que el mercado accionario chileno siendo relativamente profundo para el nivel de desarrollo del país, está marcado por un bajo nivel de transacciones y poca liquidez. Esta situación también se podría observar con otros instrumentos, los que también disminuirían de valor al existir una sobre oferta de ellos.

La forma mediante la cual las AFP podrían defender los precios de clases de activos en el mercado local, es realizando los ajustes correspondientes en su cartera de inversiones internacionales. Como en dichos mercados su peso es insignificante, ello evita el peligro de retroalimentación a que se aludía anteriormente. De no existir esta opción, podría ocurrir que los fondos de pensiones se conviertan en un factor de inestabilidad en los precios de activos domésticos.

### Aumentar las inversiones en el exterior, una buena opción para manejar los riesgos

Una forma de aumentar las opciones para la cartera de inversiones de las AFP, y así diversificar el riesgo de los fondos, es aumentando los límites para las inversiones en el exterior, con esto además se diversifica el riesgo país implícito en cada instrumento. Antes de la década del 90 los fondos de pensiones tenían limitadas sus inversiones al mercado interno, el año 1992 se abrieron las fronteras a las inversiones permitiendo la inversión externa en renta fija. En el año 1995 se permitió la inversión en renta variable, limitando las opciones a inversiones en empresas de bajo riesgo. Estos márgenes se ampliaron en el año 2002 junto con la creación de multifondos. En la actualidad las inversiones en el exterior representan un 30,4% del total de inversiones.

<sup>10</sup> Fuente: Estudio BBVA.

A pesar de los avances en esta materia, ya se ha copado el límite legal de las inversiones en el exterior, que actualmente se ubica en el 30% del total de los Fondos de Pensiones. Dada la evolución de los fondos y las proyecciones de crecimiento que se estiman para el futuro, es razonable pensar que este límite debería aumentar, sobre todo si se considera que en el año 2005 ya se alcanzó dicho límite. El año 2004 la Asociación de AFP propuso aumentar este límite a un 50%<sup>13</sup>, de acuerdo a lo anterior parecería razonable revisar propuestas de este tipo.

Sin embargo, relajar los límites de inversión en el extranjero no es la única opción para mejorar los retornos de los fondos de pensiones. De acuerdo al estudio de Bernstein y Chumacero, los límites a las inversiones nacionales en renta variable han sido restrictivos en un 15% de las veces, por lo que relajar estos límites podría ser un buen paso para mejorar la rentabilidad de los fondos.

<sup>13</sup> Asociación de AFP (2004) "Límite de Inversión en el Extranjero Perjudica las Pensiones" Serie de Estudios N° 45.

## Contexto Internacional

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

	Tasa oficial (% fin de período)				Tipo de cambio (fin de período)			
	21/4/06	jun-06	dic-06	dic-07	21/4/06	jun-06	dic-06	dic-07
EE.UU.	4,75	5,00	5,00	5,00				
UEM (\$/₳)	2,50	2,75	3,00	3,25	1,23	1,20	1,23	1,26
Japón (yenes/\$)	0,10	0,10	0,50	1,25	118	113	110	105
China	5,58	5,58	5,58	5,80	8,00	7,90	7,75	7,50

## América Latina

	PIB Real (%)				Inflación (% fin de año)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina	9,0	9,2	7,8	6,2	6,1	12,3	12,0	10,0
Brasil	4,9	2,3	3,6	3,0	7,6	5,7	5,5	4,5
Chile	6,2	6,3	5,8	5,7	2,4	3,7	3,0	2,7
Colombia	4,8	5,1	4,4	3,6	5,5	4,9	3,9	4,0
México	4,2	3,0	3,6	3,2	5,2	3,3	3,3	3,5
Perú	4,8	6,7	4,7	4,7	3,5	1,5	2,5	2,5
Venezuela	17,9	9,4	4,1	2,9	19,2	14,4	15,3	18,1
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>6,0</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>3,8</b>	<b>6,8</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>
LATAM Ex-México	6,6	4,9	4,6	3,9	7,3	6,9	6,8	6,2

	Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina <sup>2</sup>	2,6	1,8	1,9	1,8	2,2	3,0	2,4	1,7
Brasil	-2,5	-3,0	-3,0	-2,0	1,9	1,8	1,0	1,0
Chile <sup>2</sup>	2,4	4,9	4,6	1,4	1,7	0,6	0,4	-1,8
Colombia	-1,3	0,0	-2,0	-1,7	-1,0	-0,2	-0,7	-1,6
México	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-1,1	-0,7	-0,9	-1,3
Perú	-1,1	-0,4	-0,6	-1,0	0,0	1,3	0,4	-0,8
Venezuela <sup>2</sup>	-1,9	-1,6	-2,3	-3,1	14,1	17,7	10,7	10,4
<b>LATAM <sup>1</sup></b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>
LATAM Ex-México	-1,2	-1,0	-1,5	-1,2	2,7	3,4	2,0	1,3

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

	Tipo de cambio (frente \$, fin de período)				Tasas de Interés (% fin de período) <sup>3</sup>			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Argentina	2,99	3,01	3,15	3,25	3,1	5,0	8,0	10,0
Brasil	2,72	2,28	2,40	2,50	17,8	18,0	15,5	14,0
Chile	576	514	530	550	2,3	4,5	5,5	5,5
Colombia	2.404	2.279	2.373	2.453	7,8	6,3	6,4	6,7
México	11,15	10,63	11,30	11,70	8,7	8,0	7,0	7,0
Perú	3,28	3,42	3,28	3,40	3,0	3,3	4,5	5,0
Venezuela	1.920	2.150	2.150	2.580	12,4	10,9	10,3	10,5

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

Actividad Económica (real) (variación %)	2004		2005e		2006p		2007p		2008p			2005			2006p			2007p		
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB	6,2	6,3	5,8	5,7	5,3	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,8	5,6	6,0	6,3	5,4	4,3	5,5	6,5	6,5
Gasto Interno	8,1	11,4	6,9	6,4	5,7	12,3	12,0	11,5	10,1	10,1	11,5	10,1	7,3	7,6	6,3	6,3	5,1	6,4	7,0	7,2
FBKF	11,7	24,7	8,8	7,7	7,9	27,2	26,5	26,5	19,7	19,7	26,5	9,1	10,1	8,4	7,7	7,7	7,7	7,7	7,8	7,7
(como % del PIB)	(24,9)	(29,2)	(30,0)	(30,6)	(31,3)	(27,4)	(28,7)	(29,8)	(30,8)	(30,8)	(29,8)	(28,3)	(29,8)	(30,4)	(31,5)	(29,2)	(30,4)	(30,8)	(31,8)	(31,8)
Resto Demanda Interna	7,0	7,1	6,1	5,9	4,8	7,6	7,4	6,8	6,7	6,7	6,8	6,6	6,6	6,6	5,5	5,8	4,1	5,8	6,6	7,0
Consumo Privado	6,1	8,2	6,5	5,8	4,6	7,7	8,1	8,1	8,6	8,6	8,1	8,3	7,2	7,2	6,1	4,5	3,6	5,7	6,8	6,9
Consumo Habitual	5,5	6,8	6,0	5,6	4,7	6,7	6,8	6,4	7,2	7,2	6,4	7,6	6,6	6,6	5,8	4,3	3,3	5,4	6,8	6,9
Consumo Bienes Duraderos	14,1	27,4	11,8	7,3	3,9	24,0	25,6	32,9	26,6	26,6	32,9	19,0	14,2	14,2	9,1	7,1	7,4	7,9	6,7	7,5
Consumo Gobierno	6,1	4,5	5,6	4,3	5,3	5,6	4,8	3,8	3,8	3,8	4,8	5,6	5,9	5,9	4,6	6,4	4,3	4,2	4,2	4,4
Variación de Existencias	71,3	-15,0	-7,2	28,6	9,7	13,4	-3,6	-9,0	417,4	417,4	-9,0	-29,7	-17,8	-4,2	-61,4	20,0	33,7	13,7	-80,2	-80,2
Exportaciones	11,8	6,1	5,8	5,5	5,7	6,6	8,2	4,3	5,3	5,3	4,3	5,5	6,1	6,1	5,4	5,6	5,4	5,5	5,5	5,5
Importaciones	18,0	20,4	8,5	7,4	6,5	23,1	22,1	20,0	17,0	17,0	20,0	10,1	10,3	6,1	7,6	7,5	7,6	6,9	7,6	7,6
Ingreso Nacional	8,6	9,1	6,6	6,9	6,3	9,8	9,6	8,6	8,2	8,2	8,6	6,8	8,3	8,3	5,9	5,6	5,1	6,3	8,2	7,8
Ajuste por ToT (% del PIB)	8,7	12,8	14,0	10,0	8,5															
PIB Nominal (var. %)	13,6	11,5	9,1	1,7	5,7	12,4	11,6	10,0	12,0	12,0	10,0	14,7	13,4	6,7	2,2	2,2	-0,8	-0,5	2,8	5,3
Deflactor del PIB (var. %)	7,0	4,8	3,1	-3,8	0,3	5,4	4,1	4,0	5,9	5,9	4,0	8,7	7,0	0,4	-3,1	-3,1	-4,9	-5,7	-3,5	-1,0
Detalle Comercio Exterior																				
(Millones de US\$)																				
Cuenta Corriente	1.586	702	526	-2.379	-2.677	499	431	-573	345	345	431	1217	1246	-1011	-927	145	37	-1367	-1194	-1194
como % del PIB	1,7	0,6	0,4	-1,8	-1,9															
Bienes y Servicios	9.195	10.179	12.036	3.786	1.102	2.607	2.742	1.948	2.882	2.882	4.447	4.499	4.499	1.891	1.199	1.896	1.719	135	35	35
Balanza Comercial	32.215	40.574	47.335	42.413	42.554	9.388	10.100	10.062	11.025	11.025	12.637	13.194	10.995	10.509	10.509	10.910	11.262	10.036	10.205	10.205
Exportaciones	23.020	30.394	35.299	38.627	41.451	6.781	7.358	8.114	8.142	8.142	8.189	8.695	9.105	9.310	9.310	9.014	9.542	9.901	10.170	10.170
Importaciones	-689	-588	-390	-256	-98	-124	-203	-179	-82	-82	-55	-147	-139	-49	-49	-17	-120	-110	-9	-9
Servicios No Financieros	-7.999	-10.624	-13.083	-6.952	-4.331	-2313	-2517	-2783	-3011	-3011	-3735	-3653	-3250	-2444	-2444	-2040	-1839	-1637	-1436	-1436
Servicios Financieros (Renta)	1.079	1.735	1.962	1.043	650	329	409	441	556	556	560	548	548	488	367	306	276	246	215	215
Transferencias Corrientes																				
Otros Indicadores																				
PIB en US\$ (corr.)	95.065	115.628	133.134	132.006	137.620	26.503	27.901	29.029	32.195	32.195	33.401	34.718	32.329	32.687	32.687	32.652	33.916	32.256	33.182	33.182
Resultado Fiscal Presupuestario (% del PIB)	2,4	4,9	4,6	1,4	0,7															
Res. Fiscal Primario (% del PIB)	2,9	5,3	5,0	1,8	1,1															
Inflación (% , promedio periodo)	1,1	3,0	3,5	3,3	3,0	2,3	2,8	3,3	3,8	3,8	4,1	4,0	4,0	3,2	2,4	3,3	2,7	2,5	2,7	2,7
Inflación (% , a diciembre)	2,4	3,7	3,5	2,9	3,0															
Tipo de Cambio Nominal (prom. periodo)	610	560	529	543	550	578	581	553	527	527	526	530	530	530	530	534	540	546	550	550
Tipo de Cambio Nominal (prom. dic)	576	514	530	550	550															
Tasa de Pol. Monetaria (prom. periodo)	1,87	3,49	5,19	5,50	5,50	2,64	3,17	3,75	4,42	4,42	4,75	5,17	5,33	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Tasa de Interés (PRC 8)	2,45	2,36	2,62	2,75	2,70	2,37	2,11	1,89	3,06	3,06	2,77	2,49	2,49	2,74	2,74	2,76	2,73	2,77	2,76	2,76
Precio Cobre (c/lb, prom.)	130	167	201	125	93	148	154	170	195	195	224	220	200	160	160	140	130	120	110	110
Precio Petróleo (Brent US\$/Barril, prom.)	38	54	61	56	47	48	52	62	57	57	61	61	61	61	61	60	58	55	53	53
Términos de Intercambio (var %)	19,7	10,5	4,0	-13,6	-4,3	7,6	7,7	11,8	14,4	14,4	16,3	15,1	-1,3	-11,4	-11,4	-16,7	-17,5	-12,2	-7,1	-7,1
Inflación Externa en US\$ (prom %)	9,1	4,7	3,2	2,0	2,0	7,0	6,2	4,7	0,8	0,8	3,6	3,0	3,0	3,0	3,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

p: Proyectado; e: Estimado.

Fecha de cierre: 21 de abril

## Interesados dirigirse a:

Pedro de Valdivia 100, piso 14, Santiago

T: 6791854

F: 6792810

www.bbva.cl

### Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Subdirector:

David Taguas

Economistas Jefe:

Latam y Mercados Emergentes: Luis Carranza

Argentina: Ernesto Gaba

Chile: Joaquín Vial

Colombia: Daniel Castellanos

Perú: David Tuesta

Venezuela: Giovanni di Placido

Norteamérica: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

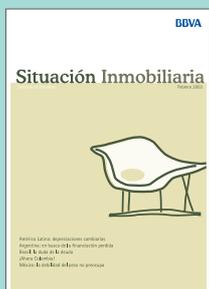
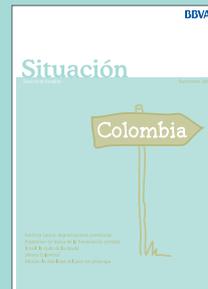
Europa:

Análisis Sectorial: Carmen Hernansanz

Escenarios Financieros: Mayte Ledo

Flujos Financieros: Sonsoles Castillo

## otras publicaciones



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

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

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

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